

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PREOBLIKOVANJE SLOVENSКИH POOBLAŠČENIH
INVESTICIJSКИH DRUŽB: PRIMER POOBLAŠČENIH
INVESTICIJSКИH DRUŽB TRIGLAV STEBER I IN
TRIGLAV STEBER II**

Ljubljana, julij 2005

MAJA KREK

IZJAVA

Študentka Maja Krek izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.07.2005

Podpis: _____

KAZALO

| | |
|--|-----------|
| UVOD | 1 |
| 1 NASTANEK INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI..... | 2 |
| 1.1 Družba za upravljanje | 3 |
| 1.2 Investicijski skladi | 3 |
| 1.2.1 Investicijske družbe | 4 |
| 1.2.2 Vzajemni skladi | 5 |
| 1.3 Pooblaščne investicijske družbe | 7 |
| 1.3.1 Lastninsko preoblikovanje podjetij v Sloveniji..... | 9 |
| 1.3.2 Zbiranje certifikatov | 10 |
| 1.3.3 Nastanek privatizacijske vrzeli in njena odprava | 10 |
| 1.4 Redna delniška družba oziroma finančni holding | 12 |
| 2 ZAKONSKA UREDITEV PREOBLIKOVANJA (POOBLAŠČENIH) INVESTICIJSKIH DRUŽB | 12 |
| 2.1 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov..... | 12 |
| 2.2 Statusne spremembe PID-ov | 13 |
| 2.3 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov v investicijske družbe..... | 15 |
| 2.4 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov v redne delniške družbe..... | 15 |
| 2.5 Zakonska ureditev preoblikovanja ID-ov v vzajemne sklade..... | 17 |
| 3 TRIGLAV DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE, D.O.O..... | 18 |
| 3.1 Pričetek delovanja in javna ponudba delnic..... | 19 |
| 3.2 Uspešnost pri zbiranju certifikatov | 19 |
| 3.3 Preoblikovanje Triglavovih PID-ov..... | 20 |
| 3.4 Vrednost certifikata in delnic Triglav Steber I, PID in Triglav Steber II, PID | 23 |
| 4 TRIGLAV STEBER I, POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA, D.D..... | 24 |
| 4.1 Preoblikovanje Triglav Steber I, PID, d.d. v investicijsko družbo..... | 24 |
| 4.2 Triglav Steber I, delniška investicijska družba, d.d. in njena delnica | 26 |
| 5 TRIGLAV STEBER II, POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA, D.D | 29 |
| 5.1 Preoblikovanje Triglav Steber II, PID, d.d. v finančni holding in PID ter njena delnica..... | 29 |
| 5.2 Triglav, finančna družba, d.d. in njena delnica..... | 32 |
| 5.3 Triglav Steber, PID, d.d..... | 33 |
| 5.3.1 Preoblikovanje Triglav Steber, PID, d.d. v redno delniško družbo oziroma finančni holding..... | 34 |
| 5.3.2 Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. in njena delnica..... | 35 |
| 6 DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD TRIGLAV STEBER I..... | 36 |
| 6.1 Preoblikovanje Triglav Steber I, ID, d.d. v vzajemni sklad | 36 |
| 6.2 Posebnosti Delniškega vzajemnega sklada Triglav Steber I | 37 |
| SKLEP..... | 39 |
| LITERATURA | 41 |
| VIRI | 43 |
| PRILOGA | |

UVOD

S prehodom v tržno gospodarstvo so se v Sloveniji pojavili prvi investicijski skladi. Kot njihova posebna oblika pa so se v času razvoja trga kapitala pojavile tudi pooblašene investicijske družbe. Nastanek le-teh je bila posledica procesa privatizacije v Sloveniji in so predstavljale le prehodno obliko investicijskih skladov. Že ob samem nastanku je bilo namreč jasno, da se bodo morali preoblikovati v organizacijske oblike, ki jih poznajo razvite ekonomije. Sam proces preoblikovanja je v veliki meri otežil privatizacijski primanjkljaj. Ko je bil le-ta zapolnjen, je sledil proces preoblikovanja v oblike, ki jih poznajo sodobni finančni trgi. Pojavili so se holdingi in investicijske družbe. Slednje se morajo v skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje iz leta 2002, ki vsebuje spremembe, vezane na usklajevanje z evropsko direktivo o investicijskih skladih, do leta 2011 zopet preoblikovati, in sicer v vzajemne sklade.

Vsa omenjena preoblikovanja so se zgodila tudi pooblaščenima investicijskima družbama Triglav Steber I in Triglav Steber II. Po prvotni ustanovitvi šestih pooblaščenih investicijskih družb s strani Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. in kasnejši pripojitvi le-teh sedmi, je sledila razdružitev skladov na dve novi pooblašeni investicijski družbi (Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d.). Prva v svojem portfelju ni imela več certifikatov, medtem ko je druga vsebovala le neizkoriščene certifikate. Takšna razdelitev premoženja je vplivala tudi na njuno nadaljnje preoblikovanje. Usklajevanje z zakonskimi predpisi je zahtevalo preoblikovanje pooblašene investicijske družbe Triglav Steber I v investicijsko družbo in Triglav Steber II v finančna holdinga Triglav, finančna družba, d.d. in Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. Ostalo je samo še preoblikovanje investicijske družbe Triglav Steber I v Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I in proces preoblikovanj se je tako zaključil.

Namen mojega diplomskega dela je opisati in proučiti potek preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb, pri čemer bom sledila kronološkemu zaporedju dogodkov. Pri predstavitvi se bom oprla predvsem na zakonodajo s tega področja, pri tem pa ne gre prezreti, da je na možnosti preoblikovanja močno vplivala tudi kvaliteta družbenega premoženja. Za lažje razumevanje in predstavitev bom vsa dejstva podkrepila s primerom preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb Triglav Steber I in Triglav Steber II, ki ju upravlja Triglav družba za upravljanje, d.o.o. Omenjena družba je bila v vseh fazah preoblikovanja med prvimi, ki je sledila novi zakonodaji in ustrezno preoblikovala družbe, ki jih upravlja, v novo organizacijsko obliko. Hkrati pa kronološko najbolj nazorno prikazuje vse možne oblike preoblikovanja v različne finančne oblike.

Naloga je vsebinsko razdeljena na dva večja sklopa. Prvi sklop vključuje poglavja, v katerih predstavljam družbe za upravljanje, (pooblašene) investicijske družbe, vzajemne sklade in finančne holdinge v Sloveniji, pri čemer opisujem predvsem njihove značilnosti in zakonsko ureditev za preoblikovanje PID-ov v omenjene družbe. Drugi sklop pa zajema analizo

preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v upravljanju Triglav družbe za upravljanje, d.o.o., to sta Triglav Steber I in Triglav Steber II.

V prvem poglavju opisujem nastanek investicijskih skladov v Sloveniji. V prvem delu tega poglavja predstavljam družbo za upravljanje. Sledi predstavitev investicijskih skladov, ki jih podrobneje obravnavam v nadaljevanju. Navajam bistvene značilnosti investicijskih družb in vzajemnih skladov. V nadaljevanju opisujem značilnosti delovanja pooblaščenih investicijskih družb ter proces lastninskega preoblikovanja v Sloveniji in posledično problem privatizacijske luknje. Poglavje zaključujem z opisom finančnih holdingov. V drugem poglavju predstavljam zakonsko ureditev preoblikovanja (pooblaščenih) investicijskih družb v investicijske sklade in holdinge.

V tretjem poglavju opisujem Triglav družbo za upravljanje, d.o.o. in pričetek delovanja šestih pooblaščenih investicijskih družb, ki jih je le ta ustanovila. V naslednjem poglavju predstavljam preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb Triglav Steber I v investicijsko družbo in opisujem njeno delovanje na slovenskem kapitalskem trgu. V petem poglavju prikazujem preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb Triglav Steber II v dve novi družbi, Triglav, finančna družba, d.d. in Triglav Steber, PID, d.d., ter nadaljnjo preoblikovanje le-te v Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. V zadnjem poglavju opisujem še preoblikovanje investicijske družbe Triglav Steber I, ID, d.d. v Delniški vzajemni sklad Triglav Steber ter navajam glavne značilnosti novonastalega sklada.

1 NASTANEK INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI

Za začetek investicijskih skladov v Sloveniji štejemo leto 1992. Dokler ni bil marca leta 1994 sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994), so bili ti skladi organizirani v okviru posameznih borzoposredniških hiš. Večji vzpon in pravno regulativno podobo so investicijski skladi doživeli šele z začetkom privatizacije. Novembra 1992 pa so bili prvič uzakonjeni kot subjekti privatizacije z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, 1993), in sicer z namenom vzpostavitve večjih institucionalnih lastnikov za upravljanje podjetij v pogojih razpršenega lastništva (Mesarič, 2003, str. 11).

