UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PROBLEMI IN PREOBLIKOVANJA POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

Ljubljana, oktober 2004 **MAJA JEKOVEC**

IZJAVA

Študent/ka Maja Jekovec izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom asist. dr. Aleksandre Gregorič, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 8. oktobra 2004 Podpis: _____

KAZALO

UVOD **1**

1 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE (PID-i) **2**
1.1 Vloga in značilnosti PID-ov 2
1.2 Pooblaščena družba za upravljanje 3
1.3 Problem privatizacijske vrzeli 5
1.4 Struktura naložb PID-ov 6
1.5 Upravljanje premoženja PID-ov 8
1.6 Upravljalske provizije 9
1.7 Delnice PID-ov 10
1.8 Javno mnenje o PID-ih 13

2 PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB **14**
2.1 Statusne spremembe PID-ov v obdobju 1996-1998 15
2.2 Preoblikovanje dela PID-ov v Prvi pokojninski sklad 16
2.3 Alternative preoblikovanj PID-ov 17
2.3.1 Skupščina delničarjev – prvi korak na poti preoblikovanja 17
2.3.2 Preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade 18
2.3.3 Preoblikovanje PID-ov v investicijske družbe 21
2.3.3.1 Preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade 23
2.3.4 Preoblikovanje PID-ov v finančne holdinge 25
2.4 Primeri preoblikovanj PID-ov 27

3 PRIMUS – PRVI VZAJEMNI SKLAD PREOBLIKOVAN IZ PID-a **29**
3.1 Naložbe Primusa 31
3.2 Donosnost Primusa 33
3.3 Stroški Primusa 35

4 MOREBITNI NOVI KANDIDATI ZA PREOBLIKOVANJE V VZAJEMNE SKLADE **36**

SKLEP **37**

LITERATURA **39**

VIRI **40**

SEZNAM KRATIC

PRILOGE

UVOD

Po zgledu nekaterih vzhodnoevropskih držav se je tudi Slovenija odločila, da je del privatizacije izpeljala s pomočjo investicijskih skladov. Natančneje povedano, pooblaščene investicijske družbe so bile tiste finančne institucije, ki so v procesu odprave družbene lastnine odigrale vlogo privatizacijskih posrednikov. Prav dejstvo, da so bile pooblaščene investicijske družbe vključene v privatizacijo, je kasneje v slovenskem finančnem prostoru pripomoglo k rasti oziroma razvoju dejavnosti investicijskih skladov, ki pa so bili v razvitih tržnih gospodarstvih prisotni že nekaj desetletij.

Ne glede na to, da je v Sloveniji še pred nastankom pooblaščenih investicijskih družb že obstajalo nekaj investicijskih skladov, organiziranih kot vzajemni skladi (Galileo, Rastko, Neli, itd.), je bilo nezaupanje do teh finančnih institucij dokaj veliko. Seveda se je tovrstno nezaupanje kasneje stopnjevalo zaradi problemov, ki so se pojavljali v povezavi s pooblaščenimi investicijskimi družbami. Nalogo zbiranja lastninskih certifikatov so sicer opravile več kot uspešno, vendar so se prve težave pokazale že pri zamenjavi teh certifikatov za stvarno premoženje.

Prvo poglavje diplomskega dela je namenjeno predstavitvi in vlogi pooblaščenih investicijskih družb ter različnim težavam, ki so »zaznamovale« pooblaščene investicijske družbe. Med najbolj perečimi problemi je bila zloglasna privatizacijska vrzel, ki je dejansko kar nekaj let onemogočala pooblaščenim investicijskim družbam, da bi se lahko dokončno preoblikovale v normalne investicijske sklade.

Drugo poglavje je najobsežnejše in obravnava preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Preoblikovanje le-teh je bilo neizogibno oziroma nujno potrebno, saj jim je bila vloga privatizacijskih posrednikov dodeljena le začasno. Tako so se skozi celotno obdobje njihovega obstoja pojavljala vprašanja ter dileme, katera alternativa preoblikovanja je najbolj optimalna. Zato sem v tem poglavju preučila oziroma predstavila vse vrste preoblikovanj, na koncu pa sem prikazala še nekatere primere preoblikovanj, iz katerih je razvidno, v katero smer se je preoblikovanje pretežno odvijalo.

Kljub številnim preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb je le enkrat prišlo do preoblikovanja v vzajemni sklad. Zato sem tretje poglavje namenila prav predstavitvi prvega vzajemnega sklada, ki je nastal iz pooblaščene investicijske družbe. Prikazala sem celoten potek preoblikovanj do nastanka tega vzajemnega sklada, nevarnosti množičnih izstopov iz sklada, njegove naložbe, donosnosti ter stroške.

V zadnjem poglavju pa sem predstavila tudi morebitne nove kandidate za preoblikovanje v vzajemne sklade, ki bi lahko pozitivno vplivali na nadaljnji razvoj slovenskega kapitalskega trga.

1 POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE (PID-i)

Pooblaščene investicijske družbe so posebne finančne institucije, ki so dobile ključno vlogo pri odpravljanju družbene lastnine oziroma privatizacije v Sloveniji. V tem procesu so odigrale pomembno vlogo privatizacijskih posrednikov in so bile že od samega začetka mišljene kot prehodne institucije, ki so se kasneje morale preoblikovati v normalne investicijske sklade.

1.1 Vloga in značilnosti PID-ov

Pooblaščene investicijske družbe (v nadaljevanju PID) so posebne oblike investicijskih družb, ki so bile prilagojene razmeram v Sloveniji v času procesa preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše, fleksibilnejše sisteme. Ustanovljene so bile z namenom zbiranja lastninskih certifikatov ter nalaganja le-teh v delnice podjetij, ki jih je Sklad RS za razvoj (danes Slovenska razvojna družba) prodajal v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 64). Njihova osrednja vloga je bila torej posredovanje med imetniki lastninskih certifikatov in podjetji, ki so se lastninila. Namenjene so bile predvsem tistim, ki niso imeli zadosti informacij o podjetjih, potrebnih znanj za naložbe certifikatov ali niso mogli, želeli vlagati certifikatov neposredno v podjetja (Kavčič, 1997, str. 10).

Po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU) PID-i niso smeli opravljati nobene druge dejavnosti razen javnega zbiranja certifikatov iz 31. člena Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP) ter denarnih sredstev. Tako zbrana sredstva so nato investirali v delnice različnih podjetij, ki jih je prodajal Sklad RS za razvoj, ter v druge prenosljive vrednostne papirje in nepremičnine (ZISDU, 1994). Lastninske certifikate državljanov so PID-i zbirali z izdajo svojih delnic, ki pa niso bile prenosljive s pravnimi posli med živimi, vse dokler se niso uvrstile na organizirani trg vrednostnih papirjev.

Vendar PID-i niso bili finančni posredniki v pravem pomenu besede, saj niso pomagali pri pretoku sredstev od gospodarskih celic s finančnim presežkom k gospodarskim celicam s finančnim primanjkljajem. Delničarjem so omogočili, da so prodali delnice, do katerih so prišli zastonj. Večina, ki je delnice PID-ov prodala, je tako pridobljeni denar porabila za tekoče stroške oziroma potrošnjo. Rezultat tega je bil, da so ljudje več tekoče potrošili, makroekonomsko varčevanje pa je bilo zaradi tega manjše (Hace, 2000, str. 6-7).

PID-i so v skladu z ZISDU dobili pridevnik »pooblaščeni«, ker (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 263):

- so imeli pravico zbirati lastninske certifikate iz privatizacije,

- so imeli pravico z lastninskimi certifikati nastopati na dražbah Sklada RS za razvoj, na katerih se je za lastninske certifikate ponujalo družbeno premoženje, ki je bilo za to namenjeno,
- tudi potem, ko so vse lastninske certifikate zamenjali v delnice in deleže podjetij, njihova struktura naložb praviloma ni zadoščala vsem pogojem, ki jih je zakon določal za prave investicijske družbe.

PID-i so tako kot redne investicijske družbe spadali med zaprte investicijske sklade, ki jih lahko imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala[1]. Vrednost premoženja zaprtega investicijskega sklada se tako spreminja le s spremembami vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad med svojimi sredstvi, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic sklada oziroma dokapitalizacijo. Tečaj delnice zaprtega investicijskega sklada ni enak čisti vrednosti sredstev na delnico, ampak se vsakodnevno spreminja oziroma oblikuje na trgu glede na ponudbo in povpraševanje tržnih udeležencev. Posledica tega je, da tečaji odstopajo od čiste vrednosti sredstev sklada na delnico za nekaj odstotkov navzgor (premija) ali navzdol (diskont). Investitor lahko kupi delnice zaprtega investicijskega sklada neposredno od sklada le ob primarni izdaji delnic. Praviloma zaprti investicijski skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami z njimi ne trgujejo. Zato mora vlagatelj, ki želi prodati (kupiti) delnico zaprtega sklada, poiskati osebo, ki jo želi kupiti (prodati). To stori s prodajo oziroma nakupom na borzi, kjer se trguje z delnicami zaprtih investicijskih skladov (Kleindienst, 2001, str. 440-441).

Kljub temu, da so PID-i sodili med investicijske sklade, so se od njih razlikovali v tem, da so pomemben del premoženja PID-ov tvorile naložbe v netržne in nelikvidne delnice podjetij, poleg tega je bila pogosta tudi koncentracija lastništva pri posameznih izdajateljih. Naslednja pomembna razlika je bila, da so imeli PID-i med svojimi naložbami tudi neizkoriščene lastninske certifikate[2], ki so skozi celotno dobo PID-ov onemogočali že prejšnje preoblikovanje le-teh v normalne finančne institucije. Te značilnosti naložb PID-ov vsekakor niso običajne za investicijske sklade v razvitih finančnih okoljih, kjer sta razpršenost in tržnost poleg tveganja oziroma donosnosti osnovni vodili pri strukturiranju portfelja (Jašovič, 1999, str. 29).

1.2 Pooblaščena družba za upravljanje

Pooblaščeno investicijsko družbo, katere dovoljena meja osnovnega kapitala je znašala od 100 milijonov do 10 milijard tolarjev, je lahko ustanovila samo pooblaščena družba za upravljanje. Le-ta je dobila posebno dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev (krajše ATVP) za upravljanje PID-ov. Lahko se je ustanovila kot d. d. ali kot d. o. o. Pred vpisom ustanovitve pooblaščene družbe za upravljanje v sodni register je moralo biti za vsako delnico te družbe vplačanih najmanj 50 odstotkov njene nominalne vrednosti. V celoti so

[1] Velikost oziroma število delnic zaprtega investicijskega sklada je določeno ob ustanovitvi.
[2] Več o tem v točki 1.3 na strani 5.

morale biti delnice vplačane najkasneje v roku dveh let od vpisa v sodni register (ZISDU, 1994).

Po ZISDU (Uradni list št. 6/94) so bili lastniki oziroma delničarji pooblaščene družbe za upravljanje lahko fizične osebe ter pravne osebe, ki niso bile v večinski lasti Republike Slovenije. Tujcem pa je bilo dovoljeno imeti največ 10 odstotni delež te družbe. Najnižji dovoljeni znesek osnovnega kapitala pooblaščene družbe za upravljanje, ki je želela upravljati en sam PID, je znašal 50 milijonov tolarjev. Če je želela ustanoviti in upravljati več PID-ov, je morala za upravljanje vsakega naslednjega povečati svoj osnovni kapital za 25 milijonov tolarjev. Za ustanovitev pooblaščene družbe za upravljanje so se največkrat odločile banke, zavarovalnice, borzno posredniške hiše ter druge finančne organizacije.

Aktivnosti pooblaščene družbe za upravljanje lahko razdelimo na (Kavčič, 1997, str. 21):

- pridobitev soglasja ATVP za ustanovitev PID-a,
- organizacijo vpisovanja in vplačevanja delnic PID-a,
- sklic ustanovne skupščine,
- vpis PID-a v sodni register,
- zastopanje PID-a kot kupca delnic podjetij od Sklada RS za razvoj ter
- upravljanje s portfeljem PID-a.

Pooblaščena družba za upravljanje je imela pravico do provizije za upravljanje PID-a. Provizija letno ni smela presegati 3 odstotkov povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a. Prvih pet let po ustanovitvi PID-a se del provizije v višini 1 odstotka povprečne letne čiste vrednosti ni smel izplačevati v denarju, temveč z izdajo delnic. Poleg tega se je pooblaščena družba za upravljanje s pogodbo o upravljanju obvezala, da delnic, ki jih je prejela namesto izplačila letne provizije, ne bo prodala, dokler bo upravljala PID in dokler se te delnice ne bodo uvrstile na borzo. Zavezala se je tudi, da ne bo izvrševala pravic upravljanja, ki ji pripadajo na podlagi teh delnic (ZISDU, 1994). Pooblaščena družba za upravljanje je bila upravičena tudi do povrnitve dejanskih stroškov ustanovitve PID-a, ki niso smeli presegati 5 odstotkov vrednosti osnovnega kapitala PID-a, in so se izplačali v delnicah. Stroški ustanovitve so se izplačali tako, da se je pooblaščeni družbi za upravljanje kapital povečal za 5 odstotkov od osnovnega kapitala z izdajo delnic. Tudi teh delnic ni smela prodati vse do tedaj, dokler se z delnicami PID-a ni pričelo trgovati na organiziranem trgu.

Glede na to, da je bilo pooblaščenih družb za upravljanje veliko, še več pa je bilo PID-ov, je bil boj za lastninske certifikate državljanov velik. Z oglaševalskimi akcijami so pooblaščene družbe za upravljanje privabljale potencialne vlagatelje. Rezultat je bil presenetljiv: več kot 1.200.000 Slovencev je lastninske certifikate delno ali v celoti zaupalo PID-om. Kljub uspešnemu zbiranju certifikatov pa so se v PID-ih že kmalu pojavile različne težave, ki jih bom prikazala v nadaljevanju diplomskega dela. Med vsemi je bila zelo izstopajoča in sporna privatizacijska luknja oziroma privatizacijska vrzel.

1.3 Problem privatizacijske vrzeli

Privatizacijska vrzel je opredeljena kot razkorak med vrednostjo izdanih lastninskih certifikatov in vrednostjo družbenega premoženja, namenjenega za lastninjenje s temi certifikati. Vzroki nastanka privatizacijske vrzeli oziroma primanjkljaja so bili naslednji (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 163-164):

- napačno ocenjena višina kapitala,
- izločitev deleža države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja,
- izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji,
- možnost prevrednotenja sredstev, izkazanih v knjigah podjetij na dan 31.12.1992, kar je bila edina znana kategorija, za potrebe lastninjenja na dan 1.1.1993,
- popusti na nakupe delnic v notranjem odkupu,
- možnost izkoristiti neizplačane plače iz preteklega obdobja za lastninjenje,
- možnost izbrati kot osnovo za lastninjenje najnižjo vrednost po za podjetje najugodnejši ceni,
- pritiski na večanje obsega certifikatov, izdanih posameznemu državljanu.

Primanjkljaj se je pri PID-ih izkazoval v obliki neporabljenih oziroma neizkoriščenih lastninskih certifikatov. Sklad RS za razvoj za te certifikate ni mogel ponuditi v odkup družbenega premoženja. Zato je privatizacijska vrzel opredeljena tudi kot razlika med nominalno vrednostjo certifikatov, ki so jih zbrali PID-i, in vrednostjo premoženja, ki je bila po ZLPP namenjena razdelitvi PID-om po stanju na dan 1.1.1993. Vrednosti in deleži vseh neizkoriščenih lastninskih certifikatov v skupni vrednosti naložb vseh PID-ov so po letih predstavljeni v tabeli 1.

Tabela 1: ***Vrednost in delež neizkoriščenih lastninskih certifikatov v skupni vrednosti naložb v obdobju 1995-2002***

Stanje na dan	*Skupna vrednost naložb PID-ov (v 1000 SIT)*	*Neizkoriščeni lastninski certifikati*	
		Vrednost (v 1000 SIT)	*Delež (%)*
31.12.1995	389.106.813	326.767.155	83,98
31.12.1996	455.094.284	299.557.739	65,82
31.12.1997	526.211.951	297.676.754	56,60
31.12.1998	593.223.658	310.270.002	52,30
31.12.1999	599.126.258	306.475.956	51,15
31.12.2000	573.511.743	184.289.491	32,13
31.12.2001	548.095.454	179.328.551	32,72
31.12.2002	327.991.924	0	0

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2004.

Na nastanek tako visokega deleža neizkoriščenih lastninskih certifikatov je na začetku poleg primanjkljaja družbenega premoženja vplivalo tudi dejstvo, da so PID-i kupovali certifikate od slovenskih državljanov hitreje, kot so za njih pridobivali premoženje od Sklada RS za razvoj (posledično je bil delež neizkoriščenih lastninskih certifikatov v letu 1995 zelo visok). V okviru izbranega načina lastninjenja je bilo sprva predvideno, da bodo PID-i pridobili približno 20 odstotkov certifikatov. Na koncu se je izkazalo, da je v PID-e lastninske certifikate vložila več kot polovica slovenskih državljanov (PID-i so zbrali približno 65 odstotkov vseh certifikatov).

Družbe za upravljanje (krajše DZU), ki so bile zadolžene za upravljanje PID-ov, so že v letu 1995 prvič javno opozorile na problem primanjkljaja. Vendar je bil le-ta s strani države priznan šele po treh letih prepričevanj Združenja družb za upravljanje. Dolgotrajna pogajanja med DZU-ji in državo, kako zapolniti privatizacijsko vrzel, so vsekakor prispevala k zakasnitvi preoblikovanja PID-ov v normalne finančne institucije (Jašovič, 1999, str. 29).

Vse do leta 1999 je delež neizkoriščenih lastninskih certifikatov predstavljal dobro polovico v celotni strukturi naložb PID-ov. Po tem letu pa se je delež teh certifikatov počasi zmanjševal, ker je država zagotovila dodatno premoženje za zapolnitev privatizacijske vrzeli. V začetku leta 2002 je bila privatizacijska vrzel v celoti zapolnjena, tako da so imeli vsi PID-i med svojimi sredstvi le stvarno premoženje brez neizkoriščenih lastninskih certifikatov. Premoženje, ki je bilo namenjeno za pokritje primanjkljaja, ni bilo najbolj kvalitetno, saj je šlo večinoma za naložbe v netržne in nelikvidne delnice podjetij. Da je država za te certifikate res namenila premoženje slabše kvalitete, kaže dejstvo, da se je na račun zmanjšanja deleža neizkoriščenih lastninskih certifikatov delež netržnih naložb povečal veliko bolj kot delež tržnih naložb (glej tabelo 2 na strani 7). Nazadnje je bila vsakršna razrešitev privatizacijske vrzeli boljša kot nikakršna, saj so se s tem dokončno odprla vrata za preoblikovanje PID-ov v normalne finančne institucije.

1.4 Struktura naložb PID-ov

Naslednjo težavo je predstavljala struktura naložb, saj so bili PID-i pri svojih naložbah omejeni zgolj na ponudbo družbenih podjetij in dela družbenega premoženja, ki ga je država namenila za lastninske certifikate zbrane v PID-ih. V okviru te ponudbe PID-i niso imeli prostih rok pri izvajanju svoje naložbene politike, saj so morali sprejeti, kar jim je bilo ponujeno. Država vsekakor ni ponujala ustreznega obsega tržnih naložb ter ustrezne razpršenosti naložb, ki so sicer značilne za prave investicijske sklade.

Investicijski skladi zbrane prihranke svojih vlagateljev po najboljši presoji nalagajo v različne tržne naložbe. S temi naložbami nato upravljajo, jih prodajajo, kupujejo, preoblikujejo. PID-i pa so se morali soočiti s premoženjem, ki jim je bilo dejansko ponujeno in ni bilo dobro[3].