Investiranje v investicijski sklad za malega delničarja pomeni, da za svoj denar dobi delnico oziroma kupon investicijskega sklada. S tem kuponom je v sorazmernem deležu udeležen v vseh naložbah sklada. Tako z nakupom enega samega vrednostnega papirja doseže večjo razpršenost naložb in s tem manjše tveganje. Posamezniku za naložbo njegovih prihrankov v investicijski sklad ni potrebno nobeno znanje o investiranju v vrednostne papirje in njihovem upravljanju, saj mu strokovno upravljanje portfelja vrednostnih papirjev zagotavlja sam sklad (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 17). Posameznik, ki postane delničar investicijskega sklada, nima nikakršnih pravic upravljanja s podjetjem, kamor so bili naloženi njegovi prihranki.

Tudi investicijski sklad navadno nima pravice upravljanja podjetja, katerega delničar je (Boncelj, 2004, str. 12).

1.1 Družba za upravljanje

Po 4. členu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) je družba za upravljanje gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP) za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Isti člen tudi pravi, da se družba za upravljanje (DZU) lahko ustanovi z namenom upravljanja investicijskih skladov, kamor spadajo (pooblaščne) investicijske družbe in vzajemni skladi.

DZU je pravna oseba, s sedežem v državi članici, ki je pridobila dovoljenje pristojnega organa države članice za opravljanje storitev investicijskih skladov v skladu z Direktivo o investicijskih skladih.

Družba za upravljanje se lahko ustanovi kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Za ustanovitev družbe za upravljanje se uporabljajo določila Zakona o gospodarskih družbah (ZGD). Minimalni znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje, ki upravlja en investicijski sklad (to pomeni en investicijski sklad ali eno investicijsko družbo), znaša 50 milijonov SIT. Za vsako naslednjo družbo v upravljanju mora DZU povečati osnovni kapital za 25 milijonov SIT.

Storitve upravljanja investicijskih skladov obsegajo upravljanje premoženja investicijskih skladov in druge storitve upravljanja investicijskih skladov, kot so trženje investicijskih skladov, prodaja investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov, vodenje poslovnih knjig ter administrativne storitve (ZISDU, 1994).

1.2 Investicijski skladi

Investicijski sklad je po ZISDU podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje le-teh v vrednostne papirje in druge likvidne naložbe po načelih razpršitve tveganj (ZISDU, 1994). Gre torej za finančne institucije, ki pritegnejo kapital posameznikov z izdajo ter prodajo lastnih vrednostnih papirjev. Tako se skladi uvrščajo med nedenarne finančne institucije, saj posredujejo pri prenosu finančnih podatkov v nedenarni obliki in ne sprejemajo vlog, ampak si zagotavljajo sredstva z izdajo lastnih vrednostnih papirjev. Sredstva, zbrana na tak način, potem nalagajo predvsem v vrednostne papirje in sestavijo svoja finančna premoženja (portfelje), za katere je značilna velika razpršenost, ki zmanjšuje tveganost portfelja (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1998, str. 15). Upravljalci investicijskih skladov morajo sklad upravljati izključno v korist lastnikov premoženja investicijskega sklada. Potrebno je opozoriti, da za razliko od depozitnih

finančnih institucij (bank) investicijski skladi ne prinašajo zagotovljenih donosov. Njihova donosnost je odvisna predvsem od investicijskih odločitev upravljanja sklada in od razmer na trgu (Ribnikar, 1990, str. 137).

Investicijski skladi investitorjem prinašajo koristi, ki jih ni mogoče dobiti preko neposrednega investiranja ali z investiranjem preko drugih finančnih posrednikov. Prednost investiranja v investicijske sklade je predvsem v tem, da malim investitorjem zagotavlja dodatno varnost naložb. Ta izhaja iz razpršenosti naložb preko različnih vrednostnih papirjev, ki jih posameznik sicer ne bi dosegel. Poleg večje varnosti naložbe investicijski skladi kot prednost navajajo še: profesionalno svetovanje in upravljanje s premoženjem, nizki stroški poslovanja in visoka likvidnost naložb (Fredman, Wiles, 1993, str. 231).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) opredeljuje dve v svetu temeljni obliki investicijskih skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 58):

- investicijske družbe (zaprti investicijski skladi, so pravne osebe).
- vzajemni skladi (odprti investicijski skladi, niso pravne osebe),

Ker se investicijske družbe ne smejo upravljati same, je zakon opredelil tudi družbo za upravljanje, ki upravlja tako vzajemne sklade kot tudi investicijske družbe. Poleg omenjenih oblik investicijskih skladov pa je zakon opredelil tudi posebno obliko skladov, to je pooblašene investicijske družbe.

1.2.1 Investicijske družbe

Investicijske družbe (ID) imenujemo tudi zaprti investicijski skladi s fiksno nominalno vrednostjo kapitala. Velikost sklada kot tudi število delnic sklada je določeno ob ustanovitvi in ostane fiksno. Večinoma so organizirane kot delniške družbe in so torej samostojne pravne osebe oziroma podjetja. Delničar ID-a ne more zahtevati od investicijske družbe, da mu delnico odkupi, ampak jo lahko proda preko posrednikov na sekundarnem trgu kapitala. Na tem trgu se trguje z izdanimi delnicami teh družb, pri čemer borzni posredniki za posredovanje zaračunavajo 0,5-3% provizijo. To pomeni, da so vsi zaprti investicijski skladi tako imenovani skladi s provizijo (Zajec, 2000 str. 7).

Za razliko od vzajemnega sklada se število delnic ID-a ne spreminja. Vrednost premoženja investicijskih družb se spreminja s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo ID-i v svoji aktivi. To pomeni, da je cena (tečaj) delnice ID-a odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu in ni vedno enaka vrednosti aktive na delnico, pač pa se lahko oblikuje pod (pogosteje) čisto vrednostjo sredstev sklada na delnico ali nad njo (redkeje). Izjemoma se lahko poveča z občasnim izdajanjem novih delnic oziroma zmanjša z znižanjem nominalnega zneska delnic. Nove delnice ID-ov niso nujno izdane v višini čiste vrednosti sredstev, ampak

na ravni tržne. Čista vrednost sredstev ID-a na delnico je vrednost vseh sredstev investicijske družbe, zmanjšana za znesek vseh obveznosti in rezervacij in preračunana na posamezno delnico (Grašič, 2003, str. 11).

Investitor lahko kupi delnice zaprtega investicijskega sklada ob njegovi ustanovitvi oziroma ob začetni prodaji delnic ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega investitorja, ki jih želi prodati. Tekoče cene delnic zaprtih investicijskih skladov se oblikujejo na borzah in preko okenc, kjer te delnice kotirajo (Podberšček, 2002, str. 4).

Pritisk na upravljanje ID-ov je bistveno manjši kot na upravljanje vzajemnih skladov. Upraviteljem ID-ov se namreč ni potrebno stalno ukvarjati z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, kot je to nujno pri odprtih investicijskih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v sklad in iz njega in povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je potrebno dodatno investirati ali primanjkljaja, ki ga morajo kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. To mu omogoča več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in terminov, ugodnih za nakup ali prodajo, in s tem ugodnejše investicijske rezultate (Zajec, 2000, str. 8).

Družbi za upravljanje pripada za upravljanje ID-a provizija, ki pa ne sme presegati dveh odstotkov povprečne čiste letne vrednosti sredstev investicijske družbe. Za malega delničarja je naložba v ID-e zelo privlačna. Če jo primerjamo z vezanimi bančnimi depoziti, imajo investicijski skladi višjo likvidnost (naložena sredstva morajo upravljalci izplačati v petih dneh po prejemu zahteve vlagatelja), višjo donosnost in nekoliko nižjo varnost (Mastnak, 2002, str. 18). Donosnost ID-ov je nemalokrat višja tudi zato, ker so tečajji njihovih delnic zaradi popusta (diskonta), ki je nastal kot posledica domnevno manjše likvidnosti in večjega tveganja, nižji in dosegajo pri enaki dividendi dejansko višjo donosnost na vložena sredstva (Zajec, 2000, str. 8).