[3] Strokovna javnost je nenehno opozarjala na neustrezno sestavo naložb PID-ov.

PID-i torej niso imeli velike izbire glede kakovosti tega premoženja. Med svojimi naložbami so tako imeli: delnice, s katerimi se na borzi ni trgovalo, deleže zaprtih malih podjetij, nepremičnine in vse do začetka leta 2002 tudi neizkoriščene lastninske certifikate.

V tabeli 2 je prikazana sestava naložb sredstev vseh PID-ov skupaj za obdobje od leta 1995 do leta 2003. Izračunala sem jih na podlagi letnih poročil ATVP. Posamezne naložbe so razporejene po načelu stopnje zanesljivosti ujemanja knjigovodskih vrednosti z dejanskimi tržnimi vrednostmi. V tržne naložbe so tako vključene naložbe, katerih knjigovodska vrednost je najbližja njihovi trenutni tržni vrednosti (denarna sredstva, terjatve, kratkoročni vrednostni papirji, obveznice, delnice na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, depoziti v banki in drugih finančnih organizacijah). Med netržne naložbe so razporejene delnice na neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev, drugi vrednostni papirji ter nepremičnine. Vrednost netržnih naložb praviloma odstopa od njihove tržne vrednosti. Zato je verjetnost, da je knjigovodska vrednost netržnih naložb v premoženjski bilanci PID-ov višja od njihove tržne vrednosti, velika. Tretja kategorija, ki je predstavljena v tabeli, pa je knjigovodska vrednost neizkoriščenih lastninskih certifikatov.

Tabela 2: ***Agregatna struktura naložb sredstev PID-ov v obdobju 1995-2003***

Stanje na dan	*Tržne naložbe*	*Netržne naložbe*	*Neizkoriščeni lastninski certifikati*	*Vse naložbe skupaj*
	Vrednost v 1000 SIT in v deležu			
31.12.1995	2.208.261 (0,6 %)	60.131.397 (15,4 %)	326.767.155 (84 %)	389.106.813 (100 %)
31.12.1996	26.259.483 (5,8 %)	129.521.463 (28,4 %)	299.557.740 (65,8 %)	455.094.285 (100 %)
31.12.1997	62.363.259 (11,9 %)	165.042.570 (31,4 %)	297.676.754 (56,7 %)	525.082.583 (100 %)
31.12.1998	95.368.605 (16,1 %)	187.585.051 (31,6 %)	310.270.002 (52,3 %)	593.223.658 (100 %)
31.12.1999	117.816.009 (19,7 %)	174.834.293 (29,2 %)	306.475.956 (51,1 %)	599.126.258 (100 %)
31.12.2000	142.723.110 (24,9 %)	246.499.142 (43 %)	184.289.491 (32,1 %)	573.511.743 (100 %)
31.12.2001	169.132.093 (30,9 %)	199.634.809 (36,4 %)	179.328.551 (32,7 %)	548.095.453 (100 %)
31.12.2002	119.654.487 (36,5 %)	208.337.437 (63,5 %)	0 (0 %)	327.991.924 (100 %)
31.12.2003	45.735.785 (34,7 %)	86.067.887 (65,3 %)	0 (0 %)	131.803.672 (100 %)

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2004.

Vse od leta 1995 se je delež tržnih naložb med vsemi naložbami PID-ov povečeval. Kljub temu je v letu 2002 oziroma letu 2003, kakor je razvidno v tabeli 2, delež tržnih naložb še vedno predstavljal premajhen delež, da bi lahko govorili o ustrezni strukturi naložb. V letu 2002 so tako tržne naložbe predstavljale le 36,5 odstotka, medtem ko so netržne naložbe predstavljale 63,5 odstotka celotne strukture naložb PID-ov. V letu 2003 pa se je delež tržnih naložb zopet nekoliko zmanjšal in je znašal 34,7 odstotka. Vzajemni skladi v razvitih tržnih gospodarstvih praviloma razpršujejo svoje naložbe in vlagajo v likvidne vrednostne papirje mnogih podjetij. Posledica tega je, da so deleži tržnih naložb zelo visoki in predstavljajo od 90 do 100 odstotkov celotnih naložb vzajemnih skladov. PID-i tega »želenega« deleža tržnih naložb zaradi nekakovostnih in nelikvidnih naložb niso dosegli oziroma niso mogli doseči. Vsa ta dejstva pa predstavljajo enega glavnih dejavnikov, ki so prispevali k zakasnjenemu preoblikovanju PID-ov.

1.5 Upravljanje premoženja PID-ov

Sporno je bilo tudi samo upravljanje PID-ov. K temu je veliko pripomogla izjemno razpršena lastniška struktura PID-ov. Tako ni bilo aktivnega lastnika, ki bi vplival na boljše upravljanje premoženja PID-ov. Ko je na primer bilo potrebno glasovati za statusne spremembe PID-ov, je bila kljub povabilom udeležba delničarjev PID-ov na skupščinah zelo slaba. S tem, ko se niso udeležili skupščin, niso izvrševali pritiska, ki bi ga kot lastniki morali vršiti. Zaradi tega je prihajalo tudi do neučinkovitega upravljanja premoženja in DZU-ji niso opravljali svoje vloge, kot bi jo morali (Lahovnik, 2003).

V teoriji temu pravimo problem agentov, ki nastane med managementom in lastniki, predvsem kadar je lastniška struktura zelo razpršena in nastanejo idealni pogoji za slabše upravljanje premoženja, kot bi bilo sicer mogoče. V primeru PID-ov je šlo za najslabšo možno obliko odnosa pooblastitelj-pooblaščenec. K temu so zelo veliko pripomogli razpršeno lastništvo PID-ov, dolgoročne pogodbe o upravljanju z DZU-ji, kontrolni manjšinski delež DZU-jev v PID-ih ter zaprtost PID-ov (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 118).

Cilji upravljalcev[4] so se razlikovali od ciljev lastnikov[5] premoženja. Posledično se je različnost ciljev lastnikov in upravljalcev odražala v neustrezni motivaciji DZU-jev, ki pa je najbolj škodovala predvsem delničarjem PID-ov. Upravljalci so razpršenost v strukturi lastništva PID-ov izkoristili v svoje dobro. Namesto da bi premoženje upravljali v skladu z željami in cilji lastnikov, so bolj sledili svojim interesom. Zato je prihajalo do nekaterih nepravilnosti pri upravljanju PID-ov, ki so še bolj poglobile negativen odnos javnosti do PID-ov in družb, ki so jih upravljale.

Redistribucija premoženja ter odkupovanja delnic od manjšinskih delničarjev PID-ov po dokaj nizki ceni so predstavljali glavne nepravilnosti pri upravljanju PID-ov. Z ZISDU je bilo

[4] Na primer čim višje nadomestilo za upravljanje PID-ov.
[5] Na primer čim višja tržna vrednost delnic, izplačilo dividend.

tudi določeno, da se z delnicami PID-ov pred začetkom trgovanja na organiziranem trgu ne sme trgovati. Kljub temu se je z njimi trgovalo na »sivem trgu«. Ponudbo so predstavljali nezadovoljni delničarji PID-ov. Zaradi negativnih reklam v medijih, ki so poudarjale, kako delnice PID-ov niso nič vredne in kako jih je najbolje takoj prodati, so se določeni delničarji odločili za čimprejšnje unovčenje teh delnic. Ker so se posli sklepali na neorganiziranem trgu, je težko reči, kdo so bili kupci teh delnic. V javnosti so se velikokrat pojavili očitki, da so tudi uprave DZU-jev oziroma njihovi lastniki kupovali delnice PID-ov in tako poceni pridobili njihovo premoženje (Zajec, 2000, str. 33). Uprave DZU-jev tovrstnih akcij niso zanikale. Res je prihajalo do množičnih prodaj delnic PID-ov in kupcev ni bilo tako veliko. Tako nizka cena delnic PID-ov je bila razumljiva, saj je bila ponudba teh delnic veliko večja od povpraševanja. Upravljalci PID-ov so tako svoja prosta sredstva začeli usmerjati v delnice PID-ov, saj so bile to perspektivne in poceni naložbe.

Prav tako so se delnice in deleži podjetij v naložbah PID-ov prodajali pod svojo ceno. Nekateri DZU-ji so naložbe PID-ov, katere so upravljali, prodajali po cenah, ki so bile nižje od tržnih, in tako oškodovali delničarje PID-ov. Eden takšnih primerov je bila DZU Divida, ki je zaradi takšnega delovanja izgubila licenco za upravljanje. ATVP je poleg slednjega primera odkrila tudi zlorabe glede zastave delnic iz sredstev PID-ov za obveznosti drugih in ne za njihove obveznosti. Zastava teh delnic je bila opravljena v interesu tretjih oseb, na primer za kredite, ki so jih najele z DZU-jem povezane osebe. Pojavljali so se primeri, ko je PID zastavil delnice iz svojih sredstev zato, da je lahko slabo stoječe podjetje, ki je bilo del naložbe PID-a, pridobilo kredit pri banki in začelo bolje poslovati. ATVP je takšna delovanja opredeljevala kot nedopustna, saj naj bi v teh primerih koristi imele povezane osebe in ne delničarji PID-ov. Na podlagi teh zlorab sta licenco za upravljanje prav tako izgubili DZU A-Trust ter DZU Nika (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 92-95).

1.6 Upravljalske provizije

Poleg nekaterih nepravilnosti pri upravljanju PID-ov so izstopale tudi upravljalske provizije, ki so jih DZU-ji dobili kot plačilo za upravljanje PID-ov. Upravljalske provizije so na začetku obračunavali od čiste vrednosti sredstev PID-ov, ki je vključevala tudi neizkoriščene lastninske certifikate. Delež teh neizkoriščenih lastninskih certifikatov v premoženju PID-ov je bil zelo visok, zato so prvotni izračuni upravljalskih provizij DZU-jem prinašali več, kot jim je pripadalo. DZU-ji so tako dobili prihodke od upravljanja tudi za sredstva (certifikate), ki jih niso upravljali. Zaradi tega se je zmanjševala vrednost premoženja delničarjev PID-ov in takšno obračunavanje provizij je zgolj izčrpavalo PID-e. Le-ti so zaradi tega sprožili ustavni spor in vrhovno sodišče je določilo, da DZU-ji niso upravičeni do provizij od neizkoriščenih lastninskih certifikatov. ATVP je predpisala, da se za izračun upravljalskih provizij ne sme upoštevati neizkoriščenih lastninskih certifikatov. Nova čista vrednost sredstev PID-ov se je izračunala tako, da so se od vrednosti sredstev poleg rezervacij in obveznosti odšteli tudi neizkoriščeni lastninski certifikati PID-a (Zajec, 2000, str. 30-32).

Problem upravljalskih provizij je bil torej tesno povezan s samo strukturo naložb PID-ov. Nerealno visoko osnovo za obračunavanje teh provizij je povzročila počasna zamenjava neizkoriščenih lastninskih certifikatov za stvarne naložbe podjetij, ki so se lastninila. Kljub temu, da so kasneje iz prvotne izhodiščne osnove za izračun provizij izključili neizkoriščene lastninske certifikate, je bila čista vrednost sredstev še vedno knjigovodska vrednost, ki ni odražala realne vrednosti premoženja PID-ov. Pretežni del sredstev PID-ov je bil oblikovan iz netržnih naložb, za katere je zelo težko ugotoviti pošteno tržno vrednost. K visokim provizijam je veliko prispevalo tudi dejstvo, da upravljalci PID-ov praviloma niso delili usode delničarjev. DZU-ji so tako lahko mirno zasledovali svoje lastne interese oziroma cilje, ki pa so se odražali v neustrezni motivaciji upravljanja premoženja PID-ov. Vsi ti dejavniki so veliko prispevali, da so DZU-ji za svoje aktivnosti zaračunavali zelo visoke provizije, ki so bile praviloma višje kot provizije za upravljanje tipičnih zaprtih investicijskih skladov v tujini.

Problem zaprtih investicijskih skladov, kamor sodijo tudi PID-i, predstavlja pomanjkanje konkurence med upravljalci za obstoječe in potencialne investitorje. DZU-ji so tako obračunavali najvišje dovoljene provizije, saj z znižanjem provizij niso mogli bistveno povečati svojega tržnega deleža. Popolnoma drugačna situacija je v primeru vzajemnih skladov (odprti investicijski skladi), kjer je konkurenca med upravljalci izredno močna. Posledično so zelo motivirani za doseganje uspešnosti pri upravljanju premoženja, saj tako lažje pridobijo nove stranke (Kleindienst, 2001, str. 441). Poleg tega ima višina provizije, ki jo upravljalci zaračunavajo, vedno večjo vlogo pri konkuriranju. Tako se visoke upravljalske provizije s preoblikovanjem PID-ov v vzajemne sklade praviloma znižajo prav zaradi vpliva konkurence.

1.7 Delnice PID-ov

Z delnicami PID-ov[6] se je v začetku leta 1998 pričelo trgovati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Prvi sta se na borzo uvrstili delnici družb Kompas sklad 1 in Kompas sklad 2. V drugi polovici leta 1998 se je na trg uvrstilo nadaljnjih osemindvajset delnic PID-ov, v letu 1999 pa so bile na trg uvrščene še delnice zadnjih šestnajstih PID-ov. Od začetka lastninjenja je trajalo skoraj sedem let, da se je končno pričelo trgovati z vsemi (46) delnicami PID-ov. Uvrstitev teh delnic na prosti trg je precej povečala kapitalizacijo borze. Tržna kapitalizacija vseh delnic PID-ov je konec leta 1999 predstavljala 13,6 odstotka tržne kapitalizacije celotnega organiziranega trga[7] (Mramor, 2000, str. 281-283).

V letu 1999 je bila s sprejetim Zakonom o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju ZPSPID) opravljena

[6] Njihova nominalna vrednost je ob ustanovitvi znašala 1.000 tolarjev.

[7] Konec leta 2000 je bila tržna kapitalizacija vseh PID-ov najvišja in je pomenila 15,1 odstotka tržne kapitalizacije celotnega organiziranega trga. Po tem letu pa se je ta delež postopoma začel zmanjševati in konec leta 2003 je tržna kapitalizacija vseh PID-ov predstavljala le še 3,1 odstotka tržne kapitalizacije celotnega organiziranega trga. Razlog za to je postopno preoblikovanje PID-ov.

delitev delnic PID-ov v razmerju 1 stara delnica PID-a za 10 novih delnic PID-a. Število delnic PID-a se je povečalo za desetkrat, medtem ko se je nominalna vrednost delnice PID-a zmanjšala s 1.000 tolarjev na 100 tolarjev. ZPSPID je prav tako dotedanjim lastnikom delnic PID-ov v delu, ki je bil še v obliki neizkoriščenih lastninskih certifikatov, omogočil izbiro med obstoječimi delnicami PID-ov in pokojninskimi boni državnega pokojninskega sklada. Za zamenjavo v pokojninske bone se je odločilo približno 5 odstotkov lastnikov delnic PID-ov[8].

Z delnicami PID-ov se je ves čas trgovalo občutno pod njihovo knjigovodsko vrednostjo, kar glede na sestavo naložb PID-ov in njihovo kakovost ni nič nenavadnega. Na primer konec junija leta 2000 se je z delnico povprečnega PID-a trgovalo le po 25 odstotkov njene knjigovodske vrednosti oziroma le po 36 odstotkov, če neizkoriščene lastninske certifikate izvzamemo iz izračuna knjigovodske vrednosti (na sliki 1, stran 12, glej junij leta 2000). To še ne pomeni, da so bile delnice PID-ov podcenjene. Tako visok diskont je bil lahko predvsem zaradi napihnjenosti knjigovodske vrednosti precejšnjega dela naložb PID-ov (Kleindienst, 2001, str. 495).

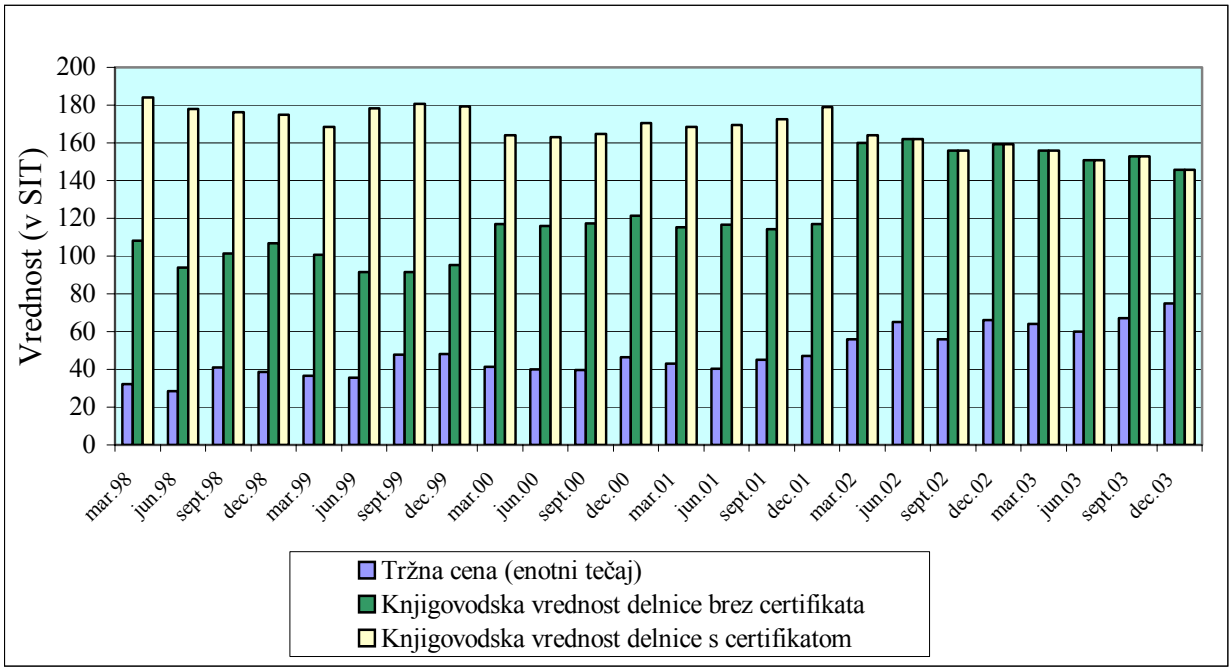
Precej več o podcenjenosti ali precenjenosti delnic PID-ov povedo diskonti na posamezne kategorije njihovega premoženja (neizkoriščene lastninske certifikate, netržne in tržne naložbe). Prikaz teh posameznih diskontov bom naredila na že zgoraj omenjenem primeru. 100 tolarjev neizkoriščenih lastninskih certifikatov v bilancah PID-ov je bilo na dan 30.6.2000 v povprečju vrednih le 12 tolarjev (88-odstotni diskont). Tako visok diskont je razumljiv zaradi pričakovanega slabega premoženja, ki ga je država kasneje namenila za zapolnitev privatizacijske vrzeli. 100 tolarjev netržnih naložb v bilancah PID-ov je trg v povprečju vrednotil le na 20 tolarjev (80-odstotni diskont). Tudi višina tega diskonta je precejšnja, a je glede na slabo kvaliteto teh naložb tudi razumljiva. Na osnovi teh dveh diskontov še ne moremo zagotovo trditi, da so bile delnice PID-ov na trgu podcenjene. Podatek, ki nam to domnevo dejansko lahko potrdi, je diskont na tržne naložbe PID-ov. Le-ta je konec leta 2000 znašal 54 odstotkov: 100 tolarjev tržnih naložb PID-ov je bilo na trgu vrednih 46 tolarjev (Kleindienst, 2001, str. 495-497). V tujini se z delnicami zaprtih investicijskih skladov praviloma trguje z 10 do 20 odstotnim diskontom, zato lahko na podlagi diskonta na tržne naložbe PID-ov sklepam, da so bile delnice PID-ov na trgu vendarle podcenjene.