1.2.2 Vzajemni skladi

Prvi vzajemni skladi so se v Sloveniji pojavili pred pooblaščenimi investicijskimi družbami. Zgodovina Slovenskih vzajemnih skladov sega v leto 1992, ko je začel delovati vzajemni sklad Galileo v upravljanju Kmečke DZU. Začetek privatizacije je prinesel pravno regulativo in s tem njihov večji vzpon. (Divjak, 2001, str. 27). Konec leta 2004 je bilo v Sloveniji 44 vzajemnih skladov, od tega 34 domačih in 10 tujih.

Vzajemni sklad ali odprti investicijski sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti teh oseb (ZISDU, 1994). Vzajemni sklad ni pravna oseba, kar omogoča varčevalcem predvsem davčno prednost in z doseganjem ekonomije obsega – združevanja finančnih sredstev vlagateljev in enotnega upravljanja – tudi stroškovno prednost pred ostalimi oblikami nalaganja sredstev na kapitalskem trgu, to je v različnih domačih in tujih

vrednostnih papirjih (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005). Cilj vzajemnega sklada je povečanje njegove vrednosti ter posledično povečane premoženja vlagateljev. Uspešnost pa predstavlja rast vrednosti točke – donos, glede na naložbeno politiko (Mesarič, 2003, str. 21).

Vrednost enot sklada je določena z vrednostjo sredstev na aktivni strani bilance sklada. Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote premoženja ali točke, ki jih vlagatelj pridobi z nakupom investicijskega kupona. Investicijski kupon vzajemnega sklada se glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005) in imetniku zagotavlja pravico do sorazmernega dela dobička iz naložb investicijskega sklada, sorazmernega deleža sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada ter pravico do izplačila vrednosti investicijskega kupona, kadar imetnik tako zahteva (Grašič, 2003, str. 9). Investitor plača družbi za upravljanje ob nakupu točk vzajemnega sklada vstopne in/ali ob prodaji točk sklada izstopne provizije, ki skupaj ne smeta presežati treh odstotkov vrednosti investicijskega kupona. Poleg tega investitor enkrat na leto plača družbi za upravljanje tudi provizijo za upravljanje sklada, ki ne sme presežati dveh odstotkov povprečne čiste vrednosti sklada (Mastnak, 2002, str. 18).

Velikost kapitala in število izdanih investicijskih kuponov vzajemnega sklada torej nista določena ob njegovem nastanku. Vrednost kapitala se nenehno spreminja z izdajanjem novih in odkupovanjem obstoječih investicijskih kuponov. Vrednost premoženja je tako odvisna od povpraševanja po investicijskih kuponih sklada, zato mora upravitelj poskrbeti, da vlagatelje obdrži (Angel, 2002, str. 5).

Posamezni lastnik ne sme imeti v lasti več kakor 5-odstotkov vseh enot premoženja posameznega investicijskega sklada. Cena kupona se določa dnevno in je enaka čisti vrednosti sredstev na investicijski kupon (Grašič, 2003, str. 9). Čista vrednost enote premoženja investicijskega kupona se izračuna tako, da se celotna sredstva vzajemnega sklada (aktivna stran), zmanjšana za znesek obveznosti in rezervacije (pasivna stran), deli na število enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem trgu (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1998, str. 140), pač pa se sredstva vzajemnega sklada zbirajo z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov. Pogoj za dnevno določanje vrednosti sredstev je, da ima sklad sredstva v takšnih vrednostnih papirjih, za katere je vsak trenutek znan tečaj, torej predvsem v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzi (Boncelj, 2004, str. 13)

Pri vzajemnem skladu so naložbe razpršene, zato je tveganje za izgubo premoženja manjše. Likvidnost investiranja v vzajemne sklade je velika. Imetnik investicijskega kupona ima pravico kadarkoli investicijski kupon prodati vzajemnemu skladu ter iz vzajemnega sklada izstopiti (ZISDU, 1994, 3. člen). Prav zato morajo biti naložbe, ki jih imajo vzajemni skladi v svojem portfelju, večinoma tržne, zato da je sklad sposoben v vsakem trenutku izplačati investitorje, ki želijo iz njega izstopiti (Ribnikar, 1990, str. 138). Za vzajemni sklad je tudi značilno, da ni pravna oseba in ga lahko oblikuje samo družba za upravljanje, ki sklad upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov.

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje, ki mora za njegovo upravljanje pridobiti dovoljenje od ATVP. Družba za upravljanje trguje z vrednostnimi papirji sklada v svojem imenu in za račun in v korist imetnikov investicijskih kuponov. Pred začetkom poslovanja vzajemnega sklada pa mora družba za upravljanje oblikovati tudi pravila upravljanja, v katerih se predstavljeni investicijski cilji, na podlagi katerih se opredeli določena investicijska politika (Mesarič, 2003, str. 22).

Toda z vidika malega delničarja so vzajemni skladi poleg investicijske družbe najugodnejša organizacijska oblika, saj je njihovo poslovanje zelo pregledno in tveganje zato veliko manjše kot pri holdingih (Mikuž, 2002). Poleg tega z varčevanjem v vzajemnih skladih vlagatelj pridobi visoko likvidno, varno in tudi donosno naložbo, saj le-ti dobro varujejo svoje varčevalce pred upadanjem tečajev na borzi (Mastnak, 2002, str. 18).

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

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

1.3 Pooblaščen investicijske družbe

Pooblaščen investicijska družba (PID) je posebna oblika investicijske družbe, ki je prilagojena procesu preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranju gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme. Njihova oblika je bila prehodna, saj so se morali v skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID, 1999) v roku treh let uskladiti z določbami ZISDU o investicijskih družbah ali pa preoblikovati v redno delniško družbo (Zajec, 2000, str. 17).

PID-i so definirani kot investicijske družbe, ustanovljeni izključno z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so jih na Sklad RS za razvoj prenesla podjetja v procesih lastninskega preoblikovanja (ZISDU, 1999, 123. člen). PID ni smel opravljati nobene druge dejavnosti razen javnega zbiranja certifikatov ter denarnih sredstev in investiranja tako zbranih sredstev v delnice, ki jih je prodajal Sklad RS za razvoj, v druge

vrednostne papirje in v nepremičnine (ZISDU, 1994). Pravna oblika PID-a je bila delniška družba.

Temeljno poslanstvo PID-ov je bilo omogočiti državljanom RS, ki niso imeli možnosti vlaganja prejetih lastniških certifikatov neposredno v podjetja, da jih lahko izkoristijo z vlaganjem v PID-e (Angel, 2002, str. 7).

PID-i so spadali med zaprte investicijske sklade. Bili so nekakšna mešanica investicijskih družb in vzajemnih skladov in so imeli nekoliko primesi tveganega kapitala. Na pasivni strani teh skladov so bile delnice, na aktivni pa premoženje oziroma naložbe posameznega PID-a. Delnice PID-ov so kotirale na prostem trgu Ljubljanske borze. Investitor od sklada ni mogel zahtevati, da odkupi njegov vrednostni papir, ampak ga je moral prodati na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev.

PID-i so predstavljali vlogo posrednika med imetniki lastniških certifikatov in podjetji v procesu lastninjenja. Poslovali so po načelu varovanja koristi malih investitorjev, razpršitve tveganja, jasnosti, preglednosti in javnosti poslovanja.

Ustanovitelj pooblaščenice investicijske družbe je bila lahko samo pooblaščenica družba za upravljanje, ker se PID-i sami niso smeli upravljati. Pooblaščenica družba za upravljanje je bila tista družba, ki je dobila dovoljenje od ATVP za upravljanje PID-a (ZISDU, 1994, 16. člen, 127. člen). S pooblaščenico družbo za upravljanje so imeli sklenjeno pogodbo o upravljanju PID-ov, s katero se je družba za upravljanje zavezala upravljati PID in pri tem v njenem imenu in za njen račun opravljati vse posle v zvezi z upravljanjem finančnega premoženja PID-a in zagotavljati pogoje za njegovo upravljanje in poslovanje. PID pa se je zavezal, da ji je za to plačal nadomestilo v obliki upravljalске provizije. Na podlagi upravljanja je imela pooblaščenica družba za upravljanje pravico do provizije, ki ni smela presegati treh odstotkov povprečne letne čiste vrednosti sredstev pooblaščenice investicijske družbe. Ker PID-i niso bili omejeni v deležu lastništva v investicijskih podjetjih, so smele pooblaščenice družbe za upravljanje v poslovanje podjetij v portfelju tudi aktivno poseči. Tako so lahko v imenu in za račun PID-a opravljale vse posle v zvezi z nadzorom in upravljanjem družbe izdajatelja (ZISDU, 1994, 137. člen).

PID je lahko imel naložbena sredstva v nepremičnem premoženju, ki ga je pridobil od Sklada RS za razvoj, pri čemer takšne naložbe niso smele presegati 20% vseh naložb PID-a. PID ni smel imeti več kot 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja oziroma istega in z njim povezanega izdajatelja. V svoje naložbe je lahko vključil največ 20% vrednostnih papirjev družb, katere so bile v poslovnem razmerju z osebami, ki so bili lastniki več kot 10% delnic PID-a (ZISDU, 1994).

1.3.1 Lastninsko preoblikovanje podjetij v Sloveniji

Investicijski skladi v Sloveniji so bili kot subjekti lastninjenja prvič omenjeni v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP, 1993), ki je bil sprejet novembra 1992 in je uredil lastninsko preoblikovanje podjetij z družbenim kapitalom v podjetja z zasebnim kapitalom. Mesec kasneje pa je Slovenija pričela s procesom odprave družbene lastnine (Divjak, 2001, str. 15). Sam pravni okvir in pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja je uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje iz leta 1994.

Leta 1992 je Slovenija pričela s procesom odprave družbene lastnine. Osnovni cilj lastninjenja je bilo iskanje lastnikov za družbeno premoženje in pretvorba le-tega v državno in zasebno lastnino. S tem naj bi se povečala učinkovitost gospodarstva (Gasparič, 2003, str. 3). Vsi državljani RS so decembra 1992 brezplačno prejeli lastniške certifikate, ki niso bili ne denar in ne vrednostni papir, ampak so predstavljali znesek na certifikatnem računu. Zneski so se gibali od 100.000 do 400.000 SIT, odvisno od starosti državljanov. Certifikati so bili definirani kot legalno plačilno sredstvo za ponujen bivši družbeni kapital. Bili so strogo neprenosljivi, trgovanje z njimi pa ni bilo dovoljeno (Angel, 2002, str. 8). Državljanje so jih porabili na več načinov. Lahko so (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 47):

- pridobili delnice v okviru notranje razdelitve v podjetju, kjer so bili zaposleni,
- kupili delnice podjetij, ki so se preoblikovala z javno prodajo delnic,
- kupili delnice ali drugo premoženje RS ter podjetij v njeni lasti, ki se je ponujalo javnosti v zamenjavo za lastniške certifikate,
- pridobili delnice pooblaščenih investicijskih družb.

PID-i so bili namenjeni predvsem tistim imetnikom lastniških certifikatov, ki niso imeli zadostnih informacij o podjetjih, ki niso mogli ali želeli vlagati certifikate neposredno v podjetja in niso imeli potrebnih znanj. Preko razpršenosti naložb ter preko strokovnega upravljanja portfelja PID-a, se je zmanjšala stopnja negotovosti in stopnja tveganja pri naložbi certifikata. PID-i so tako postali instrumenti pospešene, masovne in neodplačane privatizacije (Priatelj Volarič, 1996, str. 222).

V Sloveniji delničarji v PID-e niso investirali svojih prihrankov, ampak so vanje vložili podarjene certifikate. Niso torej investirali vanje, da bi pridobili na osnovi njihove specifičnosti kot zaprtih investicijskih skladov, ampak je bila takšna oblika investicijskih skladov edina možnost v procesu lastninskega preoblikovanja (Zajec, 2000, str. 8).

1.3.2 Zbiranje certifikatov

Skupno je bilo v Sloveniji izdanih za 567,2 milijard SIT lastniških certifikatov. Po Uredbi o načinu zbiranja lastniških certifikatov s strani pooblaščenih investicijskih družb so morali PID-i pred začetkom zbiranja lastniških certifikatov državljanov RS objaviti javni oglas k vpisu in vplačilu delnic PID-ov. Javni oglas je moral biti objavljen v dnevem časopisu, ob njegovi izdaji pa je moral PID izdelati prospekt, ki je moral vsebovati podatke, ki so omogočali kupcu delnice vpogled v pravni in finančni položaj PID-a ter pooblaščene družbe za upravljanje. Rok za vplačilo delnic ni smel biti daljši od šest mesecev od dne, določenega za začetek vpisovanja (Priatelj Volarič, 1996, str. 221).

Večina Slovencev se je odločila za vlaganje svojih lastniških certifikatov v delnice PID-ov. S tem ko so državljanji vložili svoje certifikate v PID-e, niso kupili delnic nekega določenega podjetja, ampak posredno delnice več podjetij, katerih delnice je v svojem portfelju imela pooblaščena investicijska družba. V zameno za certifikate so državljanji dobili delnice PID-a (Žnidarič Kranjc, 1999, str. 137). V PID-e je preko privatizacije investiralo 1.351.474 delničarjev (65% prebivalstva Slovenije). Večino vlagateljev predstavljajo tisti državljanji, ki niso imeli druge možnosti ali je zaradi pomanjkanja znanja oziroma zaradi drugega razloga niso izkoristili. V PID-e so tako vložili okrog 327 milijard SIT lastniških certifikatov, vrednostno izkazanih na dan 1.1.1993 (glej Tab. 1, na str. 20), ki so tako z odpravo družbene lastnine postali pomembni lastniki podjetij. Zbiranje certifikatov se je po vseh podaljšanjih zaključilo 30.6.1997 (Podberšček, 2002, str. 12).

1.3.3 Nastanek privatizacijske vrzeli in njena odprava

Privatizacijska luknja oziroma vrzel (tudi lastninski razkorak) je nastala v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij. V obdobju privatizacije je namreč prišlo do presežka izdanih lastniških certifikatov nad razpoložljivim obsegom družbenega kapitala za lastninjenje. Privatizacijsko luknjo tako opredelimo kot razliko med vrednostjo izdanih lastniških certifikatov, ki so jih zbrali PID-i in vrednostjo družbenega premoženja, ki je bil namenjen lastninjenju z lastniškimi certifikati. Natančneje povedano, je razlika med nominalno vrednostjo osnovnih certifikatov PID-ov in vrednostjo premoženja (ugotovljenega na dan 1.1.1993), ki je bil namenjen PID-om (Divjak, 2001, str. 16).

Problem privatizacijske vrzeli se je torej pokazal pri PID-ih kot neporabljeni del certifikatnih sredstev. Podjetja so svoj »družbeni kapital« najprej v obliki navadnih delnic prenesla na tedanji Sklad RS za razvoj (današnja Slovenska razvojna družba). Sklad RS za razvoj je omenjeni kapital prodal PID-om v zameno za lastniške certifikate, ki so jih le-ti zbrali. S pridobljenim kapitalom so PID-i pridobili osnovo oziroma vir za svoje delovanje (Divjak, 2001, str. 16).

Posledice privatizacijske luknje so se v celoti odrazile ravno na PID-ih, ki so svoje delnice menjavali za certifikate državljanov ne glede na to, da pokritja zanje na strani sredstev ni bilo. Ker se je tedanja vlada uštel pri izračunu vrednosti družbenega premoženja, je zanj izdala državljanom preveliko količino certifikatov. PID-i so tako ustvarili v svoji aktivi več certifikatov, kot je bilo njim namenjenega premoženja od Sklada RS za razvoj. Le-ta pa jim za presežek ni mogel ponuditi dodatnega premoženja, ker je bilo že v celoti privatizirano. Tako je za tiste, ki so svoj certifikat vložili v PID-e, zmanjkalo premoženja in nastala je t.i. privatizacijska luknja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 163). Na nastanek certifikatske vrzeli je poleg primanjkljaja družbenega premoženja ter drugih dejavnikov vplivalo tudi to, da so PID-i kupovali certifikate od državljanov Republike Slovenije hitreje, kot so za njih dobivali premoženje. To je privedlo do neizkoriščenih certifikatov na pasivni strani bilance PID-ov (Bojc, 1998, str. 7).

Do privatizacijskega primanjkljaja v večji meri ne bi prišlo, če (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 164) :

- se družbe za upravljanje ne bi dogovorile o enotnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj, kar bi povzročilo, da bi se delnice prodajale po bistveno višjih cenah, kot bi bile ponujene v odkup,
- ne bi bilo odklonjenih posameznih delnic po cenah, ki so bile nerealno visoke.