Pri obravnavanju višine diskonta delnic PID-ov ne gre zanemariti tudi dejstva, da na višino diskonta delnic zaprtih investicijskih skladov vpliva tudi provizija, ki jo zaračunavajo upravljalci. Že prej sem omenila, da so DZU-ji zaračunavali visoke provizije za svoje upravljanje. Del svoje provizije so namreč zaračunavali na podlagi knjigovodske vrednosti PID-ov, ki pa je bila precej višja od tržne vrednosti. Zdi se, kot da je trg z visokim diskontom »kaznoval« delnice PID-ov zaradi previsokih provizij.

[8] Več o tem glej točko 2.2 na strani 16.

Pregled tržnih cen ter knjigovodskih vrednosti delnic PID-ov, ki so jih dosegle v obdobju od marca leta 1998 do decembra leta 2003, je razviden s slike 1. Povprečna tržna cena, ki so jo dosegale delnice PID-ov na organiziranem trgu, je izračunana kot netehtana aritmetična sredina enotnih tečajev vseh delnic PID-ov, uvrščenih na organiziranem trgu.

Slika 1: ***Povprečne tržne cene delnic PID-ov (enotni tečaj) in njihove povprečne knjigovodske vrednosti v obdobju od marca 1998 do decembra 2003***



Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2004.

Pri izračunih je za leti 1998 in 1999 že upoštevana prilagoditev cen zaradi delitve delnic PID-ov sredi leta 1999 v razmerju 1 proti 10. Prav tako ne gre zanemariti dejstva, da se je v celotnem prikazanem obdobju število PID-ov na organiziranem trgu spreminjalo[9] in da so imeli PID-i različno strukturo naložb (nekateri PID-i so imeli med svojimi sredstvi še neizkoriščene lastninske certifikate, drugi PID-i pa so certifikate že v celoti zamenjali za premoženje[10]).

Povprečne tržne cene so v letu 1998 znašale med 16 in 24 odstotki knjigovodske vrednosti delnice z upoštevanimi certifikati, kar pomeni, da je diskont na knjigovodsko vrednost delnice PID-a znašal med 76 in 84 odstotki. Povprečni diskont tržne cene delnice PID-a, izračunan na knjigovodsko vrednost brez certifikatov, pa je bil nekoliko nižji in je znašal med 59 in 72 odstotki. V letih 1999, 2000 in 2001 so bile povprečne tržne cene delnic PID-ov glede na leto 1998 nekoliko višje, znašale so med 20 in 27 odstotki knjigovodske vrednosti z upoštevanimi

[9] Prihajalo je do pripojitev PID-ov v okviru določenega DZU-ja enemu samemu PID-u. Šlo je tudi za pripojitve in sočasne razdružitve v okviru enega DZU-ja, prav tako pa so se nekateri PID-i preoblikovali v prave delniške družbe oziroma holdinge ter v investicijske družbe.
[10] Zaradi tega je v prikazu upoštevana tudi knjigovodska vrednost delnic PID-ov brez certifikatov.

certifikati. Povprečni diskont tržne cene na knjigovodsko vrednost z upoštevanimi certifikati je torej znašal med približno 73 in 80 odstotki, medtem ko je povprečni diskont na knjigovodsko vrednost brez certifikatov v teh letih znašal med 49 in 66 odstotki. Povprečne tržne cene teh delnic so v letu 2002 dosegale od 34 do 41,3 odstotka knjigovodske vrednosti delnic PID-ov. Ker pa je bila v tem letu zapolnjena privatizacijska vrzel, ni bilo več razlike med obema knjigovodskima vrednostma. Diskont tržne cene na knjigovodsko vrednost je znašal med 58,7 in 65,3 odstotka. Najvišje povprečne tržne cene delnic PID-ov so bile dosežene v letu 2003 in so predstavljale od 40 do 51 odstotkov knjigovodske vrednosti. To pomeni, da je diskont znašal od 49 do 60 odstotkov. S slike 1 je razvidno, da so tržne cene delnic PID-ov skozi celotno obdobje trgovanja na organiziranem trgu dosegale zelo visoke diskonte tako na knjigovodsko vrednost z upoštevanimi certifikati kot brez njih. Ne gre torej zanikati dejstva, da so bili diskonti teh delnic v primerjavi z delnicami tujih zaprtih investicijskih družb več kot previsoki.

1.8 Javno mnenje o PID-ih

Razmere, v katerih so PID-i nastali, prav gotovo niso bile najbolj primerne za njihovo delovanje. Nastali so v obdobju prehoda iz družbene v zasebno lastnino, ko je bil finančni sistem še nerazvit, vrsta zakonskih ureditev pa nedorečenih. Začetno zaupanje, ki se je kazalo z intenzivnimi nakupi delnic PID-ov, se je sčasoma začelo spreminjati v veliko nezaupanje.

K nezaupanju so veliko pripomogli notranji dejavniki, ki so bili izključno posledica ravnanj upravljalcev PID-ov. V okviru njihovega delovanja so jim očitali pomanjkanje znanja, nedorečenost pravil etičnega obnašanja, neenoten nastop na trgu do podjetij in do regulatorjev ter malverzacije pri upravljanju (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 157-158). Privatizacijska vrzel, visoke upravljalske provizije, slabe strukture naložb PID-ov, visoki popusti tržnih cen glede na knjigovodske vrednosti delnic PID-ov ter razne nepravilnosti pri upravljanju so samo še poglabljali nezaupanje javnosti do teh institucij.

Velikokrat je bilo že poudarjeno, da je v financah zaupanje ključnega pomena. Vendar se zdi, kot da se je država v tem primeru »požvižgala« na zaupanje investitorjev. Privatizacijska vrzel, ki je predstavljala enega glavnih problemov PID-ov, ni bila zapolnjena v rokih, ki jih je država obljubljala. DZU-ji so se res zavzemali za čim bolj kvalitetno premoženje za zapolnitev privatizacijske vrzeli, a jim je država večinoma namenila deleže v rudnikih, elektrarnah, itd. (Jašovič, 1999, str. 29-30). Kljub prizadevanjem za boljše premoženje so DZU-jem mnogi očitali, da so zaradi zakasnelega pokrivanja privatizacijske vrzeli nekako v miru pridobivali čas in tako koncentrirali lastniške strukture ter zmanjševali število malih delničarjev.

Očitkov, da je pidovska industrija nekak »privatizacijski spaček«, je bilo veliko. Prav tako so nekatere delničarje zmedla številna preoblikovanja PID-ov. PID-i so se namreč že pred dobrimi šestimi leti začeli preoblikovati v redne delniške družbe. Potem so se PID-i v

nekaterih DZU-jih združili. PID-i so se nato razdelili na polne in prazne PID-e. Kasneje se je v skladu z ZPSPID nominalna vrednost delnic PID-ov spremenila s 1.000 na 100 tolarjev. Nekateri polni PID-i so se razdelili na investicijsko družbo, holding in PID, drugi pa samo na PID in holding. Delničarji PID-ov so se tako povsem izgubili. Ni jim bilo več jasno, katere delnice imajo in koliko jih je (Hočevar, 2003). Dolgotrajnost postopkov preoblikovanj je za nekatere postala moteča in želja po dokončnem preoblikovanju PID-ov je vedno bolj naraščala. Zato ne preseneča naslednja izjava, ki pravi: »*Pidi so pač najboljša stvar za DZU-je in njihove lastnike. Zato bi bil čas, da jih uspavamo. Hitro in neboleče.*« (Toplak, 2001). Delničarji PID-ov so do teh institucij postajali vse bolj nezaupljivi. Vsaka nepravilnost je samo še povečala njihove želje, da PID-i enkrat za vselej postanejo le še »spomin iz preteklosti«. PID-e je bilo torej potrebno dokončno preoblikovati. Kako in v kaj so se preoblikovali, je predstavljeno v celotnem naslednjem poglavju.

2 PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB

Za PID-e je bilo že ob njihovem nastanku znano, da jih bo potrebno preoblikovati v institucije oziroma investicijske sklade, ki jih razvita tržna gospodarstva poznajo že leta. Tako je bilo preoblikovanje PID-ov predvideno že leta 1994 s prvim ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94), po katerem naj bi PID-i prenehali obstojati v začetku leta 2004. Že prva preoblikovanja oziroma statusne spremembe PID-ov so se začele v letu 1996 in se nadaljevale tudi v letih 1997, 1998. Nato je v mesecu juniju 1999 v veljavo stopil ZPSPID (Uradni list RS, št. 50/99), s katerim se je odprla možnost prenosa dela PID-ov na Prvi pokojninski sklad. S tem zakonom se je tudi rok preoblikovanja skrajšal skoraj za dve leti, to je do sredine leta 2002. PID-i naj bi se do tega roka uskladili z določbami ZISDU o investicijskih družbah ali pa se preoblikovali v finančni holding.

Konec leta 2002 pa je bil sprejet novi ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 110/02), katerega namen je bil predvsem dokončno urediti področje investicijskih skladov tako, da se prilagodimo določenim direktivam EU, ki se nanašajo na vzajemne sklade, investicijske družbe. Na področju preoblikovanja PID-ov pa je ponudil dodatno alternativo, to je možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemne sklade. Sprejetje novega ZISDU-1 je predvsem razveselilo tiste upravljalce PID-ov, ki so si že dalj časa želeli takšne možnosti preoblikovanja in so imeli svoje portfelje že prilagojene za preoblikovanje v vzajemni sklad. Glede na to, da je bila privatizacijska vrzel dokončno zapolnjena v začetku leta 2002, se je dokončni rok za preoblikovanje podaljšal do 31.12.2003. PID-i so tako pridobili še nekaj časa za preureditev portfeljev in uskladitev s pogoji, ki jih je za preoblikovanje določal zakon (Kovačič, 2002, str. 32-33).

V nadaljevanju so najprej predstavljene statusne spremembe PID-ov, nato preoblikovanje dela PID-ov v Prvi pokojninski sklad ter druge alternative preoblikovanj PID-ov. Na koncu tega poglavja je prikazanih še nekaj primerov preoblikovanj, ki dokazujejo oziroma potrjujejo zapletenost in dolgotrajnost teh procesov.

2.1 Statusne spremembe PID-ov v obdobju 1996-1998

Prva preoblikovanja PID-ov so se začela že kmalu po njihovem nastanku, to je v letih 1996-1998. Šlo je predvsem za reorganizacijo oziroma statusne spremembe PID-ov, ki pa še niso pomenile prenehanja njihovega obstoja, temveč je prihajalo le do različnih oblik združevanj in razdruževanj teh privatizacijskih posrednikov. Poleg teh reorganizacijskih sprememb se je v tem obdobju pet manjših PID-ov preoblikovalo v finančne holdinge (več o tem glej točko 2.3.4 na strani 25).

Prva vrsta statusnih sprememb so bile združitve, ki so se izvedle tako, da so se vsi PID-i določenega DZU-ja pripojili k enemu že obstoječemu PID-u[11]. Upravljalci so takšno ravnanje utemeljevali z dejstvi, da je upravljanje le enega PID-a veliko bolj racionalno kot upravljanje več PID-ov hkrati. Ta racionalnost naj bi se kazala že pri odločitvah za nakupe vrednostnih papirjev. DZU-ji so poskušali vedno kupovati najkvalitetnejše vrednostne papirje, seveda pa so vedno kupili vrednostne papirje različnih kvalitet. Ključni problem, ki se je pojavljal pri upravljanju, je bil, kateri PID naj kupuje določen »kvalitetnejši« papir. Poleg tega je bilo nemogoče razporediti popolnoma vse naložbe med vse PID-e znotraj enega DZU-ja, saj določenih naložb ni bilo racionalno deliti[12]. Nekaj primerov združevanj PID-ov je prikazanih v točki 2.4 na strani 27 in 28 (omenjena združevanja so bili prav prvi koraki na dolgi poti preoblikovanj PID-ov).

Druga vrsta preoblikovanj so bile pripojitve in sočasne razdružitve PID-ov v okviru enega DZU-ja. Vsi PID-i določenega DZU-ja so se pripojili k enemu PID-u, nato pa se je le-ta praviloma razdružil na dva dela, to je na prazni in polni PID (glej primer 3 na strani 28). Slednji je po razdružitvi predstavljal sklad, katerega lastninski certifikati so že bili zamenjani za lastniške deleže v podjetjih. Med svojimi sredstvi takšen PID ni imel več certifikatov, ampak le delnice in deleže podjetij. Na prazni PID pa se je po razdružitvi preneslo vse neizkoriščene lastninske certifikate. Delničarji razdruženega PID-a so dobili sorazmerni del delnic obeh PID-ov, to pomeni, da so postali tako lastniki polnega kot tudi praznega PID-a. Prednosti takšnega preoblikovanja oziroma ločitve investiranega od certifikatnega dela sta bili zavarovanje uspešnosti PID-a pred tveganjem glede kvalitete premoženja, namenjenega za neizkoriščene lastninske certifikate, ter možnost uvrstitve polnega PID-a v borzno kotacijo (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 259).

[11] Vprašanje, ki se tu pojavlja, je, zakaj so DZU-ji sploh ustanovili več PID-ov. Razlog za to je ZISDU, ki je ob ustanovitvi PID-a omejil velikost osnovnega kapitala na 10 milijard tolarjev.
[12] Z združitvijo pa so bili omenjeni problemi vsekakor odpravljeni.

2.2 Preoblikovanje dela PID-ov v Prvi pokojninski sklad

Na podlagi ZPSPID, ki je stopil v veljavo junija leta 1999, se je del sredstev praznih in polpraznih[13] PID-ov lahko preoblikoval v Prvi pokojninski sklad na račun zmanjšanja osnovnega kapitala omenjenih PID-ov. Delničarji PID-ov so imeli v roku štirih mesecev od uveljavitve zakona (to je do sredine novembra 1999) pravico izbrati, ali bodo obdržali delnice PID-ov ali pa jih bodo zamenjali za pokojninske bone. Za delničarje, ki niso uresničili pravice izbire, se je štelo, da želijo obdržati delnice PID-ov. Delničarjem, ki pa so izjavili, da bodo delnice zamenjali za pokojninske bone, so se z računa posameznega PID-a lastninski certifikati prenesli po nominalni vrednosti na ločen račun Prvega pokojninskega sklada[14]. Imetniki pokojninskih bonov so lahko le-te v roku treh let od uveljavitve ZPSPID zamenjali za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja Prvega pokojninskega sklada[15]. Na podlagi vseh teh zamenjav zavarovanci, ki dopolnijo šestdeset let starosti, pridobijo pravico do mesečne pokojninske rente (Jovanović, 2000, str. 25-27).

Rezultati tega preoblikovanja so bili presenetljivi: na podlagi odločitev delničarjev PID-ov se je v pokojninske bone zamenjalo le 5 odstotkov delnic PID-ov. Vzroki za tako nizek odstotek so bili naslednji (Zajec, 2000, str 25):

- Večidel slovenskega prebivalstva se takrat še ni tako močno zavedal, kako pomembno je pokojninsko varčevanje. Usmerjeni so bili bolj kratkoročno in večino prihodkov so porabili za tekočo potrošnjo.
- Za delničarje, ki niso uresničili pravice do izbire, se je po zakonu upoštevalo, da ne želijo zamenjati delnic PID-ov v pokojninske bone. Slovenski varčevalci so (bili) praviloma konzervativni pri spreminjanju svojih naložb ter pri drugih finančnih odločitvah. Ker pa navedeni zakon ni bil prilagojen vzorcu obnašanja delničarjev, je velika večina pasivnih delničarjev avtomatično obdržala delnice PID-ov.
- Država vse do izteka roka za zamenjavo (13.11.1999) ni sporočila, kakšno premoženje bo namenila Prvemu pokojninskemu skladu[16].
- Prepoved oglaševanja na podlagi tega zakona je onemogočila, da bi se delničarje lahko prepričalo, zakaj bi bilo dobro delnice PID-ov zamenjati za pokojninske bone. Poleg tega je bilo obveščanje pomanjkljivo, predstavitev pa preveč zapletena.
- K zelo nizkemu rezultatu preoblikovanja je prispevalo tudi dejstvo, da je bil zakon naravnan pretežno na starejšo populacijo.

Manj uspešnemu poskusu preoblikovanja PID-ov v Prvi pokojninski sklad pa so sledile še druge alternative preoblikovanj, ki so predstavljene v nadaljevanju diplomskega dela.

---

[13] Takšen PID je imel med sredstvi tako deleže in delnice podjetij kot tudi neizkoriščene lastninske certifikate.

[14] Prenesene lastninske certifikate Prvi pokojninski sklad kasneje zamenja za premoženje, ki je v upravljanju Slovenske razvojne družbe, in dodatno državno premoženje.

[15] Ob tej zamenjavi je zavarovanec pridobil pravico do enkratne vnaprejšnje davčne olajšave, ki je znašala 20 odstotkov.

[16] Kakovost premoženja je ključnega pomena za kasnejšo donosnost zavarovalnih polic Prvega pokojninskega sklada.

2.3 Alternative preoblikovanj PID-ov

Za PID-e torej ni bilo aktualno vprašanje, ali naj se preoblikujejo ali ne, temveč v kaj naj se preoblikujejo. Pojavljala so se tudi vprašanja, kako naj se preoblikovanja izvedejo ter kakšne so posledice (prednosti in slabosti) vztrajanja pri posameznih alternativah preoblikovanj. Mnenja so bila seveda različna, zato je prišlo do razhajanj v predlogih: vlada in ATVP sta podpirali predvsem preoblikovanje v investicijske družbe ter vzajemne sklade, medtem ko so bili nekateri DZU-ji bolj navdušeni nad preoblikovanjem v finančne holdinge. Možne alternative za preoblikovanje PID-ov so bile naslednje:

- preoblikovanje v vzajemne sklade (odprte investicijske sklade),
- preoblikovanje v investicijske družbe (zaprte investicijske sklade),
- preoblikovanje v redne delniške družbe oziroma finančne holdinge.

Naštete oblike niso bile izbrane samo zato, ker jih poznajo tudi v tujini, temveč zaradi narave naložb PID-ov, o katerih sem že govorila. Tudi po zapolnitvi privatizacijske vrzeli so PID-i imeli precej neustrezno sestavo naložb, saj so bili deleži naložb v netržne vrednostne papirje visoki. Zato se je preoblikovanje izvedlo tudi tako, da se je del PID-a (tržne naložbe) lahko preoblikoval v investicijsko družbo ali vzajemni sklad, preostali del (netržne naložbe) pa v finančni holding.

DZU-ji so na osnovi okvirov, ki jih je določal ZISDU (Uradni list RS, št. 6/94), in pa svoje investicijske politike že ob ustanovitvi PID-ov sprejeli določene načrte preoblikovanj. Tako so morali PID-i v prospekte, ki so bili izdani ob javnem zbiranju certifikatov, nazadnje tudi zapisati, v kaj naj bi se preoblikovali v prehodnem obdobju. G. Andrej Urbas[17] je na primer povedal, da so v DZU-ju, kjer je zaposlen, že v letu 1994 predvideli, da se bodo preoblikovali v redno delniško družbo. Tej logiki in usmeritvi so tudi sledili (Urbas, 2003). Seveda pa preoblikovanje PID-ov ni bilo odvisno samo od formalizmov, ki so bili zapisani v prospektih, temveč je postalo nujno tako zaradi naložb, ki so jih PID-i dobili v zameno za certifikate, kot tudi zaradi njihove prihodnje vloge v finančnem sistemu.