Po začetnem izredno velikem obsegu vlaganja certifikatov v PID-e je bilo že leta 1994 znano, da razpoložljivega kapitala za lastninjenje ne bo dovolj. Oktobra 1998 je bil v Uradnem listu v skladu z 55. členom Zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb (ZZLPP0, 1998) v lasti Slovenske razvojne družbe objavljen Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate. Tako so uradno ugotovili, da je znašala višina privatizacijske luknje 119,9 milijarde SIT in za to vrednost je bilo potrebno PID-om zagotoviti premoženje (Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate, 1998). Država je skušala problem vrzeli rešiti z ustanovitvijo Prvega pokojninskega sklada. Leta 1999 sprejeti Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID-ov je omogočal, da so delničarji tistih PID-ov, ki so imeli še neporabljene certifikate, del svojih delnic PID-ov zamenjali za pokojninske bone novoustanovljenega Prvega pokojninskega sklada. Toda delničarji PID-ov so v nov Pokojninski sklad prenesli le 5,02% razpoložljivih delnic sklada (Angel, 2002, str. 13). Obseg certifikatov, ki se je pri tem prenesel iz PID-ov, ne pomeni zmanjšanja državne obveznosti iz naslova vrzeli, temveč je s tem prišlo samo do prenosa problema privatizacijskega primanjkljaja na pokojninski sklad (Grašič, 2003, str. 7).

Vlada je PID-om večkrat ponudila premoženje za odpravo privatizacijske vrzeli, a so le-ti predlog premoženja vsakokrat gladko zavrnil z utemeljitvijo, da ni dovolj kvalitetno. Prvi sveženj dodatnega kapitala za zapolnitev vrzeli je znašal 68,6 milijarde SIT v vrednosti na dan 1.1.1993 in je bil PID-om predan marca 2000. Ker pa se vrzel s tem ni zapolnila, je vlada

decembra 2001 namenila še dodatnih 72,4 milijarde SIT izraženo v vrednosti na dan 1.1.1993 (Podberšček, 2002, str. 24). Čeprav kakovost premoženja, ki so ga PID-i dobili na zadnji dražbi, ni mogoče primerjati s kakovostjo premoženja tistih PID-ov, ki so bili napolnjeni že v preteklosti, je prav zadnja pridobitev premoženja pomenila psihološko pomembno spremembo med vlagatelji (Mikuž, 2002a).

Slovenska razvojna družba je v letu 2002 na PID-e prenesla celotno premoženje, ki ji ga je za zapolnitev privatizacijske vrzeli namenila država. Tako PID-i konec leta 2002 niso več razpolagali z neizkoriščenimi lastniškimi certifikati. Preostali lastniški certifikati so bili večinoma zamenjani za netržne delnice, ki so konec leta 2002 pomenile 49% premoženja PID-ov. Ponujeno nekvalitetno premoženje pa se je kazalo v prevelikem deležu netržnih naložb (Gasparič, 2003, str. 22).

1.4 Redna delniška družba oziroma finančni holding

Za redno delniško družbo ali finančni holding je značilno, da ni več pod nadzorom ATVP. To pomeni, da zanjo ne veljajo določila Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) in da omejitev o najvišji dovoljeni upravljalski proviziji ni več. Delničarji lahko vplivajo na upravo delniške družbe samo preko skupščine oziroma jo lahko nadzirajo samo preko, na skupščini izvoljenih, članov nadzornega sveta. V primeru razpršenih malih delničarjev pa je takšen nadzor močno omejen (Hočevar, 2000, str. 3).

Za finančne holdinge je značilno, da se ukvarjajo z upravljanjem oziroma obvladovanjem podjetij. Prizadevajo si namreč, da imajo večinski delež v manjšem številu podjetij, ki jih tudi upravljajo. To je ključna značilnost, ki tovrstne institucije loči od ostalih investicijskih skladov (Jašovič, 1999, str. 30).

2 ZAKONSKA UREDITEV PREOBLIKOVANJA (POOBLAŠČENIH) INVESTICIJSKIH DRUŽB

Preoblikovanja PID-ov v novo finančno obliko je bilo v veliki meri določeno z zakonodajo. Ključna pri tem sta Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID-ov. V nadaljevanju diplomskega dela opisujem zakonski vidik preoblikovanja PID-ov in navajam njihove statusne spremembe. Podrobneje predstavljam preoblikovanje PID-ov v ID-e in finančne holdinge ter ID-ov v vzajemne sklade.

2.1 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov

PID-i so bili ustanovljeni z namenom preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme. Z

dokončno zapolnitvijo privatizacijske vrzeli na prelomu v leto 2002 so izgubili vlogo privatizacijskega posrednika, za katero so dobili pooblastilo zakonodajalca, zato so morali preoblikovati v institucije, ki jih poznajo razvita tržna gospodarstva.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) je določal, da so se morali investicijski skladi uskladiti z določbami zakona, ki so veljale za redne investicijske sklade. Najprej je bil rok za usklajevanje v skladu z določili ZISDU 13.3.2004 (10 let od uveljavitve zakona). Novela Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B, 1998) je zadržala možnost preoblikovanja PID-a v redno delniško družbo pred 13. marcem 1999 ter določila pogoje, ki so morali biti ob tem izpolnjeni. Določila je tudi, da je moral PID pred vpisom spremembe dejavnosti v sodni register pridobiti dovoljenje ATVP za preoblikovanje. Z Zakonom o spremembah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-C, 1999) se je ta prepoved podaljšala za eno leto (Grašič, 2003, str. 31). Tako se je rok skrajšal za skoraj dve leti. V skladu z določili ZPSPID so se tako morali PID-i najkasneje do 13.7.2002 preoblikovati v drugo organizacijsko obliko ter uskladiti z uredbami, ki so veljale za običajne investicijske družbe ali delniške družbe. Če družba za upravljanje svojih PID-ov ni preoblikovala v določenem roku, je izgubila pravico upravljanja PID-a in s tem pobiranja provizije (Angel, 2002, str. 14).

Po Zakonu o spremembah in dopolnitvah ZISDU (ZISDU-B, 1998) so morali PID-i javno objaviti sestavo naložb najmanj 6 mesecev pred zasedanjem skupščine, ki je določala o preoblikovanju. Ker je 30 PID-ov na dan 13.1.2002 v svojem portfelju imelo še neizkoriščene certifikate, to za njih ni bilo mogoče. Vlada RS je zato v skladu z ZPSPID podaljšala rok za preoblikovanje, in sicer da so se morali PID-i preoblikovati do 31.12.2003. Po tem datumu v skladu z zakonodajo PID-i ne smejo več obstajati, saj so bili ustanovljeni zato, da bi predstavljali prehodno obliko od sklada s certifikatnim premoženjem do (običajnega) investicijskega sklada (Toplak, 2003, str. 8).

Medtem ko za PID-e minimalni delež naložb v tržne papirje ni bil predpisan, so morale investicijske družbe (zaprti skladi) po ZISDU v portfelju imeti vsaj 60% tržnih vrednostnih papirjev, vzajemni skladi (odprti skladi) pa 75% (Grgič, 2002, str. 15). Po predlogu ZISDU-1 pa morajo imeti investicijske družbe v portfelju minimalno kar 80% tržnih papirjev, vzajemni skladi pa 90%. Večina skladov ni mogla doseči teh določil, zato so se preoblikovali v redne delniške družbe oziroma finančne holdinge.

2.2 Statusne spremembe PID-ov

V obdobju od leta 1996 pa do konca leta 1998 so se vršile tri vrste statusnih sprememb PID-ov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 275-276):

- preoblikovanja v prave delniške družbe v smislu gospodarskih družb,

- pripojitve skladov v okviru ene družbe za upravljanje enemu samemu skladu,
- pripojitve in sočasno razdružitve skladov v okviru ene same družbe za upravljanje.

Prva vrsta sprememb je preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe oziroma holdinge. Vsi primeri tovrstnega preoblikovanja v Sloveniji so se zgodili v letih 1996 in 1997, ko je bila po hitrem postopku sprejeta dopolnitev ZISDU, ki je začasno prepovedovala preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe.

Druga sprememba je povezana z združitvami. PID-i so združitve opravili tako, da so vse PID-e pripojili k enemu od že obstoječih investicijskih skladov. Za navedeno ravnanje so se odločili zaradi večje racionalnosti upravljanja enega PID-a v okviru ene družbe za upravljanje, kot pa če ena družba za upravljanje upravlja več manjših PID-ov.

Tretja sprememba pa je pomenila takšno preoblikovanje, da so se najprej vsi PID-i v okviru iste družbe za upravljanje pripojili enemu skladu, nato pa so takšne združene sklade razdelili na dva PID-a, in sicer na »polnega« in »praznega«. »Polni« PID-i so tako predstavljali investicijski sklad, katerega lastniški certifikati so bili že zamenjani za lastniške deleže v podjetjih in torej po razdružitvi niso imeli v svoji aktivi nobenega certifikat več, temveč so imeli le delnice in deleže podjetij. »Prazni« PID pa je ob razdružitvi obdržal vse neizkoriščene certifikate (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 259). Portfelji »praznih« PID-ov so bili napolnjeni s premoženjem, ki je bilo nekoliko slabše kakovosti, glavnino pa so sestavljale naložbe v vrednostne papirje, ki še niso kotirali na organiziranem trgu (Mikuž, 2002a). Delničarji združenega PID-a so dobili sorazmerni del delnic obeh PID-ov. To pomeni, da so postali lastniki »polnega« in »praznega« PID-a. Upravljalci so tako vrsto preoblikovanja utemeljevali z naslednjim (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 259):

- ločitev investiranega od certifikatnega dela pomeni zavarovanje uspešnosti PID-a pred tveganjem glede kvalitete premoženja, namenjenega za še neizkoriščene lastniške certifikate,
- PID brez neporabljenih certifikatov v portfelju je primeren za vključitev v borzno kotacijo.

Takšno početje je jeseni 1997 priporočila sama ATVP, to pa zato, da bi pospešila prihod delnic vsaj nekaterih PID-ov na organiziran trg, postavila delničarje vseh pooblaščenih investicijskih družb v enakopraven položaj in nasploh zagotovila večji pregled nad njihovo organiziranostjo ter lastništvom prek delniških knjig pri Klirinško depotni družbi, d.d. (Grašič, 2003, str. 21).

2.3 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov v investicijske družbe

Omejitvene naložbe za investicijsko družbo so manj stroge kot za vzajemni sklad, zato se zdi, da je preoblikovanje v ID tudi najbolj logična varianta. ID so morali imeti po ZISDU 60% tržnih vrednostnih papirjev med vsemi naložbami. Vendar so PID-i zaradi slabega premoženja, ki so ga dobili, takšnemu pogoju zelo težko zadostili. Poleg omejitve naložb pa velja, da so morale imeti investicijske družbe tudi razpršene naložbe. Tako so PID-i, ki so imeli med svojimi naložbami visok delež vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, to obveznost ob preoblikovanju še težje izpolnili (Zajec, 2000, str. 80).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje iz leta 2002 določa, da morajo imeti investicijske družbe v portfelju minimalno 80% tržnih vrednostnih papirjev. Tako so morale vse investicijske družbe, ki so nastale iz PID-ov, pričeti z usklajevanjem poslovanja ter najkasneje v štirih letih od uveljavitve zakona v celoti uskladiti tudi naložbe in izpostavljenost investicijske družbe do posamezne osebe. Do takrat pa so se imenovalle posebne investicijske družbe.

ID-i imajo največ možnosti in prostih rok za nadaljnjo konsolidacijo svojega portfelja. Ker so dovolj zaprte delniške družbe, ni pričakovati tolikšnega pritiska varčevalcev za unovčenje vloženih certifikatov in s tem tudi potreb po likvidnosti. Tako se lahko zgodi le, če ZISDU-1, ki ne pozna trajne investicijske družbe, temveč le vzajemne sklade, ne bo sprejet na ustavnem sodišču (Petrič, 2003).

2.4 Zakonska ureditev preoblikovanja PID-ov v redne delniške družbe

Leta 1997 in 1998 so v Sloveniji nastale prve redne delniške družbe oziroma finančni holdingi. Da se v omenjenem obdobju ni preoblikovalo v holding več PID-ov, je mogoče pripisati dejstvu, da so se v holdinge lahko preoblikovali le tisti PID-i, ki niso imeli več neizkoriščenih lastniških certifikatov, hkrati pa je ATVP v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja PID-ov v finančni holding, saj naj bi v nekaterih primerih šlo za okoriščenje družb za upravljanje na račun delničarjev PID-ov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 274). Družbe za upravljanje so namreč kupovale delnice izven organiziranega trga. Z zakonom je bila sprejeta sprememba Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, novela ZISDU-B. Dopolnjen je bil 143. člen, v katerem so bili opredeljeni pogoji za preoblikovanje v redno delniško družbo po datumu 13.3.1999. Sredi aprila leta 1999 je bil sprejet Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, imenovan ZISDU-C. Ta zakon je datum preoblikovanja PID-ov v redno delniško družbo 13.3.1999 nadomestil z datumom 13.3.2000 in tako prestavil preoblikovanje PID-ov v holdinge še za eno leto (Jager, 2003, str. 33).

PID-i so se morali v skladu z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID, 1999, 33.

člen) uskladiti z določbami ZISDU najkasneje do 13.7.2002. Preoblikovati so se morali v investicijsko družbo in/ali v redno delniško družbo oziroma finančni holding. Ta rok je bil določen na osnovi datuma, od katerega je morala v skladu s 37. členom ZPSPID Slovenska razvojna družba na PID-e prenesti dodatno premoženje v zameno za lastniške certifikate, pa tudi na osnovi zahtev po usklajenosti naložb PID-ov ter na osnovi predvidene časovne dinamike uskladitve teh naložb, določenih v 143.a členu ZISDU (v primeru preoblikovanja v redno delniško družbo) oziroma v 5. poglavju ZISDU (v primeru preoblikovanja v investicijsko družbo). 143.a člen ZISDU namreč določa, da mora biti sestava naložb PID-ov, ki se nameravajo preoblikovati v redne delniške družbe, usklajena najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki določa preoblikovanje. Ker je slovenska razvojna družba podpisala pogodbe o predaji premoženja z vsemi PID-i šele v začetku marca 2002 in jim torej ni ponudila dodatnega državnega premoženja najkasneje do 31.1.2000, kot je to določal 3. odstavek 37. člena ZPSPID, je postalo jasno, da je bilo potrebno podaljšati rok, do katerega so se morali PID-i uskladiti z določbami ZISDU o preoblikovanju v redne delniške družbe oziroma z določbami o investicijskih družbah, sicer bi večina PID-ov končala z likvidacijo družbe, kar pa ni bil namen niti ZISDU niti ZPSPID. Junija 2002 je bil z Zakonom o spremembah in dopolnitvah ZPSPID (ZPSPID-A, 2002) določen novi rok, in sicer 31.12.2003.

Na trgu investicijskih družb je bilo zaznati največjo usmerjenost k preoblikovanju PID-ov v holdinške družbe, bolj kot za preoblikovanje v vzajemni sklad ali navadno investicijsko družbo. Preoblikovanje PID-ov v holdinško družbo je pomenilo, da jih pri investicijah niso ovirala pravila o razpršitvi sredstev, ki so veljale za vzajemne sklade, poleg tega kakovost premoženja, ki ga je država na zadnjih dražbah prenesla na PID-e, ni bila dovolj dobra, da bi se le-ti množično želeli preoblikovati v ID-e. Toda po drugi strani je preoblikovanje v holding za malega vlagatelja pomenilo najslabšo možnost. Finančni holdingi namreč zelo svobodno vodijo svojo poslovno in naložbeno politiko, poleg tega pa cena njihovih delnic ni neposredno povezana s splošnimi razmerami na organiziranem trgu (Mikuž, 2002a).

Če se je hotel PID preoblikovati v holding, je moral izpolnjevati več pogojev (dokazati je moral):

- da v svojem premoženju nima več kot 2 % tržnih vrednostnih papirjev niti denarja,
- da so, če so omenjeni deleži večji od 2 %, to kvalificirani deleži,
- da je bila investicijska politika doseganja PID-a pred preoblikovanjem vodena v skladu z njegovim statutom in da je od uvrstitve njihovih delnic na organizirani trg preteklo vsaj šest mesecev.

Tolikšno število preoblikovanj v redne delniške družbe je bilo posledica vrste oziroma kvalitete premoženja PID-ov. Veliko število le-teh v svojem premoženju ni imelo več kot 2% tržnih vrednostnih papirjev in tudi ne denarja (Jager, 2003, str. 33).

2.5 Zakonska ureditev preoblikovanja ID-ov v vzajemne sklade

Sam Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) je predvidel poleg prenehanja PID-a z likvidacijo tudi preoblikovanje v vzajemni sklad ali investicijsko družbo. Zaradi specifične strukture naložb (visok delež netržnih naložb) PID-ov je ZPIPID (ZPIPID, 1999) predvidel kot možen način preoblikovanja tudi razdružitev PID-a, vendar samo v investicijsko družbo ter redno delniško družbo, ne pa v vzajemni sklad. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje iz leta 2002, pa predvideva možnost preoblikovanja PID-ov tudi v vzajemni sklad (Grašič, 2003, str. 8).