2.3.1 Skupščina delničarjev – prvi korak na poti preoblikovanja

V DZU-jih so v vseh teh letih aktivno potekali procesi združevanj, razdruževanj PID-ov, priprave na preoblikovanja ter preoblikovanja PID-ov. V upravah DZU-jev so zato pripravljali ustrezna gradiva za preoblikovanje. Izpolniti so morali določene osnovne kriterije, to je sklicati skupščino delničarjev[18], kjer so delničarji lahko uresničili svoje glasovalne pravice. Glasovali so lahko za preoblikovanje v investicijsko družbo, v finančni holding, možnost preoblikovanja v vzajemni sklad pa je uveljavil novi ZISDU-1.

[17] Direktor Aktive DZU d.o.o.

[18] Skupščina se praviloma skliče vsaj mesec dni pred dnem zasedanja skupščine. Delničarji, ki se želijo udeležiti skupščine, se morajo na skupščino prijaviti najkasneje tri dni pred njenim zasedanjem. Glasovalna pravica se uresničuje glede na nominalne zneske delnic. Lahko jo uresničuje delničar ali pooblaščenec, ki za to potrebuje pisno pooblastilo.

Na skupščini delničarjev je bilo potrebno izglasovati način preoblikovanja. Ločeno se je glasovalo o preoblikovanju PID-a v finančni holding, o razdružitvi PID-a v finančni holding in investicijsko družbo (za takšno preoblikovanje je bilo potrebno sprejeti najmanj ¾ večine na skupščini zastopanih delnic in kvalificirano kapitalsko večino); o uskladitvi PID-a z določbami o investicijski družbi ter o preoblikovanju oziroma o oddelitvi dela sredstev PID-a v vzajemni sklad - pri tem glasovanju je bila potrebna navadna večina na skupščini zastopanih delnic (Kovačič, 2002, str. 32).

Udeležba delničarjev PID-ov na skupščini je bila velikokrat nizka. Na skupščini delničarjev, kjer se je odločalo o preoblikovanju pooblaščene investicijske družbe ID KD d d. v redno investicijsko družbo KD ID d. d., je bilo zastopanega le 10,82 odstotka osnovnega kapitala. Prav tako nizko zastopstvo je bilo zabeleženo na skupščini delničarjev PID KD d. d., to je 16,15 odstotka osnovnega kapitala. Glede na dejstvo, da so upravljalci PID-ov edini imeli dostop do informacij lastnikov PID-ov, so lahko na skupščinah delničarjev brez kakršnih težav postali zastopnik oziroma pooblaščenec 70 odstotkov delničarjev posameznega PID-a, s tem pa so pridobili tudi nadzor pri upravljanju in preoblikovanju PID-ov (Gregorič, 2003, str. 141-142). Poleg tega se je v praksi tudi izkazalo, da večina delničarjev skladov glasuje tako, kot priporočajo njihovi upravljalci (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 270).

Po opravljeni seji skupščine delničarjev so DZU-ji morali na ATVP vložiti zahtevo za izdajo dovoljenja za preoblikovanje PID-a v skladu s sprejetimi skupščinskimi sklepi. Poleg zahteve so morali priložiti tudi različno dokumentacijo ter morebitne dopolnitve, ki jih je ATVP določila za posamezne PID-e. Zaradi določenih nepravilnosti, ki so se dogajale pred in po skupščini, ter površnosti in nepravilnosti vlog za preoblikovanje, je ATVP v večini primerov zahtevala popravke, preden je izdala dovoljenje za preoblikovanje. Pri tem je prišlo do obtoževanj, da je ATVP preveč birokratska, da zavlačuje z odločbami ter s tem zavira postopke preoblikovanj PID-ov. Na ATVP so seveda pojasnili, da zaradi površnosti DZU-jev in pomanjkljive dokumentacije ne morejo izdajati soglasij (Toplak, 2001b).

Veliko PID-ov se je delno ali v celoti preoblikovalo v finančne holdinge. Prav zaradi tega so se pojavljala vprašanja, ali ATVP nalašč zavira takšna preoblikovanja, ker noče spustiti PID-ov izpod svojega okrilja. Na ATVP so očitkom ugovarjali, da so za rešitev vsake vloge potrebovali veliko časa, saj so bili postopki dolgotrajni. Pred preoblikovanjem PID-a v finančni holding pa so morali poslovanje le-tega tudi natančno pregledati, saj potem nadzor ne bi bil več mogoč. Očitkov ter obtoževanj glede zakasnelega preoblikovanja PID-ov je bilo veliko, DZU-ji in država so kazali s prstom drug na drugega, seveda so breme vsega tega na koncu nosili certifikatni delničarji (Toplak, 2001a) .

2.3.2 Preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade

Ta način preoblikovanja PID-ov je z vidika delničarjev vsekakor najbolj zaželen. Najpomembnejša stvar pri preoblikovanju PID-ov v vzajemne sklade je zagotovo odprava

popusta oziroma diskonta. Pride namreč do odprave razlike med tržno ceno delnic in njihovo čisto vrednostjo sredstev. To pomeni, da se delnice odkupujejo po dnevno neto ceni sredstev[19]. Naslednja pomembna prednost preoblikovanja PID-ov v vzajemne sklade je povečanje likvidnosti naložb. Vzajemni sklad je zbir premoženja, kamor kapital lahko neomejeno priteka in odteka. To pomeni, da vzajemni sklad neprestano izdaja oziroma prodaja svoje delnice in jih je v vsakem trenutku pripravljen odkupiti od delničarjev, ki jih želijo prodati. Prav visoka likvidnost teh naložb delničarjem omogoča, da v primeru slabe donosnosti naložbe v vzajemni sklad ali slabega upravljanja brez težav lahko takoj izstopijo iz vzajemnega sklada, s tem pa najbolj učinkovito in neposredno vplivajo na upravljalce.

Poleg prednosti, ki jih prinaša preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade, se je treba zavedati tudi določenih slabosti oziroma ovir. Ena največjih ovir pri tem načinu preoblikovanja je zagotovo upravljalec PID-a. Razlog za nasprotovanje takšnemu preoblikovanju je v nagrajevanju upravljalca, ker provizija za upravljanje PID-a temelji na odstotkih njegovega celotnega premoženja. Preoblikovanje zaprtega investicijskega sklada v odprti investicijski sklad je velikokrat povezano z zmanjšanjem vrednosti premoženja, saj se posamezni vlagatelji oziroma delničarji odločijo za odprodajo svojih delnic. Zaradi tega se obseg premoženja vzajemnega sklada zmanjša, s tem pa se avtomatično zmanjša tudi provizija upravljalca vzajemnega sklada (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 267-268).

Naslednjo nevarnost predstavljajo zlorabe ob unovčenju delnic po čisti vrednosti sredstev. Določen delež delnic PID-ov je bil namreč v lasti njihovih upravljalcev. Ob morebitnem preoblikovanju v vzajemni sklad obstaja možnost, da bi upravljalci unovčili svoje delnice pred drugimi delničarji, in to po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične vrednosti in je praviloma najvišja. Lahko bi prišlo do hitrega unovčenja delnic s strani upravljalca, kar bi povzročilo prodajanje najprej dobrih naložb vzajemnega sklada, to pa bi posledično zniževalo čiste vrednosti sredstev za preostale delničarje.

Nasprotniki takšnega preoblikovanja so navajali argumente, da bo takoj po izvedenem preoblikovanju prišlo do množičnih izplačil, ker bo veliko malih vlagateljev želelo izstopiti. Pojavljalo se je vprašanje, ali bodo upravljalci teh na novo oblikovanih vzajemnih skladov sposobni redno izplačevati vlagatelje, ki bi želeli unovčiti svoje kupone. Takšen naval vlagateljev bi lahko posledično »omajal« kapitalski trg, saj bi morali premoženje intenzivneje prodajati in cene delnic bi močno padle (Mramor, 2000, str. 436).

Pred valom prodaj oziroma začetnimi pritiski na unovčenje kuponov se vzajemni skladi lahko zaščitijo s posebno kazensko provizijo. ZISDU-1 določa, da je v primeru preoblikovanja PID-a v vzajemni sklad DZU, ki upravlja tako nastali vzajemni sklad, vsem imetnikom kuponov, ki želijo biti izplačani, dolžna obračunati posebno izstopno provizijo v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada. V prvem letu od preoblikovanja le-ta znaša od 0 do 20

[19] To je razlika med vrednostjo sredstev vzajemnega sklada in vsemi obveznostmi do virov, deljena s številom delnic oziroma kuponov.

odstotkov, v drugem letu pa od 0 do 10 odstotkov od vrednosti enote vzajemnega sklada (ZISDU-1, 2002). Tako izračunana izstopna provizija ostane v vzajemnem skladu, kjer predstavlja sestavni del sredstev vzajemnega sklada ter neposredno povečuje vrednost enote premoženja tistim vlagateljem, ki ostajajo.

Oviro preoblikovanju PID-ov v vzajemne sklade je predstavljal tudi visok delež netržnih naložb med vsemi naložbami PID-ov. Eden izmed pogojev preoblikovanja v vzajemni sklad je namreč, da je v PID-u ali v njegovem delu, ki se preoblikuje, vsaj 90 odstotkov tržnih naložb. Glede na visok delež netržnih naložb PID-ov (glej tabelo 2 na strani 7) ne preseneča dejstvo, da se je do danes iz PID-a preoblikoval le en vzajemni sklad, Primus. Po stanju na dan 31.12.1999 je od vseh 46-ih PID-ov edino PID Pomurska investicijska družba 1, d. d.[20], dosegal preko 60 odstotkov tržnih naložb med vsemi naložbami. Delež tržnih naložb v tem PID-u je bil največji tudi na dan 30.10.2003, in sicer delež tržnih naložb je znašal kar 87,9 odstotka (Špacapan, Senekovič, Tancer, 2003, str. 23).

Kot sem že prej omenila, upravljalci praviloma ne podpirajo preoblikovanje zaprtega investicijskega sklada (v našem primeru je to PID) v odprti investicijski sklad (vzajemni sklad). Razlogi za to naj bi bili naslednji (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 268-269):

- Zmanjševanje vlagateljev oziroma množično izstopanje delničarjev iz vzajemnega sklada zahteva od upravljalca, da proda delnice iz svojega sklada. To bi po vsej verjetnosti povzročilo presežno ponudbo vrednostnih papirjev, kar bi lahko povzročilo splošen padec cen vrednostnih papirjev na borzi, s tem pa tudi nižjo vrednost sredstev vzajemnega sklada. To pomeni povečanje stroškov za upravljanje na enoto premoženja, zaradi česar se zmanjšajo tudi prihodki delničarjev.
- Za morebitne odkupe delnic v primeru preoblikovanja je nujno potrebno oblikovati presežne denarne rezerve, kar pa vzajemnemu skladu lahko prepreči, da bi naložbe oblikoval najbolj optimalno.
- Vlaganja v manj likvidne naložbe lahko postanejo nevarna, saj lahko pride do situacije, ko mora vzajemni sklad zaradi velikih potreb po odkupu delnic manj likvidne vrednostne papirje prodati zelo hitro in po neugodni ceni.
- Povečajo se tudi stroški zaradi nastanka stroškov preknjižbe, saj so delnice zaprtih investicijskih skladov običajno knjižene na brokerja, medtem ko so v vzajemnih skladih le-te knjižene na ime lastnika. Poleg tega se pojavijo tudi nekateri dodatni stroški v zvezi s preoblikovanjem (npr. stroški prospekta). Vsi ti navedeni stroški pa zmanjšujejo uspešnost vzajemnega sklada.
- Naslednji razlog, ki ga upravljalci navajajo, je, da se pri odprtem investicijskem skladu donosnost »zdi« nižja oziroma manj privlačna kot pri zaprtem investicijskem skladu. Opisala bom primer zaprtega investicijskega sklada, katerega delnica se prodaja po 1.000 tolarjev, njegova neto sedanja vrednost pa znaša 1.200 tolarjev. Izplačana dividenda, ki znaša 80 tolarjev na delnico, prinaša investitorju dividendno

[20] Posebni uravnoteženi vzajemni sklad Primus je nastal iz PID-a Pomurska investicijska družba 1, d. d. Več o tem glej stran 29.

donosnost v višini 8 odstotkov. V primeru vzajemnega sklada bi se delnice prodajale po ceni 1.200 tolarjev in bi izplačana dividenda v znesku 80 tolarjev »pomenila le« 6,7 odstotno dividendno donosnost.

- Vlaganje v odprte investicijske sklade je za nekatere institucionalne investitorje nesprejemljivo zaradi vstopnih in izstopnih provizij.

Poudariti moram, da so zgoraj omenjene trditve, ki jih upravljalci navajajo proti preoblikovanju zaprtega investicijskega sklada v odprti investicijski sklad, dokaj prepričljive. Vendar preseneča dejstvo, da ne omenjajo možnega znižanja upravljalske provizije, ki jo zaslužijo z upravljanjem premoženja, zaradi navala odprodaje delnic v preoblikovanem vzajemnem skladu. Naj na tem mestu povzamem misli prof. dr. Mramorja, ki pravi, da ni lepšega kot vlagatelje »zakleniti« v PID ali kakšno drugo obliko, da nekateri potem lahko delajo po svoje in (Toplak, 2000, str. 2):

1. so dobro nagrajeni, tudi če nič ne delajo, ker so plačani v odstotkih na sredstva, ki jih upravljajo;
2. ni nevarnosti, da bi jim kdo »pobegnil«, kar je mogoče pri vzajemnih skladih;
3. imajo družbe oziroma upravljalci preko udeležb in povezav velik vpliv na preostalo gospodarstvo.

Pri vsem tem ne gre spregledati zelo pomembnega dejstva, da delničarji v PID-e niso vplačali denarja, temveč so vanje vložili podarjene certifikate. Mali delničarji torej niso vlagali svojih certifikatov v PID-e zaradi njihovih posebnosti kot zaprtih investicijskih skladov, temveč je bila takšna oblika investicijskih skladov edina možnost v procesu lastninskega preoblikovanja (Zajec, 2000, str. 72-73). Glede na to, da so bili certifikati podarjeni in da je velika večina malih delničarjev čakala na trenutek, ko bo lahko podarjene delnice prodala, je preoblikovanje PID-a v vzajemni sklad predvsem zaradi enostavnejšega izhoda ter višje vrednosti delnice oziroma kupona še toliko bolj zanimivo.

2.3.3 Preoblikovanje PID-ov v investicijske družbe

Preoblikovanje PID-ov v prave investicijske družbe se je sprva zdela najbolj logična oziroma enostavna rešitev, saj bi PID-i morali poskrbeti samo za uskladitev naložb z zakonskimi določili. Seveda se je izkazalo, da tudi to ni tako enostavno. Kljub temu, da so omejitve naložb za investicijsko družbo nekoliko manj stroge kot za vzajemni sklad (prejšnji zakon je za investicijske družbe zahteval vsaj 60 odstotkov tržnih naložb med vsemi naložbami, po novem pa ZISDU-1 določa, da mora imeti investicijska družba 80 odstotkov tržnih naložb oziroma ima lahko največ 20 odstotkov vseh naložb v vrednostnih papirjih, ki ne kotirajo na borzi), se PID-i z njihovo sestavo niso mogli v celoti preoblikovati v investicijske družbe. Visok delež netržnih naložb je bil tako osnovni razlog, da se je le del nekaterih PID-ov preoblikoval v investicijsko družbo.

Za zaprte investicijske sklade oziroma investicijske družbe je značilno, da imajo investitorji možnost izhoda le preko trga vrednostnih papirjev, kjer lahko prodajo delnice teh skladov. Delnice investicijskih družb praviloma kotirajo z diskontom na čisto vrednost sredstev in le izjemoma s premijo. Razlog za to je predvsem v manjši likvidnosti takih delnic ter v stroških prodaje (borzne in posredniške provizije) na finančnem trgu. Delnice zaprtih investicijskih skladov se v primarni izdaji zaradi pokrivanja ustanovitvenih in drugih stroškov običajno prodajajo s premijo na nominalno vrednost, zato investicijski svetovalci malim investitorjem oziroma vlagateljem odsvetujejo takšne nakupe. So pa lahko delnice zaprtih investicijskih skladov zanimiva naložba na sekundarnem trgu, še posebno v primeru, ko so diskonti na čisto vrednost relativno visoki zaradi podcenjenosti (Jašovič, 1999, str. 30-31).

V tujini so investicijske družbe zelo priljubljene in delnice tovrstnih družb kotirajo praktično na vseh razvitih kapitalskih trgih. Seveda je obseg naložb v investicijske družbe veliko manjši kot v vzajemne sklade. Razlog je vsekakor v tveganju, saj je tveganje investiranja v investicijsko družbo večje od tveganja pri investiranju v vzajemni sklad z enako sestavo premoženja. Zato ne preseneča dejstvo, da v investicijske družbe vlagajo predvsem investitorji, katerih dohodki ter celotna finančna sredstva so višja od investitorjev v vzajemne sklade. Značilno je torej, da v investicijske družbe vlagajo predvsem tisti investitorji, ki so bolj premožni ter veliko lažje prenesejo večje tveganje. Če citiram prof. dr. Mramorja, ki pravi: »Investicijske družbe so v zahodnih državah namenjeni predvsem najbogatejšim ljudem, ki lahko neposredno nadzirajo upravljalce, pri nas pa so njihovi delničarji povprečni ljudje.« (Mramor, 2002, str. 13).

Potrebno se je vprašati, za koga je torej koristno preoblikovanje PID-ov v investicijske družbe. Slovenski delničarji, ki so v PID-e vložili podarjene certifikate, praviloma tudi niso zaupljivi do teh skladov. Večje tveganje, nižja likvidnost naložb ter nekaj odstotni diskonti, po katerih se trguje z delnicami investicijskih družb, ne predstavljajo ravno prednosti za malega vlagatelja v primerjavi z vzajemnimi skladi. Vendar obstajajo tudi vlagatelji, ki so za ceno višje donosnosti pripravljeni sprejeti večje tveganje. Ker pa nadzor nad tovrstnimi družbami še vedno opravlja ATVP, to za vlagatelje vsekakor predstavlja dodatno varnost naložbenih sredstev.

Prvi primer preoblikovanja PID-a v investicijsko družbo je NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD, pooblaščena investicijska družba d. d.[21] (v nadaljevanju PID NFD 1). 11.1.2002 je PID NFD 1 predložil vlogo ATVP za ugotovitev uskladitve z določbami o investicijskih družbah, ki jih je predpisoval tedanji veljavni zakon ZISDU. Dne 9.4.2002 je PID NFD 1 prejel odločbo

[21] PID NFD 1 je bil vpisan v sodni register 11.6.1998. Nastal je s pripojitvijo pooblaščenih investicijskih družb Štajerski investicijski sklad d. d., Gorenjski investicijski sklad d. d., Dolenjski investicijski sklad d. d. in Adriatic investicijski sklad d. d. k družbi Prvi investicijski sklad d. d. Nato se je le-ta razdružila na PID NFD 1 in PID NFD 2, kjer so vsi delničarji zgoraj navedenih PID-ov postali delničarji na novo ustanovljenih družb. V PID NFD 1 so se prenesle realne naložbe v delnice in deleže podjetij (kot se že omenila, se je v letu 2002 preoblikoval v investicijsko družbo), medtem ko so se v PID NFD 2 prenesli neizkoriščeni lastninski certifikati. Konec leta 2003 se je preoblikoval tudi PID NFD 2, in sicer iz PID NFD 2 je nastala NFD HOLDING, finančna družba d. d.

ATVP, ki je določala, da se je PID NFD 1 uskladil z določbami ZISDU o investicijskih družbah. Tako se je PID NFD 1 dne 11.7.2002 formalno pravno, to je z vpisom v sodni register preoblikoval iz PID-a v investicijsko družbo NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD, investicijska družba d. d., in od takrat naprej posluje kot redna investicijska družba. Takšna smer razvoja je bila nakazana že v prospektih za javno prodajo delnic ob ustanovitvi pravnih prednikov PID-a NFD 1 in v prospektu ob uvrstitvi delnic PID-a NFD 1 na borzo v letu 1998.