Po ZISDU-1 se morajo investicijske družbe preoblikovati v vzajemni sklad najpozneje do leta 2011. Do leta 2007 se morajo ID-i uskladiti z ZISDU-1 in tako odstranili oznako »posebni«. Do uskladitve se vzajemni sklad imenuje poseben vzajemni sklad. Po letu 2007 pa imajo ID-i še 4 leta časa za preoblikovanje v vzajemni sklad (Mencinger, 2004, str. 17). Za vzajemne sklade je veljalo, da so se morali do 3.1.2005, to je v dveh letih po uveljavitve zakona, v celoti uskladiti z ZISDU-1. Do takrat pa so bili usklajeni še s starim Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Rožman, 2004, str. 16).

Vlada je na zasedanju septembra leta 2002 obravnavala ZISDU, pri čemer je poudarila, da je vprašljivo preoblikovanje portfeljev (P)ID-ov, ki se želijo preoblikovati v vzajemni sklad ter njihova konkurenčnost v boju s preostalimi skladi, ki že delujejo na domačem trgu ali se pripravljajo za vstop nanj. Pri tem pa bodo pomembno vlogo odigrali tudi tuji vzajemni skladi. (Mikuž, 2002). ZISDU-1 dovoljuje, da tudi tuji investicijski skladi lahko poslujejo v Sloveniji ter da lahko domači skladi vlagajo v tuje vrednostne papirje. Omenjeni novosti zakona sta dobrodošli predvsem za male delničarje, saj bo prihod novih tujih skladov povečal konkurenco in znižal upravljalske provizije. Poleg tega bo več tujih skladov ponujalo nove oblike naložbenih politik, tako da bodo vlagatelji imeli več možnosti izbiranja med zelenimi kombinacijami tveganja in donosa (Mastnak, 2002, str. 18).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994) je predpisal, da morajo vzajemni skladi imeti v svojem portfelju vsaj 75% tržnih vrednostnih papirjev. ZISDU-1 pa je predpisal nov pogoj za preoblikovanje PID-ov v vzajemni sklad, in sicer da morajo naložbe v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah v PID-u ali njegovem delu, ki se preoblikuje, predstavljati najmanj 90% vseh naložb. Ta pogoj je potreben, da se lahko izplača vlagatelje, ki zapuščajo sklad po čisti vrednosti enote premoženja. V strokovnih krogih zagovarjajo preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade predvsem zaradi zaščite malih delničarjev.

S preoblikovanjem v vzajemni sklad bi največ pridobili obstoječi delničarji PID-ov. V tem primeru bi se namreč odpravila razlika med tržno ceno delnic ter njihovo čisto vrednostjo sredstev. Likvidnost naložbe v novonastalem vzajemnem skladu bi se močno povečala, saj bi skupaj lahko dnevno kupovali oziroma prodajali delnice po čisti vrednosti sredstev. V

primeru slabe donosnosti ali slabega upravljanja vzajemnega sklada, bi delničarji lahko brez težav nemudoma izstopili iz vzajemnega sklada in tako najbolj učinkovito in neposredno vplivali na upravljalce. Hkrati pa bi pri preoblikovanju zaprtega sklada v odprtega, vrednost njegove delnice poskočila iz tržne na knjigovodsko vrednost, ki je precej višja (Gasparič, 2003, str. 29).

Obvezno preoblikovanje ID-ov v vzajemni sklad je v družbah za upravljanje sprožilo veliko razburjenja zato so vložile pritožbe zoper ZISDU. Nasprotujejo predvsem dvema členoma ZISDU, in sicer tistemu, ki pušča PID-om osem let za preoblikovanje v vzajemne sklade in tistemu, da sklad ne sme sprejemati nobenih novih vplačil. Tako je na ustavno sodišče prišla zahteva za presojo ustavnosti obveznega preoblikovanja, s čimer bi obvezno preoblikovanje lahko preprečili (Mencinger, 2004, str. 17). Po mnenju Staneta Valanta, direktorja Nacionalne finančne družbe, d.o.o. obvezno preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade pomeni kršitev nekaterih temeljnih ustavnih načel. Lahko namreč pride do ekonomskih oziroma materialnih posledic (zniževanjem cen delnic) za delničarje, ki bi nastale obveznem preoblikovanju (Petrič, 2003).

3 TRIGLAV DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE, D.O.O.

Triglav družba za upravljanje, d.o.o. je bila ustanovljena 7.5.1994. Dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov ji je ATVP izdala dne 26.5.1994. V sodni register vpisana in vplačana višina osnovnega kapitala Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. znaša 200 milijonov SIT (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

Ustanovljena je bila z namenom, da bi ustanovila investicijske družbe, ki so se v procesu privatizacije slovenskega gospodarstva ukvarjale z zbiranjem lastniških certifikatov od prebivalstva in z njihovo menjavo za delnice in deleže podjetij, ki so bila ponujena na dražbah Slovenske razvojne družbe. Od takrat pa do danes je večinski lastnik Triglava družbe za upravljanje, d.o.o. Zavarovalnica Triglav, d.d., osnovna dejavnost družbe pa se je razširila tudi na upravljanje vzajemnih skladov tako doma kot v tujini (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

Triglav družba za upravljanje, d.o.o. sodi med največje družbe, ki upravljajo z zbranimi finančnimi sredstvi iz procesa privatizacije v Sloveniji. Svojim vlagateljem nudi široko paleto storitev, hkrati pa uresničuje svoje poslanstvo z nudenjem prvovrstnih storitev in na ta način pri upravljanju z naložbami dosega boljše poslovne rezultate od konkurenčnih ponudnikov enakih storitev. Družba želi postati vodilni upravljalca skladov v Sloveniji in med tremi vodilnimi v jugovzhodni Evropi, saj ima zaradi poznavanja lokalnih razmer na teh trgih primerjalne prednosti pred konkurenco (Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004).

3.1 Pričetek delovanja in javna ponudba delnic

V obdobju zbiranja lastniških certifikatov je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. 26.5.1994 ustanovila šest pooblaščenih investicijskih družb in sicer: PID za Štajersko in Koroško, d.d., PID za Gorenjsko, d.d., PID ob Muri, d.d., PID za Dolenjsko in Posavje, d.d., PID za Primorsko in Notranjsko, d.d. in Triglav PID, d.d. Ustanovljene so bile z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad za razvoj (kasneje pa Slovenska razvojna družba). Triglav družba za upravljanje, d.o.o. je za upravljanje omenjenih PID-ov morala pridobiti dovoljenje ATVP (Kumer Mirnik, 2000, str. 10).

Postopek ustanovitve PID-ov se je pričel z zahtevo za izdajo dovoljenja za upravljanje PID-ov, naslovljeno na ATVP. Po pridobitvi dovoljenja so PID-i pričeli z javno ponudbo delnic, ki so bili skoraj v celoti vplačani z lastniškimi certifikati. Vpis je bil možen šest mesecev po pridobitvi dovoljenja. Ob ustanovitvi PID-a lahko statut določa, da ima družba za upravljanje pravico do povrnitve dejanskih stroškov ustanovitve družbe, ki ne sme presegati 5% vrednosti osnovnega kapitala PID-a, pri čemer lahko statut tudi določa, da se stroški ustanovitve povrnejo družbi za upravljanje tako, da se vračunajo v ceno delnic. Triglav družba za upravljanje, d.o.o. je ob ustanovitvi PID-a prodajala delnice svojih PID-ov po ceni 1.037 SIT. Po zaključeni javni ponudbi delnic se je PID registriral z vpisom v sodni register pri Okrožnem sodišču v Ljubljani in s tem pričel nastopati kot samostojna pravna oseba (Kumer Mirnik, 2000, str. 5-6).

3.2 Uspešnost pri zbiranju certifikatov

Večina lastniških certifikatov je bila v PID-e, ustanovljene s strani Triglav družbe za upravljanje, d.o.o., vložena v prvem letu njihovega zbiranja, to je v letu 1994, v večjem delu pa leta 1995. V tem času je več kot 130.000 delničarjev vložilo prek 33 milijard SIT certifikatnih sredstev v vse Triglavove PID-e. Dne 2.3.1997 je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. zaključila z vpisovanjem delnic PID Triglav (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

Iz Tabele 1 je razvidno, da je bila Triglav družba za upravljanje, d.o.o. druga največja družba za upravljanje po zaključku zbiranja certifikatov. Boljša od nje je bila le Nacionalna finančna družba, d.o.o., ki je zbrala nekaj več kot 44 milijard SIT certifikatnih sredstev. Kako so bile posamezne družbe za upravljanje uspešne pri zbiranju certifikatov, pa lahko vidimo na spodnji tabeli.

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

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

Vir: Znidaršič Kranjc, 2000, str. 74.