Do konca leta 2002 so se kot investicijske družbe registrirale še: Infond ID, Triglav Steber 1 in ID KD. Ti PID-i so torej prestrukturirali svoje portfelje v tolikšni meri, da so ustrezali kriterijem za preoblikovanje v investicijske družbe. Tako so imele nove investicijske družbe približno 63 odstotkov sredstev investiranih v podjetja, katerih delnice so kotirale na organiziranem trgu, medtem ko so imeli še nepreoblikovani PID-i v povprečju dobrih 30 odstotkov tržnih naložb med vsemi naložbami (glej tabelo 2 na strani 7). Trg je to preoblikovanje ocenil kot pozitivno, saj je bil povprečen diskont tržne vrednosti glede na knjigovodsko vrednost 58 odstotkov v nepreoblikovanih PID-ih in 32 odstotkov v investicijskih družbah (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 119).

V letu 2003 se je preoblikovanje PID-ov v investicijske družbe nadaljevalo. Poleg zgoraj naštetih investicijskih družb je iz PID-ov nastalo še šest investicijskih družb: ID Maksima, Modra Linija, Krona Senior, Vipa invest, Zlata moneta 1, Zvon Ena ID. Na dan 31.5.2004 je na prostem trgu Ljubljanske borze kotiralo deset delnic investicijskih družb[22], ki morajo do dokončne uskladitve z določbami ZISDU-1 nositi oznako »posebna« investicijska družba. Vendar trenutna oblika kotirajočih investicijskih družb še ni končna postaja na njihovi dolgi poti preobrazbe. Na koncu se bodo namreč morale preoblikovati v vzajemne sklade. Več o tem v točki 2.3.3.1.

2.3.3.1 Preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade

ZISDU-1 je, poleg mnogih novosti na področju investicijskih skladov, odprl tudi možnost preoblikovanja investicijskih družb v vzajemne sklade. Investicijska družba se mora najkasneje v roku štirih let od datuma prejema odločbe ATVP[23] preoblikovati v vzajemni sklad. Ne glede na zgornjo določbo se investicijski družbi ni potrebno preoblikovati v vzajemni sklad, če delničarji investicijske družbe na skupščini s ¾ večino vsega kapitala sprejmejo sklep, da se investicijska družba ne preoblikuje v vzajemni sklad (ZISDU-1, 2002).

DZU-ji nad tem niso bili najbolj navdušeni, saj imajo vlagatelji v primeru preoblikovanja investicijske družbe v vzajemni sklad neposreden nadzor nad upravljalci sklada. Ob slabem upravljanju vzajemnega sklada se lahko zaradi izstopov premoženje sklada zmanjša. To pa pomeni za upravljalce nižje prihodke od provizij. Pri investicijski družbi tega učinka ni, saj se

[22] Glej tabelo 3 na strani 24.
[23] ATVP v primeru usklajenosti poslovanja investicijske družbe z določbami ZISDU-1 izda odločbo o opravljeni uskladitvi.

ob prodaji spremeni le sestava vlagateljev, medtem ko obseg premoženja ostaja enak. Nedvomno je takšno preoblikovanje za vlagatelje pozitivno, za upravljalce pa je lahko glede na donose pozitivno ali negativno.

Takšna možnost preoblikovanja je seveda prednost za malega delničarja investicijske družbe in je zanimiva zlasti zaradi razlike med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice investicijske družbe. Knjigovodske vrednosti delnic investicijskih družb so trenutno od 15 do 34 odstotkov nad tržno vrednostjo. Ob preoblikovanju investicijske družbe v vzajemni sklad bi se tržna vrednost izenačila s knjigovodsko vrednostjo. Posledično bi lahko lastnik delnic investicijske družbe ustvaril donos v vrednosti razlike med cenama (Grahek, Gostiša, 2004, str. 33). Možni donosi ob preoblikovanju investicijskih družb v vzajemne sklade so prikazani v tabeli 3.

Tabela 3*: Možni donosi ob preoblikovanju investicijskih družb v vzajemne sklade*

Investicijska Družba	*Enotni tečaj* (v SIT)*	*Knjigovodska vrednost (v SIT)*	*Pričakovana donosnost v primeru preoblikovanja (v %)*
KD ID	203	272	33,99
Id Krona Senior	145	189	30,34
Id Zlata moneta 1	252	326	29,36
Id Zvon Ena	2.677	3.456	29,10
Id Infond	2.649	3.382	27,67
Id Maksima	2.474	3.140	26,92
Id Vipa Invest	1.952	2.429	24,44
Id Modra linija	254	307	20,87
Id NFD 1	311	372	19,61
Id Triglav Steber 1	342	402	17,54

* Opomba: Enotni tečaji investicijskih družb se nanašajo na dan 31.5.2004.
Vir: Zorman, 2004, str. 17.

Poleg omenjenih koristi oziroma prednosti za vlagatelja, ki jih prinaša preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade, je potrebno opozoriti na nekatere ovire (Zorman, 2004, str. 17):

- Nekateri DZU-ji so vložili zahtevo za presojo ustavnosti nekaterih členov ZISDU-1, kar lahko povzroči, da se nekatere investicijske družbe ne bodo preoblikovale v vzajemne sklade.
- DZU lahko zaračuna lastniku delnic preoblikovane investicijske družbe »kazensko« izstopno provizijo, če proda tako pridobljene točke prej kot v dveh letih (kot sem že omenila, v prvem letu znaša do 20 odstotkov, v drugem letu pa do 10 odstotkov).
- Pomembno je, kdaj se bo investicijska družba preoblikovala v vzajemni sklad, saj se s tem pojavijo oportunitetni stroški.

- Pojavlja se tudi vprašanje, ali bo DZU, ki bo takšen vzajemni sklad upravljal (kljub diskontu, ki ga trenutno ponuja razlika med tržno in knjigovodsko vrednostjo), dosegel slabše rezultate kot konkurenčen DZU.
- Obstaja tudi tveganje padca knjigovodske vrednosti proti tržni vrednosti investicijske družbe. Le-ta je posledica znižanja enotnih tečajev vrednostnih papirjev v portfelju investicijske družbe in zapoznelega odziva trga na tržno vrednost te družbe.

2.3.4 Preoblikovanje PID-ov v finančne holdinge

PID-i so se lahko preoblikovali tudi v redno delniško družbo oziroma finančni holding, kar pomeni, da takšna družba ni več vezana na določbe ZISDU in zanjo tako kot za vse gospodarske družbe veljajo splošna pravila gospodarskega prava. Tovrstno preoblikovanje je bilo prav eno od prvih preoblikovanj PID-ov, in sicer v letu 1997 se je pet manjših PID-ov[24] v celoti preoblikovalo v finančne holdinge. Ker pa je v teh primerih prišlo tudi do okoriščanja DZU-jev na račun delničarjev PID-ov, je ATVP v začetku leta 1998 izdala začasen moratorij za preoblikovanje PID-ov v finančne holdinge. V letu 1999 je bilo z uveljavitvijo ZPSPID tovrstno preoblikovanje zopet omogočeno. Večina PID-ov se je razdružila in v delu netržnih naložb so se preoblikovali v finančne holdinge, medtem ko so se nekateri manjši PID-i v celoti preoblikovali v finančne holdinge.

Finančni holdingi se ukvarjajo z obvladovanjem oziroma upravljanjem podjetij, bolj natančno z upravljanjem, reorganizacijo ter rekonstrukcijo podjetij poskušajo povečevati njihovo vrednost. To je tudi tista ključna značilnost, ki loči tovrstne institucije od investicijskih skladov. Poleg tega je potrebno poudariti, da je tudi nagrajevanje za takšno delo lahko različno kot v investicijskih skladih: pričakovana korist oziroma nagrada od upravljanja podjetij je neprimerno višja od upravljalske provizije, saj je za tovrstno upravljanje podjetij potrebnega več ukvarjanja s podjetji. Z uspešnim vladanjem naj bi se povečevala tudi vrednost premoženja delničarjev finančnih holdingov, tako »naj bi bili« na boljšem tudi delničarji PID-ov, ki so se odločili za takšno preoblikovanje (Jašovič, 1999, str. 30).

Vendar je z vidika delničarja takšno preoblikovanje najmanj zaželeno, saj sta prav varnost delničarjev ter naraščanje vrednosti njihovega premoženja nekoliko vprašljivi. Finančni holding praviloma ne sodi pod nadzor ATVP in zanj določila ZISDU ne veljajo. Poleg tega imajo delničarji slab nadzor nad upravo finančnega holdinga. Ne glede na to, da preoblikovanje PID-ov v finančne holdinge predstavlja manjšo varnost za delničarje, se je velik del PID-ov preoblikoval prav v to obliko. K temu so veliko pripomogli predolgo zapolnjevanje privatizacijske vrzeli, slaba kakovost delnic, ki so tvorile portfelja PID-ov, ter interesi nekaterih upravljalcev. Da bi le-ti lahko izvedli takšno preoblikovanje ter se s tem

[24] Prvi PID-i, ki so se preoblikovali v finančne holdinge, so bili: Capinvest 1, d. d.; Zlati medaljon, d. d.; Kompas sklad 3, d. d.; Aktiva Avant 3, d. d. ter Dadas 1,d. d..

izognili nadzoru, priča dejstvo, da so tržne naložbe celo spreminjali v netržne naložbe (Gantar, 2003).

Nevarnost pri takšnem preoblikovanju predstavlja tudi lastniška koncentracija holdingov, ki lahko poteka v škodo slabo informiranih investitorjev (nekdanjih delničarjev PID-ov). Ravno bojazen, da se bodo holdinške naložbe zožile na nekaj podjetij, da se bo lastništvo holdingov skoncentriralo v rokah strateških lastnikov[25], je v letu 1998 veliko prispevala k začasnemu odlogu preoblikovanja PID-ov v finančne holdinge. Koncentracija lastništva holdinga v rokah enega večjega lastnika ima pogosto za posledico tudi nezavidljiv položaj malih delničarjev, ki bi želeli prodati svoje delnice, saj tržne cene v takih primerih običajno padejo (Jašovič, 1999, str. 30).

Interesi določene skupine ljudi, ki so v procesu preoblikovanja hoteli veliko pridobiti, so bili tako močni, da se je zelo velik delež PID-ov preoblikoval prav v finančne holdinge. S tem pa so preprečili preoblikovanje PID-ov, ki bi delničarjem omogočilo dolgoročno rast njihovega premoženja oziroma varnost za pokojnino. Poleg tega so finančni holdingi pod zelo slabim nadzorom: delničarji jih večinoma ne nadzorujejo, ATVP ne more nadzirati vseh transakcij, komercialna revizija pa ima prav tako omejene možnosti nadzora. Oslabljen nadzor pa vsekakor dopušča, da se premoženje seli iz rok delničarjev v roke upravljalcev (Mramor, 2002, str. 13).

Na podlagi zgoraj navedenih dilem so na ministrstvu za finance pripravili predlog Zakona o pravnih naslednicah PID-ov, na osnovi katerega bi finančni holdingi lahko postali preglednejši in prijaznejši tako do malih delničarjev kot do finančnega sistema. Predlog zakona pravi, da bodo morali vsi finančni holdingi, ki so nastali iz PID-ov, postati javne družbe (javni finančni holdingi). Poleg tega jim predlog zakona nalaga, da znižajo svoje tržno premoženje in dodatna likvidna sredstva ali pa je nujna oddelitev tega premoženja v novo investicijsko družbo[26], ki se bo morala preoblikovati v vzajemni sklad[27]. Predlog zakona med drugim tudi določa, da mora delničar družbe, ki ima na dan uveljavitve tega zakona v lasti takšen delež, ki mu zagotavlja najmanj 15 odstotkov glasovalnih pravic, v letu dni od uveljavitve zakona bodisi dati ponudbo za odkup vseh delnic bodisi ustrezno zmanjšati svoje število delnic (Toplak, 2004, str. 4).

V predlogu je določen tudi nadzor nad pravnimi naslednicami PID-ov. Nadzor nad finančnimi holdingi tako izvaja ATVP, ki ima pravico zahtevati poročila in informacije oziroma lahko opravi pregled poslovanja tudi pri osebah, ki so povezane z posameznim finančnim holdingom. Če le-ta ne ravna v skladu z odredbo o odpravi kršitev, če ponavljajoče krši

[25] Dovolj velik lastniški delež jim poleg vzvodov obvladovanja povečuje tudi korist od uspešnega upravljanja.
[26] Izjeme bodo le v primeru, če bo finančni holding pravočasno in pravilno zmanjšal tržne naložbe, če povprečna vrednost tržnega premoženja ne dosega 20 milijonov tolarjev ali če delničarji na seji skupščine sprejmejo sklep o umiku delnic z organiziranega trga.
[27] Preoblikovanje nove investicijske družbe v vzajemni sklad se mora zgoditi najpozneje v šestih mesecih od vpisa te investicijske družbe v register.

dolžnost pravilnega poročanja ali če ovira nadzor, ATVP lahko izda odločbo o izredni upravi ali pa naloži nadzornemu svetu odpoklic članov uprave družbe (Toplak, 2004a, str. 2). Skratka vse določbe, ki so zajete v tem predlogu, naj bi poskušale rešiti nekatere nezaželene posledice naslednikov PID-ov oziroma finančnih holdingov.

2.4 Primeri preoblikovanj PID-ov

Zaradi velikega števila PID-ov[28] ter večkratnih preoblikovanj le-teh ne bom prikazala vseh, temveč bom predstavila štiri primere preoblikovanj PID-ov od njihovega nastanka do zaključka preoblikovanja.

Primer 1

KBM Infond DZU je (za namen zbiranja lastninskih certifikatov) ustanovila štiri PID-e: PID Infond Stolp, PID Infond Center, PID Infond Areh ter PID Infond Zlat. V letu 1997 so se prvi trije PID-i pridružili oziroma pripojili PID-u Infond Zlat.

PID Infond Zlat se je nato v letu 2002 razdelil na tri nove družbe:

1. Infond Holding (50 %[29]),
2. Infond ID (24 %),
3. *Infond PID* (26 %).

Nazadnje je bil za *Infond PID* na skupščini dne 24.11.2003 sprejet sklep, da se le-ta razdeli na dve novi družbi:

1. Infond Holding 1 (43 %),
2. Infond ID 1 (57 %).

Primer 2

Kmečka DZU (danes KD Investments d. d.) je v času privatizacije ustanovila štiri PID-e: PID Kmečki sklad 1, PID Kmečki sklad 2, PID Kmečki sklad 3, PID Kmečki sklad 4. V drugi polovici leta 1998 je Kmečka DZU pripojila PID-e Kmečki sklad 2, 3 in 4 h Kmečkemu skladu 1 ter ga preimenovala v PID Kmečka družba.

PID Kmečka družba se je v začetku leta 2001 na podlagi skupščinskega sklepa ter skladno z zahtevami ZPSPID razdelila na tri nove družbe:

1. Kmečka družba Holding oziroma KD holding (34,2 %),
2. ID Kmečka družba oziroma ID KD (32 %),
3. *PID Kmečka družba* oziroma *PID KD* (33,8 %).

[28] Na začetku je v Sloveniji poslovalo 72 PID-ov, vendar se je kasneje število le-teh počasi zmanjševalo zaradi številnih preoblikovanj.
[29] Odstotek v oklepaju prikazuje, kolikšen delež stare družbe se je preoblikoval v novo družbo.

PID KD se je nato v letu 2003 preoblikoval v finančni holding KD Naložbe, ki je bil 24.10.2003 vpisan v sodni register. KD Naložbe je (kakor tudi ID KD ter KD Holding) univerzalni pravni naslednik PID-a Kmečka družba.

Primer 3

Triglav DZU je ustanovil sedem PID-ov. V prvi polovici leta 1998 se je vseh sedem PID-ov združilo, nato pa je prišlo do razdružitve na dva nova PID-a:

1. PID Triglav Steber I[30],
2. PID Triglav Steber II[31].

V letu 2002 se je PID Triglav Steber I v celoti preoblikoval v ID Triglav Steber I, medtem ko se je PID Triglav Steber II na začetku leta 2003 razdelil na dve novi družbi:

1. Triglav finančna družba (32,5 %),
2. *Triglav Steber PID* (67,5 %).

Triglav Steber PID se je 2.4.2004 v celoti preoblikoval v finančni holding Triglav Naložbe.

Primer 4

Krekova družba DZU je ustanovila tri PID-e: PID Zvon, PID Klas ter PID Skala. Leta 1998 sta se PID Klas in PID Zvon pripojila PID-u Skala, le-ta pa se je razdružil na dva nova PID-a:

1. PID Zvon Ena,
2. *PID Zvon Dva*.

PID Zvon Ena se je v letu 2003 preoblikoval tako, da sta nastali dve novi družbi:

1. Zvon Ena Holding (83,5 %),
2. Zvon Ena ID (16,5 %).

PID Zvon Dva pa se je v celoti preoblikoval v Zvon Dva Holding.

Poleg zgoraj navedenih primerov moram poudariti, da je dovoljenje ATVP za preoblikovanje dobila večina PID-ov. Le trije PID-i niso oddali vloge za preoblikovanje do predpisanega roka (31.12.2003), zato le-ti niso dobili dovoljenja za preoblikovanje. Zaradi tega je ATVP upravljanje teh PID-ov v skladu s 35. členom ZPSPID prenesla na druge upravljalce. Omenjenega dovoljenja za preoblikovanje namreč niso dobili le Mercata PID in Mercata 1 PID, ki ju je upravljala Intara DZU, ter PID Maksima, ki ga je upravljala LB Maksima. Intara DZU ter LB Maksima sta tako izgubili dovoljenje za upravljanje zgoraj omenjenih PID-ov, s tem pa tudi pravico do upravljalske provizije. Mercata PID je prešel v upravljanje Pomurske DZU, Mercata 1 PID je bil prenesen v upravljanje Triglav DZU, medtem ko je PID Maksima prešel v upravljanje Nacionalne finančne družbe.

[30] Na PID Triglav Steber I - polni PID - so se prenesle realne naložbe v delnice in deleže podjetij.
[31] Na PID Triglav Steber II - prazni PID - so se prenesli vsi neizkoriščeni lastninski certifikati.

Iz navedenih primerov preoblikovanj je prav tako razvidno, da se je velik delež PID-ov preoblikoval prav v finančne holdinge. V točki 2.3.4 sem že omenila, da je do tega prišlo tudi zaradi določenih interesov. Tako ni mogoče prav vseh izgovorov za takšna preoblikovanja iskati samo v slabem premoženju PID-ov ter zakasneli zapolnitvi privatizacijske luknje. Povedano drugače, preoblikovanje PID-ov je bilo področje interesnih konfliktov. V postopku preoblikovanja je država želela zaščititi predvsem male vlagatelje, medtem ko so nekateri upravljalci PID-ov želeli s preoblikovanjem pridobiti čim večjo avtonomijo nad svojim poslovanjem (Bizjak, 2002).

Država je kasneje poskušala čim večje število PID-ov usmeriti v preoblikovanje v vzajemne sklade (temu priča tudi novi ZISDU-1), ki kot odprti investicijski skladi svojim delničarjem zagotavljajo ne samo razpršenost tveganja, temveč tudi večjo možnost nadzora nad upravljalcem sklada. Kljub temu se je do danes iz PID-ov preoblikoval le en vzajemni sklad, to je uravnoteženi posebni vzajemni sklad Primus. Glede na to, da je Primus zaenkrat edini vzajemni sklad, ki je nastal iz PID-a, ga bom predstavila v naslednji točki.

3 PRIMUS – PRVI VZAJEMNI SKLAD PREOBLIKOVAN IZ PID-a

Uravnoteženi posebni vzajemni sklad Primus, ki ga upravlja Pomurska družba za upravljanje skladov, je prvi vzajemni sklad v Sloveniji, ki je nastal s preoblikovanjem Pomurske investicijske družbe 1. Značilnost uravnoteženega vzajemnega sklada je, da je njegova struktura naložb razpršena med delnice na eni strani in obveznice, bančne depozite in druge denarne instrumente na drugi strani. Takšna razpršenost vlagateljem zagotavlja donosnost in hkrati stabilnost ter varnost njihove naložbe. Posebni vzajemni sklad pa je zato, ker 235. člen ZISDU-1 od DZU-jev zahteva, da morajo vsi vzajemni skladi, ki se še niso v celoti uskladili z določbami novega ZISDU-1, nositi oznako »posebni«[32]. Rok, v katerem morajo biti vzajemni skladi usklajeni s tem zakonom, je dve leti od uveljavitve ZISDU-1, torej do 2.1.2005.

Čista vrednost sredstev ob preoblikovanju je znašala 11,33 milijard tolarjev, kar je vzajemni sklad Primus uvrstilo na četrto mesto po velikosti med slovenskimi vzajemnimi skladi. V tabeli 4 je predstavljen potek preoblikovanj PID-ov, ki jih je upravljala Pomurska družba za upravljanje (krajše Pomurska DZU), med njimi tudi zgoraj omenjeno prvo preoblikovanje v vzajemni sklad.

[32] Vsebinsko besedna zveza posebni vzajemni sklad ne označuje nobene spremembe. Ko bo oznaka posebni pri posameznem vzajemnem skladu izpuščena, bo to pomenilo, da je z novimi zahtevami v celoti usklajen.

Tabela 4: ***Predstavitev preoblikovanj PID-ov, ki jih je upravljala Pomurska DZU***

1994/1995/1996	Z namenom zbiranja lastninskih certifikatov so bili ustanovljeni Pomurska družba za upravljanje skladov d. d. ter trije PID-i: 17.6.1994 Pomurska investicijska družba d. d., 5.1.1995 Pomurska investicijska družba 2 d. d. in 26.3.1996 še Pomurska investicijska družba 3 d. d.
1997	V mesecu oktobru 1997 so na seji skupščine delničarji sprejeli sklep, da se Pomurska investicijska družba 2 d. d in Pomurska investicijska družba 3 d. d. pripojita k Pomurski investicijski družbi d. d.
1998	S sklepom skupščine delničarjev se je Pomurska investicijska družba d. d. zaradi počasnosti procesa privatizacije in z namenom izvajanja dolgoročne strategije preoblikovanja v vzajemni sklad 1.10.1998 razdružila na dve družbi: **1. Pomurska investicijska družba 1 d. d. (polni PID),** ***2. Pomurska investicijska družba 2 d. d. (prazni PID).***
2001	***Pomurska investicijska družba 2 d. d.*** se je 31.1.2001 razdružila na dve novi družbi: 1. finančni holding Pom-Invest d. d., 2. PID Pooblaščena pomurska investicijska družba d. d.
2003/2004	**Pomurska investicijska družba 1 d. d. se je 9.2.2004 preoblikovala v uravnoteženi posebni vzajemni sklad Primus**. PID Pooblaščena pomurska investicijska družba d. d. pa se je preoblikovala v finančni holding Pom-Naložbe d. d.

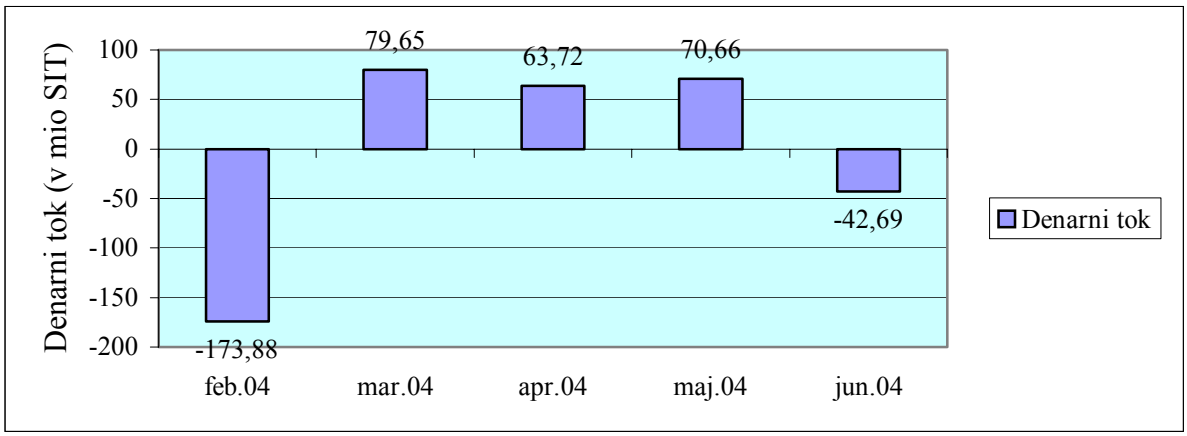
Vir: Pomurska DZU, 2004.

V Pomurski investicijski družbi 1 d. d., ki je bila ustanovljena v letu 1998, so že v začetku razmišljali o preoblikovanju v vzajemni sklad, zato so takoj po ustanovitvi začeli prilagajati strukturo naložb, ki bi bila primerna za tovrstno preoblikovanje. Glede na takratne zakonske možnosti je bilo mogoče PID-e preoblikovati le v investicijske družbe in v finančne holdinge. Šele v začetku prejšnjega leta, ko je začel veljati ZISDU-1, je bilo omogočeno preoblikovanje PID-a v vzajemni sklad. Zato so v Pomurski investicijski družbi 1 d. d. v začetku leta 2003 takoj začeli z aktivnostmi preoblikovanja ter preoblikovanje do konca leta tudi uspešno zaključili. V Pomurski DZU so zadovoljni, da jim je to preoblikovanje uspelo, saj so tako svoje obljube do vlagateljev tudi izpolnili (Krivec, 2004, str. 22).

V uravnoteženem posebnem vzajemnem skladu Primus so tudi vlagatelji iz procesa lastninskega preoblikovanja, ki niso vstopali z namenom varčevanja. Zato se le-ti ob povečanju njihovega vložka zaradi preoblikovanja lahko odločijo za izplačila. Oceniti, koliko vlagateljev bo ob preoblikovanju izstopilo, ni enostavno, saj gre za svobodne odločitve vlagateljev o unovčenju enot premoženja sklada. Roman Ratkai, predsednik uprave Pomurske DZU, pravi, da je bilo v strokovni javnosti in tudi v njihovem DZU-ju veliko dilem, kako veliki bodo takojšnji odlivi iz sklada. V svojih načrtih so seveda predvideli določeno velikost

teh odlivov ter se nanje tudi ustrezno likvidnostno pripravili. Kasneje se je izkazalo, da so bila izplačila pod njihovimi pričakovanji, prijetno presenečeni pa so bili nad količino vplačil (Inkret, 2004, str. 28). Na manjša izplačila vsekakor vpliva kazenska provizija, ki znaša 3 odstotke vrednosti enote premoženja. To je posebna provizija, ki jo pri izplačilu prvo leto po preoblikovanju plačajo samo tisti, ki so imeli delnice Pomurske investicijske družbe 1. Na sliki 2 so prikazani denarni tokovi od nastanka Primusa pa do junija 2004.

Slika 2: ***Denarni tokovi vzajemnega sklada Primus po mesecih od februarja do junija 2004 (v mio SIT)***



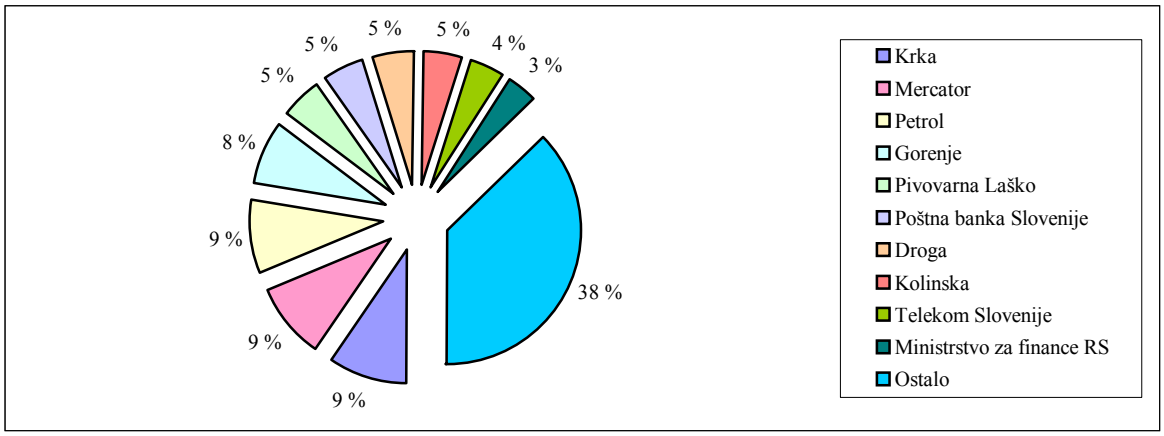
Vir: Denarni tokovi vzajemnega sklada Primus, 2004.

S slike 2 je razvidno, da je bilo največ odlivov v prvem mesecu delovanja Primusa, saj je neto denarni odliv (razlika med prilivi in odlivi) znašal skoraj 174 milijonov tolarjev. V naslednjih treh mesecih je prišlo do neto denarnih prilivov (to pomeni, da so v sklad bolj vstopali kot izstopali), medtem ko je v mesecu juniju zopet prišlo do neto denarnih odlivov v znesku slabih 43 milijonov tolarjev. Glede na razmeroma kratek čas poslovanja so upravljalci Primusa zaenkrat zadovoljni, saj le-ta popolnoma enakopravno nastopa na trgu vzajemnih skladov.

3.1 Naložbe Primusa

V Pomurski investicijski družbi 1 so že kmalu začeli s pripravami na preoblikovanje, zato ni razloga za nezaupanje, saj jim je uspelo oblikovati portfelj, ki je zelo podoben povprečnemu slovenskemu vzajemnemu skladu. Na sliki 3 je prikazan portfelj oziroma 10 največjih naložb PID-a Pomurska investicijska družba 1 na dan 31.1.2004, to je le nekaj dni pred dokončnim preoblikovanjem v vzajemni sklad Primus.

Slika 3: ***Portfelj Pomurske investicijske družbe 1 na dan 31.1.2004***



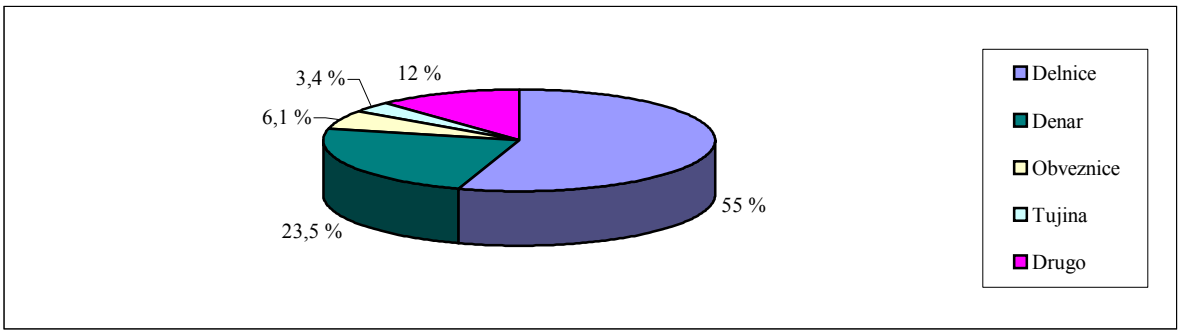
Vir: Furlan, 2004, str. 26.

Ker je Primus uravnotežen vzajemni sklad, njegov portfelj sestavlja ustrezno razmerje lastniških in dolžniških naložb. To pomeni, da naložbe v delnice predstavljajo od 50 do 75 odstotkov sredstev premoženja sklada, medtem ko dolžniške naložbe (obveznice, zakladne menice, potrdila o vlogah, bančni depoziti) predstavljajo od 25 do 50 odstotkov premoženja sklada. Pomurska DZU bo razmerje med obema vrstama naložb (v okviru zgoraj omenjenih naložbenih omejitev) prilagajala odvisno od stanja na kapitalskih trgih, s tem pa bo še naprej skrbno upravljala premoženja vlagateljev.

Od aprila 2004 je del sredstev Primusa, ki pomenijo naložbe v delnice, usmerjen tudi v tuje vrednostne papirje[33] najkakovostnejših evropskih in svetovnih podjetij. Naložbe v tuje vrednostne papirje so v aprilu 2004 predstavljale 2,6 odstotka sklada, medtem ko so se v mesecu maju naložbe v tuje vrednostne papirje povečale za 0,8 odstotne točke, to je na 3,4 odstotka sredstev sklada. V prihodnosti bo velikost tujih naložb odvisna od okoliščin na tujih trgih, predvsem pa od zmanjševanja domačih kakovostnih naložb. Trenutno sestavo lastniških naložb Primusa v večini predstavljajo najkakovostnejše slovenske delnice. Ker je ta sestava zelo podobna tisti na sliki 3 zgoraj in se v prihodnosti prav gotovo ne bodo korenito spreminjala, bom v nadaljevanju predstavila le vrste naložb Primusa. Na sliki 4 so torej predstavljene vrste naložb Primusa na dan 31.5.2004.

[33] Po starem ZISDU so lahko naložbe v tujino predstavljale le 10 odstotkov sredstev vzajemnega sklada. Po novem ZISDU-1 bodo lahko vzajemni skladi, ko se bodo popolnoma uskladili z določbami tega novega zakona, neomejeno vlagali oziroma investirali na tujih trgih. S tem bo lahko zagotovljena še večja razpršenost ter varnost tovrstnih naložb.

Slika 4: ***Vrste naložb vzajemnega sklada Primus na dan 31.5.2004***



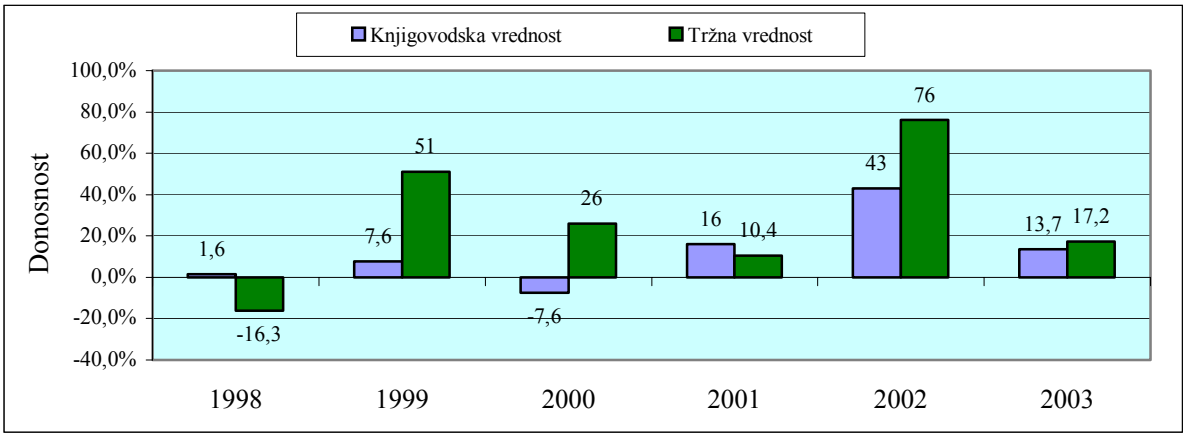
Vir: Vrste naložb vzajemnega sklada Primus, 2004.

V celotni strukturi naložb Primusa so na dan 31.5.2004 največji delež, to je 55 odstotkov, zavzemale naložbe v domače delnice. Naložbe v tuje delnice so predstavljale samo 3,4 odstotka, medtem ko so naložbe v obveznice predstavljale dobrih 6 odstotkov v celotni strukturi naložb. Zaradi možnih povečanih izstopov iz Primusa je bila višina naložb v denarna sredstva temu primerna, in sicer le-ta je znašala kar 23,5 odstotka celotnih naložb.

3.2 Donosnost Primusa

Preden bom predstavila donosnost naložb Primusa, bi rada prikazala donosnosti, ki jih je dosegala njegova pravna predhodnica Pomurska investicijska družba 1 v svojih petih letih delovanja. Na sliki 5 je tako prikazana donosnost glede na tržno ceno delnice na Ljubljanski Borzi ter donosnost glede na knjigovodsko vrednost delnice.

Slika 5: ***Prikaz donosnosti Pomurske investicijske družbe 1 po letih od 1998 do 2003***



Vir: Prospekt uravnoteženega posebnega vzajemnega sklada Primus, 2003.

Podatki, ki so na sliki 5 prikazani za leto 1998, veljajo za obdobje od 9.11.1998 do 31.12.1998, medtem ko podatki za leto 2003 veljajo za obdobje od 1.1.2003 do 10.12.2003. S slike 5 je razvidno, da je bila donosnost Pomurske investicijske družbe 1 v preteklosti zares

izjemna. Ob uvrstitvi Pomurske investicijske družbe 1 na borzo dne 9.11.1998 je znašala tržna cena delnice tega PID-a približno 72 tolarjev. V mesecu maju in juniju 1999 je bilo možno te delnice kupiti po dobrih 54 tolarjev. Do konca leta 2003 oziroma do začetka leta 2004 pa je tržna cena teh delnic zrasla na približno 266 tolarjev. Ti podatki sami zase govorijo, kako zelo veliki so bili donosi. Povprečna letna donosnost glede na tržno ceno delnice za zadnja tri leta je tako znašala 34,8 odstotka letno. Če je na primer nekdo kupil delnice Pomurske investicijske družbe 1 konec leta 1999, je v letih 2001, 2002 in 2003 vsako leto zaslužili 34,8 odstotka na vložena sredstva, kar v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo pomeni dobrih 14,4 odstotka na leto.

Od 5.1.2004 pa do 9.2.2004 (zadnji dan trgovanja z delnicami Pomurske investicijske družbe 1) se je tržna cena delnic povzpela s 265,94 na 289,71 tolarjev. Dan kasneje, ob preoblikovanju v vzajemni sklad Primus, je začetna vrednost ene točke[34] vzajemnega sklada znašala že 315,45 tolarjev. To pomeni, da so delničarji Pomurske investicijske družbe 1 ob preoblikovanju v vzajemni sklad čez noč zaslužili skoraj 9 odstotkov (Grahek, Gostiša, 2004, str. 33). Na dan 28.6.2004 je vrednost enote premoženja Primusa znašala 325,93 tolarjev. Za prikaz donosnosti v obdobju od 9.2.2004 do 28.6.2004 bom vzela vlagatelja, ki ima v lasti na primer 100 enot premoženja vzajemnega sklada Primus. Vrednost vlagateljeve naložbe v 100 enotah premoženja Primusa je na dan 9.2.2004 znašala 28.971 tolarjev, medtem ko je na dan 28.6.2004 znašala 32.593 tolarjev. V izbranem obdobju se je vrednost naložbe povečala za 3.622 tolarjev, torej je donosnost naložbe v tem obdobju znašala 12,5 odstotka.

Na podlagi zgoraj navedenih podatkov lahko trdim, da so se vlagatelji, ki so vztrajali v Pomurski investicijski družbi 1 ter tako dočakali preoblikovanje v vzajemni sklad, pravilno odločili, saj so bili za svojo vztrajnost tudi ustrezno nagrajeni. Določeni vlagatelji so takoj po preoblikovanju, ko se je tržna vrednost delnice oziroma enota premoženja sklada občutno povišala, iz sklada izstopili v prepričanju, da je že čas za porabo »zastonjkarskih« certifikatov. Vlagateljem, ki so ostali v tem skladu, bi priporočila, naj ne izstopijo takoj, saj so poleg izstopne provizije dolžni plačati še posebno kazensko provizijo[35]. Poleg tega pa moram tudi omeniti, da visoka donosnost v preteklosti ne zagotavlja enake ali podobne donosnosti tudi v prihodnje. Vrednost naložbe vlagatelja se lahko tako poveča kot tudi zmanjša, saj je donosnost v prihodnosti pretežno odvisna od gibanja tečajev vrednostnih papirjev na borzah, naložbene politike sklada, sistematičnega tveganja[36], uspešnosti DZU-ja pri upravljanju premoženja sklada ter stroškov sklada.

[34] Celotno premoženje Pomurske investicijske družbe 1 je nasledil uravnoteženi posebni vzajemni sklad Primus, s tem se je tudi ena delnica Pomurske investicijske družbe 1 zamenjala za eno enoto premoženja uravnoteženega posebnega vzajemnega sklada Primus.

[35] Kazenska provizija ne velja za nova vplačila, temveč le za tiste vlagatelje, ki so pred preoblikovanjem že imeli delnice Pomurske investicijske družbe 1 in želijo izstopiti iz sklada v prvem letu po preoblikovanju.

[36] Sistematično tveganje je tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev, in ga z razpršitvijo naložb ni mogoče odpraviti.

3.3 Stroški Primusa

Stroške vzajemnih skladov lahko razdelimo na dve kategoriji, to je na neposredne in posredne stroške vlagateljev. Med neposredne stroške vlagateljev, ki zmanjšujejo prej prikazane donose, spadajo (Inkret, 2004, str. 28):

- **Vstopni stroški:** vstopni stroški vlagateljev v Primus znašajo 0 odstotkov.
- **Izstopni stroški:** izstopni stroški vlagateljev Primusa znašajo 3 odstotke od vrednosti investicijskega kupona oziroma enote premoženja.
- **Posebni izstopni stroški:** prvo leto po preoblikovanju se obračunajo posebni izstopni stroški v višini 3 odstotkov od vrednosti investicijskega kupona. Drugo leto po preoblikovanju znašajo ti stroški 0 odstotkov. Posebni izstopni stroški pripadajo Primusu vse do datuma prejema odločbe ATVP o uskladitvi tega sklada z ZISDU-1. Po prejemu te odločbe pripadajo posebni izstopni stroški DZU-ju.

Na drugi strani posredne stroške vlagateljev predstavljata (Inkret, 2004, str. 28):

- **Provizija za upravljanje:** Pomurska DZU je za upravljanje sredstev Primusa upravičena do letne provizije za upravljanje v višini 2 odstotkov od povprečne letne čiste vrednosti sredstev. Tovrstna provizija se izplačuje iz sredstev vzajemnega sklada in ne neposredno iz sredstev vlagatelja.
- **Provizija za skrbniške storitve:** ta provizija se je pojavila z ZISDU-1, ki je uvedel inštitut banke skrbnice, katerega namen je zagotoviti dodatno varnost. Prav Primus je prvi vzajemni sklad v Sloveniji, ki je pridobil banko skrbnico. Pomurska DZU je sklenila pogodbo o opravljanju skrbniških storitev z Banko Koper, ki je za opravljanje skrbniških storitev za Primus upravičena do letne provizije za skrbniške storitve v višini 0,17 odstotka od povprečne letne čiste vrednosti sredstev. Prav tako kot provizija za upravljanje se tudi ta izplačuje iz sredstev vzajemnega sklada.

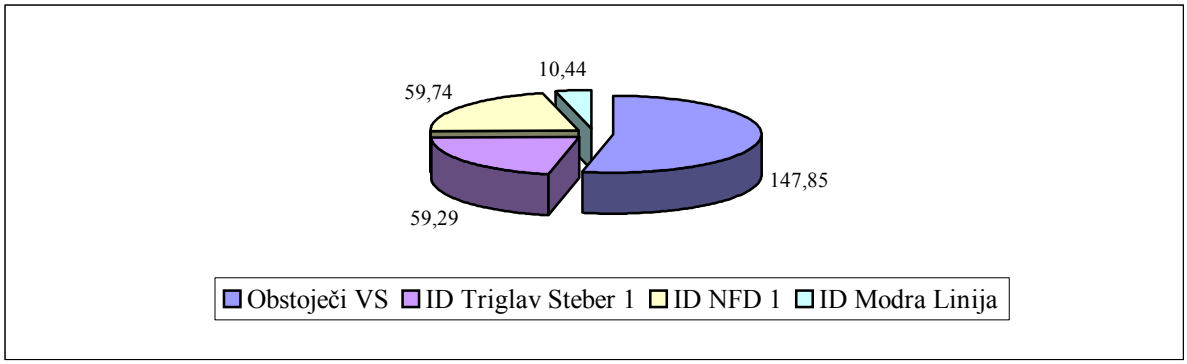
ZISDU-1 predpisuje, da bo po uskladitvi z novo zakonodajo vsak vzajemni sklad moral imeti skrbnika premoženja. Prioritetne naloge, ki jih mora opravljati banka skrbnica so: vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev; hranjenje vrednostnih papirjev, ki so izdani kot pisne listine; zagotavljanje izpolnitve obveznosti iz poslov, ki jih je DZU sklenila; vodenje posebnega denarnega računa, ki je namenjen vplačilom in izplačilom iz sklada; nadzorovanje pravilnosti izračuna vrednosti točke vzajemnega sklada, upravljalske provizije ter celotnih stroškov sklada. Poleg tega bo skrbnica pristojna za izvrševanje nalogov v zvezi z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev v lasti sklada ter nadziranje zakonitosti vseh transakcij (ZISDU-1, 2002). Nadzor nad banko skrbnico opravljata Banka Slovenije in ATVP, kot banke skrbnice pa lahko kandidirajo vse banke, domače ali podružnice bank iz držav članic iz EU, ki imajo ustrezno dovoljenje Banke Slovenije in ATVP.

4 MOREBITNI NOVI KANDIDATI ZA PREOBLIKOVANJE V VZAJEMNE SKLADE

Vlaganje v vzajemne sklade je v Sloveniji vedno bolj priljubljeno (na to kažejo vedno večji prilivi v vzajemne sklade). Razlogov je več, najbolj pa na selitev prihrankov vplivajo vedno nižje obresti v slovenskih bankah, rast delnic ter spreminjanje zavesti slovenskih varčevalcev in vlagateljev. Poleg tega je to zelo likvidno vlaganje. Pri vsem tem je edina ovira takšnega varčevanja triletno obdobje vlaganja, saj je na dobiček (razlika med vrednostjo točke vzajemnega sklada ob nakupu in njeno vrednostjo ob prodaji), ki je ustvarjen v krajšem obdobju, treba plačati 30 odstotkov akontacije k dohodnini[37]. Ne glede na to lahko pričakujemo, da se bo zanimanje za vzajemne sklade še naprej povečevalo.

V tabeli 3 na strani 24 sem predstavila vse investicijske družbe, katerih delnice so kotirale na prostem trgu Ljubljanske Borze na dan 31.5.2004. Od teh sta možni kandidatki za preoblikovanje v vzajemni sklad NFD 1 ter Modra Linija, medtem ko je preoblikovanje investicijske družbe Triglav Steber 1 že napovedano. Pričakujemo lahko, da se bo investicijska družba Triglav Steber 1 do konca tega leta preoblikovala v vzajemni sklad. V Triglav DZU-ju pravijo, da so se za takšno preoblikovanje odločili zaradi spoštovanja zakonskih določb in posledično prednosti, ki jih s tem prinašajo vlagateljem. Na sliki 6 je predstavljena velikost obstoječih in morebitnih novih vzajemnih skladov na dan 31.5.2004[38].

Slika 6: ***Velikost obstoječih in morebitnih novih vzajemnih skladov na dan 31.5.2004 (v mrd SIT)***



Vir: Struktura naložb posebnih investicijskih družb in vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.

Med obstoječimi vzajemnimi skladi je upoštevan pred nedavnim preoblikovan vzajemni sklad Primus, ki je dne 31.5.2004 predstavljal slabih 12 milijard tolarjev oziroma skoraj 8 odstotkov

[37] Takšen način obdavčitve je značilen za fizične osebe. Pri pravnih osebah se dobiček od prodaje enot premoženja šteje med prihodke pravne osebe, zato obdavčitev v tem primeru določa Zakon o davku od dobička pravnih oseb, in sicer davek po tem zakonu znaša 25 odstotkov na osnovo. Razlika je tudi v tem, da triletno obdobje, po katerem je dobiček od prodaje enot premoženja vzajemnega sklada prost davka, pri pravnih osebah ne velja.

[38] Podatki prikazani na sliki 6 so izračunani na osnovi struktur naložb posebnih investicijskih družb ter posebnih vzajemnih skladov na dan 31.5.2004. Glej prilogi 1 in 2.

sredstev vseh obstoječih vzajemnih skladov. Najpomembnejši in vsekakor najbolj pričakovan dogodek je preoblikovanje Triglav Stebra 1. Vrednost njegovega portfelja na dan 31.5.2004 je znašal dobrih 59 milijard, ob pozitivnem trendu na trgu pa bi se lahko le-ta na dan preoblikovanja povzpela čez 65 milijard tolarjev, kar bi ga po vsej verjetnosti uvrstilo na prvo mesto po velikosti sredstev. Podobno usmeritev preoblikovanja sta v medijih oznanjali tudi investicijski družbi NFD 1 in Modra Linija, ki pa sta še nekaj korakov za Triglav Stebrom 1. Ob morebitnem preoblikovanju vseh treh investicijskih družb v vzajemne sklade bi to pomenilo velike premike v velikosti sredstev, ki se trenutno nahajajo v slovenskih vzajemnih skladih (Furlan, 2004a, str. 26).

Za zaključek moram še poudariti, da tudi drugi DZU-ji pripravljajo nove vzajemne sklade in izboljšujejo že obstoječe produkte, s katerim bodo v prihodnosti konkurirali tujim ponudnikom[39]. Tako lahko pričakujemo, da se bodo razmere na področju vzajemnih skladov v prihodnosti precej spremenile. Sodeč po napovedih tako domačih kot tujih upravljalcev o novih vzajemnih skladih ter morebitnih preoblikovanj investicijskih družb v vzajemne sklade lahko proti koncu tega leta pričakujemo na slovenskem trgu okrog štirideset skladov. To bo vsekakor popestrilo izbiro ter pripomoglo k hitrejšemu in učinkovitejšemu razvoju slovenskega kapitalskega trga. Zato sta večja izbira ter raznolikost med skladi več kot dobrodošli.

SKLEP

Namen diplomskega dela je bil predvsem prikazati vse alternative preoblikovanj PID-ov ter predstaviti argumente tako za ene kot druge načine preoblikovanj. Prav tako sem želela izpostaviti oziroma osvetliti določene težave PID-ov, ki so pripomogle k oblikovanju negativnega mnenja javnosti ter dokončno potrdile potrebo po preoblikovanju teh institucij. Preoblikovanje PID-ov v investicijske družbe, v finančne holdinge ali v vzajemne sklade se je odvijalo zelo počasi. K zastojem teh preoblikovanj sta največ prispevali prav privatizacijska vrzel ter neprimerna struktura naložb PID-ov.

Poleg tega so bili interesi določenih skupin različni. Vlada ter ATVP sta želeli, da bi se čim več PID-ov preoblikovalo v investicijske družbe ali vzajemne sklade, medtem ko so nekateri upravljalci PID-ov strogo zagovarjali preoblikovanje v finančne holdinge. Dejansko se je preoblikovanje PID-ov odvijalo v prid upravljalcem PID-ov, kar pomeni, da se je velik delež PID-ov preoblikoval prav v finančne holdinge. Seveda je na takšen razplet močno vplivala tudi struktura naložb PID-ov, v kateri so prevladovale netržne naložbe. Nemogoče je s slabim premoženjem »delati čudeže«, vendar bi boljši rezultat lahko dosegli z bolj učinkovito razdružitvijo tržnega dela naložb na investicijske družbe in vzajemne sklade ter netržnega

[39] Perspektiva DZU načrtuje dva do tri nove sklade, ki bodo še bolj konzervativni od že obstoječe Vizije. KBM Infond in Probanka DZU pripravljata sklada Euro-Infond in Beto, ki bosta predvsem globalno usmerjena. Tudi pri KD Investments DZU pripravljajo dva nova sklada, ki bosta usmerjena predvsem v tujino. Omeniti je potrebno še sklade NLB DZU ter nove sklade, ki jih bosta na naš trg pripeljali Raiffeisen Krekova banka ter Hypo Alpe Adria bank.

dela na finančne holdinge. To pomeni, da bi morali tržne deleže takoj preoblikovati v investicijske družbe, saj se je kasneje dogajalo, da so v nekaterih PID-ih tržno premoženje spreminjali v netržno.

Preoblikovanje tržnega dela naložb PID-ov v vzajemne sklade ni bilo dovoljeno vse do začetka leta 2003. Potem pa se je s sprejetjem ZISDU-1 odprla tudi možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemne sklade, ki so institucionalno najučinkovitejša oblika za vlagatelje (visoka likvidnost naložbe, odprava diskonta). Takšne spremembe so bili najbolj veseli v Pomurski investicijski družbi 1, ki so uspešno izpeljali prvo preoblikovanje PID-a v vzajemni sklad ter tako dokazali, da tovrstno preoblikovanje vsekakor je izvedljivo. Po mojem mnenju je ravno takšna oblika preoblikovanja še najprimernejša, seveda ob primerni pravni ureditvi, ustreznih davčnih spodbudah ter pravih ukrepih DZU-jev.

PID-om se je po dobrih desetih letih od njihovega nastanka končno uspelo preoblikovati. Vendar za njihove pravne naslednike te »zgodbe« še ni popolnoma konec. Na sprejetje čaka predlog Zakona o pravnih naslednicah PID-ov, ki lahko privede še do nekaterih preoblikovanj. V primeru sprejema tega predloga bodo finančni holdingi morali bodisi zmanjšati tržno premoženje bodisi oddeliti ga v investicijsko družbo, ki se bo kasneje morala preoblikovati v vzajemni sklad. Poleg tega ni še vsega konec za investicijske družbe, ki se bodo po vsej verjetnosti morale v skladu z ZISDU-1 tudi preoblikovati v vzajemne sklade. Tako v prihodnosti še vedno ostaja upanje, da bo iz nekdanjih PID-ov le nastalo še nekaj novih vzajemnih skladov.

LITERATURA

1. Bizjak Anja: Preoblikovanje pidov teren interesnih konfliktov. [URL: http://www.finance-on.net/show.php?id=27844], 13.7.2002.
2. Furlan Aljoša: Februar, mesec vzajemcev. Kapital, Maribor, 14(2004), 333, str. 26-27.
3. Furlan Aljoša: Pravljični mesec april. Kapital, Maribor, 14(2004a), 337, str. 26.
4. Grahek Andraž, Gostiša Jure: Z idi več kot z vzajemci. Moje finance, Ljubljana, 4(2004), 6, str. 33.
5. Gregorič Aleksandra: Corporate governance in Slovenia: an international perspective. Doktorska disertacija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 190 str.
6. Hace Jernej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000, 35 str.
7. Hočevar Borut: Pidomor. [URL: http://www.finance-on.net/show.php?id=38131], 2.1.2003.
8. Inkret Primož: PRIMUS pomeni le začetek. Kapital, Maribor, 14(2004), 335, str. 28.
9. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 10, str. 29-32.
10. Jovanović Tatjana: Transformacija delnic PID-ov v pokojninske bone. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 50 str.
11. Kavčič Nadja: Vloga PID-ov na finančnem trgu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 48 str.
12. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
13. Kovačič Primož: Preoblikovanje PID-ov. Kapital, Maribor, 12(2002), 290/291, str. 32-33.
14. Krivec Vasilij: Mali vlagatelji selijo denar. Družinski delničar, Ljubljana, 2004, 82, str. 21-22.
15. Mramor Dušan: Lobiji proti zaščiti malih vlagateljev. Delo, Ljubljana, 4.7.2002, str. 13.
16. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
17. Simoneti Marko, Erker Igor, Lukovac Jovan: Institucionalni investitorji. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 113-123.
18. Špacapan Barbara, Senekovič Gregor, Tancer Boštjan: Koliko so idi in pidi dejansko vredni. Kapital, Maribor, 13(2003), 325, str. 22-23.
19. Toplak Simona: Da za evtanazijo pidov. [URL: http://www.finance-on.net/show.php?id=8687], 22.7.2001.
20. Toplak Simona: Hudo naporna preobrazba pidov. [URL: http://www.finance-on.net/show.php?id=8675], 22.7.2001a.
21. Toplak Simona: Kje so odločbe ATVP za preoblikovanje. [URL: http://www.finance-on.net/show.php?id=7814], 2.7.2001b.

22. Toplak Simona: Koalicija danes o pidovskih holdingih. Finance, Ljubljana, 6.1.2004, str. 4.
23. Toplak Simona: Koalicija je globalno podprla zakon o naslednicah pidov. Finance, Ljubljana, 7.1.2004a, str. 2.
24. Toplak Simona: Pri preoblikovanju pida v vzajemni sklad bi se moral zgoditi čudež. Finance, Ljubljana, 29.9.2000, str. 2.
25. Zajec Matej: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, 2000. 95 str.
26. Zorman Gašper: Iz ida do vzajemca prek ovir. Finance, Ljubljana, 1.6.2004, str. 17.
27. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1995. [URL: http://www.a-tvp.si/PSTVP1995.pdf], 17.4.2004.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996. [URL: http://www.a-tvp.si/PSTVP1996.pdf], 17.4.2004.
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1997. [URL: http://www.a-tvp.si/PSTVP1997.pdf], 17.4.2004.
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1998. [URL: http://www.a-tvp.si/PSTVP1998.pdf], 17.4.2004.
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1999. [URL: http://www.a-tvp.si/PSTVP1999.pdf], 17.4.2004.
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. [URL: http://www.a-tvp.si/leto2000/porocilo_trg_2000_slo.pdf], 17.4.2004.
7. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001.
[URL: http://www.a-tvp.si/porocilo2001/stanje_na_trgu_slo.pdf], 17.4.2004.
8. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. [URL: http://www.a-tvp.si/porocilo_2002/2delslo.pdf], 17.4.2004.
9. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003.
[URL:http://www.a-tvp.si/porocilo_2003/porocilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20VP%20v%20letu%202003.pdf], 20.8.2004.
10. Denarni tokovi vzajemnega sklada Primus.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 5.7.2004.
11. Gantar Matjaž: Okrogla miza o preoblikovanju pidov.
[URL: http://www.vzajemci.com/text.php?id=1792], 11.2.2003.
12. KBM-Infond DZU: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.infond.si/], 24.5.2004.

13. KD Investments: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.kd-group.si/], 26.5.2004.
14. Krekova družba DZU: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.krekova-druzba.si/], 6.6.2004.
15. Lahovnik Matej: Okrogla miza o preoblikovanju pidov.
[URL: http://www.vzajemci.com/text.php?id=1792], 11.2.2003.
16. Nacionalna finančna družba: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.nac-fd.si/], 24.5.2004.
17. Pomurska DZU: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.pdu.si/], 10.6.2004.
18. Prospekt za javno ponudbo investicijskih kuponov uravnoteženega vzajemnega sklada Primus. Murska Sobota, december 2003.
19. Struktura naložb posebnih investicijskih družb (IS/M-1) na dan 31.5.2004.
[URL: http://www.dzu-giz.si/docs//ism1-200405.xls], 27.6.2004.
20. Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004.
[URL: http://www.dzu-giz.si/docs//ism1-200405.xls], 27.6.2004.
21. Triglav DZU: Primeri preoblikovanj PID-ov.
[URL: http://www.triglav-du.si/], 6.6.2004.
22. Urbas Andrej: Okrogla miza o preoblikovanju pidov.
[URL: http://www.vzajemci.com/text.php?id=1792], 11.2.2003.
23. Vrste naložb vzajemnega sklada Primus.
[URL: http://www.vzajemci.com/vrste_nalozb.php], 14.6.2004.
24. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) (Uradni list RS, št. 6/94, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99).
25. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Uradni list RS, št. 110/02, 42/04).
26. Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 50/99, 106/99, 58/02, 61/04).

SEZNAM KRATIC

- ATVP: Agencija za trg vrednostnih papirjev
- DZU: Družba za upravljanje
- PID: Pooblaščena investicijska družba
- ZISDU: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-1: novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZLPP: Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij
- ZPSPID: Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb

PRILOGE

PRILOGA 1 (prvi del)
Prikaz strukture naložb posebnih investicijskih družb (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	**ABANČNA DZU**		**KBM-INFOND**		**KD INVESTMENTS**		**KREKOVA DRUŽBA**		**DUS KRONA**	
Posebna investicijska družba	**VIPA INVEST**		**INFOND ID**		**KD ID**		**ZVON ENA ID**		**KRONA SENIOR**	
	v 1000 SIT	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	42 744	0 57	15 806	0 06	3 084	0 01	6 935	0 09	7 569	0 05
1.1. Denarna sredstva	42 744	0 57	15 806	0 06	3 084	0 01	6 935	0 09	7 569	0 05
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva										
2. DEPOZITI			2 867 000	10 38	1 177 000	4 72			1 357 100	9 84
2.1. Depoziti pri bankah v RS			2 867 000	10 38	1 177 000	4 72			1 357 100	9 84
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	6 800 445	91 38	17 136 420	62 01	17 005 941	68 14	6 188 064	78 69	9 517 026	68 98
3.1. Vrednostni papirji	6 800 445	91 38	16 139 615	58 41	17 005 941	68 14	6 188 064	78 69	9 517 026	68 98
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	6 800 445	91 38	15 847 563	57 35	15 467 342	61 98	6 188 064	78 69	9 517 026	68 98
3.1.1.1. Delnice	6 169 340	82 90	14 575 514	52 75	15 221 081	60 99	6 094 868	77 50	7 752 266	56 19
3.1.1.2. Obveznice	631 105	8 48	1 272 049	4 60	246 261	0 99	93 195	1 19	1 764 761	12 79
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS			292 052	1 06	1 538 599	6 16				
3.1.2.1. Delnice			292 052	1 06	1 538 599	6 16				
3.1.2.2. Obveznice										
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga			996 805	3 61						
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS			996 805	3 61						
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA										
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo										
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo										
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)	149 946	2 01								
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	149 946	2 01								
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	428 108	5 75	7 382 570	26 72	6 711 485	26 89	1 641 656	20 88	2 840 637	20 59
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	428 108	5 75	7 382 570	26 72	6 711 485	26 89	1 641 656	20 88	2 840 637	20 59
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	20 807	0 28	231 433	0 84	60 157	0 24	27 465	0 35	74 292	0 54
11. SKUPAJ	**7 442 050**	**100.00**	**27 633 229**	**100.00**	**24 957 667**	**100.00**	**7 864 120**	**100.00**	**13 796 624**	**100.00**

Vir: Struktura naložb posebnih investicijskih družb (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 1 (drugi del)
Prikaz strukture naložb posebnih investicijskih družb (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	LB MAKSIMA		NFD		PRIMORSKI SKLADI		PROBANKA		TRIGLAV	
Posebna investicijska družba	MAKSIMA ID		NFD 1 IS		MODRA LINIJA		ZLATA MONETA 1		TRIGLAV STEBER 1	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	63 888	0 26	833	0 00	60 187	0 58	14 601	0 07	386 439	0 65
1.1. Denarna sredstva	63 888	0 26	833	0 00	60 187	0 58	14 601	0 07	101 170	0 17
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva									285 269	0 48
2. DEPOZITI	140 000	0 58	709 000	1 19	50 792	0 49	16 000	0 07		
2.1. Depoziti pri bankah v RS	140 000	0 58	709 000	1 19	50 792	0 49	16 000	0 07		
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	21 400 821	88 05	46 879 007	78 47	7 868 147	75 40	16 110 699	72 38	47 828 326	80 67
3.1. Vrednostni papirji	21 400 821	88 05	46 879 007	78 47	7 868 147	75 40	15 800 766	70 98	47 828 326	80 67
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	21 400 821	88 05	46 879 007	78 47	7 640 287	73 21	14 172 530	63 67	47 461 143	80 05
3.1.1.1. Delnice	21 240 306	87 39	46 069 974	77 12	7 561 759	72 46	12 792 494	57 47	43 734 329	73 76
3.1.1.2. Obveznice	160 515	0 66	809 032	1 35	78 528	0 75	1 380 036	6 20	3 726 814	6 29
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS					227 860	2 18	1 628 236	7 31	367 183	0 62
3.1.2.1. Delnice					227 860	2 18	1 628 236	7 31	101 644	0 17
3.1.2.2. Obveznice									265 538	0 45
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga							309 933	1 39		
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS							309 933	1 39		
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA										
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo										
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo										
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)							479 556	2 15	1 104 253	1 86
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS							479 556	2 15	1 104 253	1 86
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	2 673 263	11 00	11 150 281	18 66	2 412 503	23 12	5 530 279	24 84	9 712 881	16 38
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	2 673 263	11 00	11 150 281	18 66	2 412 503	23 12	5 530 279	24 84	9 712 881	16 38
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	26 895	0 11	1 000 095	1 67	44 097	0 42	108 630	0 49	259 233	0 44
11. SKUPAJ	**24 304 867**	**100.00**	**59 739 216**	**100.00**	**10 435 726**	**100.00**	**22 259 765**	**100.00**	**59 291 132**	**100.00**

Vir: Struktura naložb posebnih investicijskih družb (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 2 (prvi del)
Prikaz strukture naložb (posebnih *) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	ABANČNA DZU								ILIRIKA DZU	
(Posebni *) vzajemni sklad	SOVA *		VIPEK *		ZAJČEK *		POLŽEK *		MODRA KOMBINACIJA *	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	13 268	1.60	34 256	2.50	81 066	2.11	56 648	2.85	54 003	0.72
1.1. Denarna sredstva	13 268	1.60	34 256	2.50	81 066	2.11	56 648	2.85	54 003	0.72
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva										
2. DEPOZITI	113 000	13.61	29 000	2.12	336 000	8.75	211 000	10.63	645 000	8.64
2.1. Depoziti pri bankah v RS	113 000	13.61	29 000	2.12	336 000	8.75	211 000	10.63	645 000	8.64
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	664 126	80.02	1 217 532	88.99	3 134 747	81.61	1 574 462	79.31	5 729 924	76.80
3.1. Vrednostni papirji	614 293	74.01	1 176 819	86.02	3 094 880	80.57	1 544 562	77.80	5 532 608	74.15
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	614 293	74.01	1 176 819	86.02	2 818 592	73.38	1 544 562	77.80	5 125 064	68.69
3.1.1.1. Delnice			852 636	62.32	2 273 482	59.19	917 596	46.22	4 089 143	54.81
3.1.1.2. Obveznice	614 293	74.01	324 183	23.70	545 110	14.19	626 966	31.58	1 035 921	13.88
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS			40 713	2.98	276 288	7.19			407 544	5.46
3.1.2.1. Delnice			40 713	2.98	276 288	7.19			407 544	5.46
3.1.2.2. Obveznice										
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga	49 833	6.00			39 867	1.04	29 900	1.51		
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS	49 833	6.00			39 867	1.04	29 900	1.51		
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA										
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo										
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo										
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)			39 985	2.92	199 927	5.20	59 979	3.02	529 381	7.10
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS			39 985	2.92	199 927	5.20	59 979	3.02	529 381	7.10
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	33 879	4.08	40 253	2.94	70 759	1.84	72 277	3.64	460 989	6.18
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	33 879	4.08	40 253	2.94	70 759	1.84	72 277	3.64	460 989	6.18
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	5 714	0.69	7 077	0.52	18 785	0.49	10 879	0.55	41 864	0.56
11. SKUPAJ	**829 987**	**100.00**	**1 368 103**	**100.00**	**3 841 284**	**100.00**	**1 985 245**	**100.00**	**7 461 161**	**100.00**

Vir: Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 2 (drugi del)
Prikaz strukture naložb (posebnih *) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	**KBM-INFOND**		**KD INVESTMENTS**							
(Posebni *) vzajemni sklad	**VS HRAST ***		**VS SPD ***		**VS DELNIŠKI ***		**GALILEO ***		**RASTKO ***	
	v 1000 SIT	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**	**v 1000 SIT**	**v %**
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	296 971	11.18	102 504	6.91	57 806	0.95	19 131	0.04	5 851	0.03
1.1. Denarna sredstva	296 971	11.18	102 504	6.91	57 806	0.95	19 131	0.04	5 851	0.03
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva										
2. DEPOZITI	369 000	13.89	194 000	13.08	563 000	9.20	1 656 000	3.37	971 000	4.54
2.1. Depoziti pri bankah v RS	369 000	13.89	194 000	13.08	563 000	9.20	1 656 000	3.37	971 000	4.54
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	1 819 086	68.48	1 073 762	72.41	5 033 935	82.29	39 069 163	79.82	17 410 940	81.48
3.1. Vrednostni papirji	1 610 455	60.63	954 700	64.38	4 934 254	80.66	39 069 163	79.82	17 410 940	81.48
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	1 502 743	56.57	867 455	58.50	4 529 707	74.05	34 592 779	70.67	15 397 913	72.06
3.1.1.1. Delnice	966 241	36.37	636 111	42.90	3 561 363	58.22	24 099 454	49.23	13 836 731	64.75
3.1.1.2. Obveznice	536 502	20.20	231 344	15.60	968 344	15.83	10 493 325	21.44	1 561 182	7.31
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS	107 712	4.05	87 245	5.88	404 547	6.61	4 476 384	9.15	2 013 027	9.42
3.1.2.1. Delnice	107 712	4.05	87 245	5.88	404 547	6.61	4 476 384	9.15	2 013 027	9.42
3.1.2.2. Obveznice										
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga	208 631	7.85	119 062	8.03	99 681	1.63				
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS	208 631	7.85	119 062	8.03	99 681	1.63				
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA										
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo										
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo										
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)							4 026 591	8.23	2 285 009	10.69
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS							4 026 591	8.23	2 285 009	10.69
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	153 410	5.78	104 774	7.07	225 332	3.68	2 254 725	4.61	661 667	3.10
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	153 410	5.78	104 774	7.07	225 332	3.68	2 254 725	4.61	661 667	3.10
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	17 920	0.67	7 789	0.53	236 929	3.87	1 922 589	3.93	33 372	0.16
11. SKUPAJ	**2 656 387**	**100.00**	**1 482 829**	**100.00**	**6 117 002**	**100.00**	**48 948 199**	**100.00**	**21 367 839**	**100.00**

Vir: Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 2 (tretji del)
Prikaz strukture naložb (posebnih *) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	KD INVESTMENTS		KREKOVA DRUŽBA		LB MAKSIMA		NLB SKLADI			
(Posebni *) vzajemni sklad	KD BOND *		SKALA *		PVS PIRAMIDA *		Kombinirani sklad		Sklad slovenskih delnic	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	59		98 111	1 77	3 172	0 42	243 649	22 97	58 672	17 41
1.1. Denarna sredstva	59		98 111	1 77	3 172	0 42	243 649	22 97	58 672	17 41
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva										
2. DEPOZITI	144 000	3 61	172 000	3 10	107 000	14 01				
2.1. Depoziti pri bankah v RS	144 000	3 61	172 000	3 10	107 000	14 01				
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	3 021 665	75 81	4 897 335	88 40	599 683	78 54	701 109	66 10	278 064	82 51
3.1. Vrednostni papirji	3 021 665	75 81	4 799 039	86 62	599 683	78 54	701 109	66 10	278 064	82 51
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	3 021 665	75 81	4 384 468	79 14	599 683	78 54	188 406	17 76	278 064	82 51
3.1.1.1. Delnice			3 326 148	60 04	285 759	37 43	97 263	9 17	278 064	82 51
3.1.1.2. Obveznice	3 021 665	75 81	1 058 319	19 10	313 924	41 12	91 142	8 59		
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS			414 571	7 48			512 703	48 34		
3.1.2.1. Delnice			414 571	7 48			212 774	20 06		
3.1.2.2. Obveznice							299 929	28 28		
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga			98 297	1 77						
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS			98 297	1 77						
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA							81 131	7 65		
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo							41 130	3 88		
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS							41 130	3 88		
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo							40 001	3 77		
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS							40 001	3 77		
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)	228 675	5 74								
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	228 675	5 74								
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	577 340	14 49	352 665	6 37	50 811	6 65				
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	577 340	14 49	352 665	6 37	50 811	6 65				
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	13 864	0 35	20 118	0 36	2 846	0 37	34 833	3 28	282	0 08
11. SKUPAJ	**3 985 603**	**100 00**	**5 540 230**	**100 00**	**763 512**	**100 00**	**1 060 722**	**100 00**	**337 018**	**100 00**

Vir: Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 2 (četrti del)
Prikaz strukture naložb (posebnih *) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	NLB SKLADI				MEDVEŠEK PUŠNIK DZU				PERSPEKTIVA DZU	
(Posebni *) vzajemni sklad	Sklad obveznic		Svetovni sklad delnic		MP-GLOBAL.SI		MP-PLUS.SI		PVS VIZLJA *	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	57 427	15 25	80 942	18 31	482 869	16 26	46 987	2 07	14 414	0 24
1.1. Denarna sredstva	57 427	15 25	80 942	18 31	482 869	16 26	46 987	2 07	14 414	0 24
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva										
2. DEPOZITI									372 226	6 30
2.1. Depoziti pri bankah v RS									372 226	6 30
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	317 092	84 23	280 782	63 53	2 286 549	77 01	2 020 741	89 20	5 469 728	92 56
3.1. Vrednostni papirji	317 092	84 23	280 782	63 53	2 286 549	77 01	2 020 741	89 20	4 791 688	81 09
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	52 572	13 96			57 114	1 92	57 223	2 53	4 410 730	74 64
3.1.1.1. Delnice					57 114	1 92	57 223	2 53	2 517 157	42 60
3.1.1.2. Obveznice	52 572	13 96							1 893 573	32 04
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS	264 521	70 26	280 782	63 53	2 229 435	75 08	1 963 518	86 68	380 959	6 45
3.1.2.1. Delnice			280 782	63 53	2 229 435	75 08	1 963 518	86 68	380 959	6 45
3.1.2.2. Obveznice	264 521	70 26								
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga									678 040	11 47
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS									678 040	11 47
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA			78 049	17 66	110 913	3 74	109 923	4 85		
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo			30 448	6 89						
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS			30 448	6 89						
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo			47 602	10 77	110 913	3 74	109 923	4 85		
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS			47 602	10 77	110 913	3 74	109 923	4 85		
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)										
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS										
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA					16 917	0 57	31 926	1 41	15 612	0 26
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS									15 612	0 26
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS					16 917	0 57	31 926	1 41		
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	1 942	0 52	2 212	0 50	71 970	2 42	55 768	2 46	37 225	0 63
11. SKUPAJ	**376 462**	**100 00**	**441 986**	**100 00**	**2 969 218**	**100 00**	**2 265 345**	**100 00**	**5 909 205**	**100 00**

Vir: Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.

PRILOGA 2 (peti del)
Prikaz strukture naložb (posebnih *) vzajemnih skladov (IS/M-1) na dan 31.5.2004 (v 1000 SIT in v %)

Družba za upravljanje	PDU		PRIMORSKI SKLADI				PROBANKA		TRIGLAV	
(Posebni *) vzajemni sklad	PRIMUS *		PIKA *		ŽIVA *		ALFA *		TRIGLAV RENTA *	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. DODATNA LIKVIDNA SREDSTVA	139 920	1.19	6 920	0.96	7 332	0.63	13 591	0.10	24 069	3.86
1.1. Denarna sredstva	139 920	1.19	6 920	0.96	7 332	0.63	13 591	0.10	9 069	1.45
1.2. Druga dodatna likvidna sredstva									15 000	2.40
2. DEPOZITI	2 623 849	22.32	21 130	2.94	57 751	4.94	137 948	0.99	28 000	4.49
2.1. Depoziti pri bankah v RS	2 623 849	22.32	21 130	2.94	57 751	4.94	137 948	0.99	28 000	4.49
2.2. Depoziti pri kreditnih ustanovah zunaj RS										
3. VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (ORG. TRG VP)	7 574 720	64.44	615 510	85.60	1 029 029	88.07	11 451 259	82.52	380 009	60.90
3.1. Vrednostni papirji	7 574 720	64.44	615 510	85.60	1 029 029	88.07	11 202 431	80.73	380 009	60.90
3.1.1. Vrednostni papirji izdajateljev iz RS	7 177 211	61.06	591 561	82.27	915 845	78.38	9 904 556	71.37	380 009	60.90
3.1.1.1. Delnice	6 461 826	54.97	161 272	22.43	880 557	75.36	5 668 273	40.85	278 095	44.57
3.1.1.2. Obveznice	715 385	6.09	430 289	59.84	35 288	3.02	4 236 283	30.53	101 914	16.33
3.1.1.3. Drugi vrednostni papirji										
3.1.2. Vrednostni papirji izdajateljev zunaj RS	397 509	3.38	23 949	3.33	113 184	9.69	1 297 875	9.35		
3.1.2.1. Delnice	397 509	3.38	23 949	3.33	113 184	9.69	1 297 875	9.35		
3.1.2.2. Obveznice										
3.1.2.3. Drugi vrednostni papirji										
3.2. Instrumenti denarnega trga							248 828	1.79		
3.2.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev iz RS							248 828	1.79		
3.2.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
4. ENOTE PREMOŽENJA OZIROMA DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA										
4.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo										
4.1.1. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.1.2. Investicijski skladi, usklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
4.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo										
4.2.1. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem v RS										
4.2.2. Investicijski skladi, neusklajeni z direktivo, s sedežem zunaj RS										
5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI										
5.1. Za namene zavarovanja pred tveganji										
5.1.1. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev v RS)										
5.1.2. Za namene zavarovanja pred tveganji (izdajateljev zunaj RS)										
5.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente										
5.2.1. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev v RS										
5.2.2. Naložbe v izvedene finančne instrumente izdajateljev zunaj RS										
6. INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA (DENARNI TRG)							938 921	6.77	189 825	30.42
6.1. Instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS							938 921	6.77	189 825	30.42
6.2. Instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
7. DRUGI PRENOSLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI IN INSTRUMENTI DENARNEGA TRGA	1 385 382	11.79	74 903	10.42	72 235	6.18	1 307 671	9.42		
7.1. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev v RS	1 385 382	11.79	74 903	10.42	72 235	6.18	1 307 671	9.42		
7.2. Drugi prenosljivi vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga izdajateljev zunaj RS										
8. Posojila za zavarovanje najetih posojil kot tehnik upravljanja tečajnih tveganj										
9. Lastne delnice investicijske družbe										
10. Terjatve	31 083	0.26	615	0.09	2 133	0.18	27 641	0.20	2 067	0.33
11. SKUPAJ	**11 754 953**	**100.00**	**719 078**	**100.00**	**1 168 480**	**100.00**	**13 877 031**	**100.00**	**623 970**	**100.00**

Vir: Struktura naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), 2004.