3.3 Preoblikovanje Triglavovih PID-ov

PID-i v upravljanju Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. so se preoblikovali z združitvijo in sočasno razdružitvijo PID-ov. Tabela 2 prikazuje vse pripojitve in razdružitve PID-ov v okviru posamezne DZU, ki so se zgodili v letu 1997 in 1998. Razvidno je, da so se DZU različno odločale za preoblikovanje PID-ov v nove organizacijske oblike. Prvi sta se za preoblikovanje PID-ov leta 1997 odločili Vipa DZU in Pomurska DZU, leto 1998 pa so se za preoblikovanje odločile še naslednje DZU: Triglav, Probanka, NFD, Krekova.

Tabela 2: Pripojitve in razdružitve PID-ov v letu 1997 in 1998

| Leto pripojitve in razdružitve | Družba za upravljanje | PID |
|--------------------------------|-----------------------|---|
| 1997 | Vipa | Združitev PID-a Vipa Invest, PID-a Vipa Invest 2 in PID-a Vipa Invest 3, nato razdružitev v Vipa Invest Nanos ter Vipa Invest Soča |
| 1997 | Pomurska | Pripojitev Pomurska PID 2 in Pomurska PID 3 k Pomurska PID in razdružitev Pomurska PID v Pomursko investicijsko družbo in Pomursko investicijsko družbo 2 |
| 1998 | Triglav | Združitev šestih PID-ov s Triglav PID za Ljubljano in Zasavje ter razdružitev na Triglav Steber I in Triglav Steber II |
| 1998 | Probanka | Pripojitev Zlate Monete in Zlate Monete II ter razdružitev v Zalto Moneto I in Zlato Moneto II |
| 1998 | NFD | Združitev vseh PID-ov ter razdružitev na NFD I investicijski sklad in NFD 2 investicijski sklad |
| 1998 | Krekova | Združitev PID-a Zvon in PID-a Klas v PID Skala ter razdružitev PID-a Skala v PID Zvon 1 in PID Zvon 2. |

Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 262.

V prvi fazi so leta 1998 skupščine šestih pooblaščenih investicijskih družb Triglav, PID za Gorenjsko, d.d. z dne 26.5.1998, Triglav, PID za Primorsko in Notranjsko, d.d. z dne 25.5.1998, Triglav, PID za Dolenjsko in Posavje, d.d. z dne 23.5.1998, Triglav PID za Štajersko in Koroško, d.d. z dne 27.5.1998, Triglav, PID ob Muri, d.d. z dne 28.5.1998 in Triglav, PID, d.d. z dne 29.5.1998 potrdile pogodbo o pripojitvi šestih PID kot prevzetih družb k pooblaščenim investicijski družbi Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d., kot prevzemni družbi, in sicer po stanju na dan 31.12.1997 (Revizijsko poročilo pooblaščenih investicijskih družb Triglav steber I, PID, d.d. za leto 1998, 1999). V postopku pripojitve so se vse delnice šestih prevzetih pooblaščenih investicijskih družb, ki so zaradi pripojitve prenehale delovati, zamenjale za delnice prevzemne pooblaščenih investicijskih družb po menjalnem razmerju 1:1 (ena proti ena), pri čemer je bilo upoštevano načelo proporcionalnega lastništva vseh delničarjev v obeh novonastalih družbah. Tako je osnovni kapital prevzemne pooblaščenih investicijskih družb Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje po povečanju kapitala po stanju na dan 31.12.1997 znašal 33.333.305.333 SIT (Kumer Mirnik, 2000, str. 10).

V drugi fazi je skupščina investicijske družbe Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d. 30.5.1998 sprejela sklep o razdružitvi družbe Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d. na dve novi pooblaščenim investicijski družbi, in sicer na Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d., medtem ko je Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d. prenehal

obstajati. Njegovo premoženje se je razdelilo med Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d. v razmerju 42,14% : 57,86%, in sicer tako, da novonastali Triglav Steber I, PID, d.d. v svojem premoženju ni imel več certifikatnih sredstev, pač pa vse ostalo premoženje in obveznosti vseh šestih prevzetih družb in prevzemne družbe. Premoženje Triglav Steber II, PID, d.d. pa je obsegalo le neizkoriščene certifikate, razen ustreznega dela 1% provizije, ki se je izplača družbi za upravljane v skladu s pogodbo o upravljanju (odobreni kapital). Delničarji pooblašcene investicijske družbe Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d., ki je z razdružitvijo nehala delovati, so v sorazmernem delu postali delničarji novoustanovljenih Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d. (Kumer Mirnik, 2000, str. 10-11).

ATVP je dne 1.7.1998 izdala odločbo št. 13711/AG-98, v kateri je odobrila pripojitev pooblaščenih investicijskih družb ter razdružitvev oziroma ustanovitev družb Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d. Ustanovitev obeh družb je bila vpisana v sodni register dne 12.8.1998.

Takšno preoblikovanje so opravili predvsem zato, da bi zadovoljili delničarje vseh sedmih PID-ov v zvezi z zmanjšanjem tveganja ob negotovi zapolnitvi privatizacijske vrzeli ter jim omogočili možnost prodaje delnic družbe Triglav Steber I, PID, d.d. na organiziranem trgu. Preoblikovanje omenjenih PID-ov v upravljanju Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. je bilo odziv na spremembo pogojev, v katerih so PID-i poslovali in odziv na spremembo poslovne strategije konkurenčnih družb za upravljanje (Kumer Mirnik, 2000, str. 11).

Osnovni značilnosti PID-ov, ki jih upravlja Triglav družba za upravljanje, d.o.o. sta bili sorazmerno velik delež neizkoriščenih certifikatov in kvalitetne naložbe, ki so bile posledica že porabljenih certifikatov. Obstoječi sistem regionalnih PID-ov s podobno strukturo sredstev, v katerih je delež neizkoriščenih certifikatov v povprečju znašal 58%, na kratek rok ni omogočal izkazovanja pozitivnih rezultatov poslovanja, saj so dobičke PID-a, ki jih je družba za upravljanje ustvarila z upravljanjem z obstoječimi naložbami, izničile izgube, ki so nastajale pri novih nakupih na dražbah. Brez izkazanega dobička ni bilo mogoče izplačevati dividend, pričakovana cena delnic PID-ov, katerih struktura premoženja je zajemala več kot polovico vseh sredstev v certifikatih, je bila nižja, vse to pa je povečalo nezadovoljstvo delničarjev PID-ov (Kumer Mirnik, 2000, str. 11).

Najpomembnejši kriterij pri delitvi združenega PID-a na dva novoustanovljena PID-a je bil enakopravnost delničarjev pri zamenjavi delnic, s katerimi so razpolagali, za delnico novoustanovljenih PID-ov. Razmerje med vrednostmi delnic PID-a se je določilo na osnovi knjigovodske vrednosti delnic¹ in na osnovi metode neto aktive s predpostavko, da so nerealizirani kapitalski dobički neposredno vključeni v bilanco stanja. Razlika med najnižjo vrednostjo pooblašcene investicijske družbe Triglav PID za Štajersko in Koroško (1.764,46

¹ Knjigovodska vrednost delnice je vrednost delnice, ki se izračuna iz podatkov bilance stanja delniške družbe kot razmerje med lastniškim kapitalom in številom izdanih delnic delniške družbe (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2005).

SIT) in najvišjo, ki jo je dosegla Triglav PID (1.857,91 SIT), namreč ni presegla 5%, pri čemer so bile razlike po metodi neto aktive še manjše. Vsota kapitala novoustanovljenega PID-a je bila enaka vsoti kapitala združenega PID-a. S postopkom reorganizacije PID-a je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. želela zadovoljiti predvsem pričakovanja delničarjev, pri čemer je izpostavila naslednje prednosti preoblikovanja (Kumer Mirnik, 2000, str. 12):

- takojšnja kotacija PID-a Triglav Steber I, katerega premoženje predstavljajo predvsem delnice in poslovni deleži, na borzi,
- zmanjšanje tveganja naložbe v PID Triglav Steber I, ker ni več tveganja zaradi negotovosti zapolnitve privatizacijske vrzeli, kar bi posledično vplivalo tudi na višjo ceno tega PID-a na borzi,
- kotacija na borzi delničarjem omogoča prodajo delnic po borznih cenah, odpravlja sivi trg in nezadovoljstvo, ki se pojavlja v zvezi s špekulativnimi nakupi delnic, družbi za upravljanje pa omogoča normalno upravljanje s portfeljem tega PID-a, njeno ustrezno donosnost in izplačilo prvih dividend v letu 1999,
- takšna reorganizacija PID-ov družbi za upravljanje omogoča enake pogoje upravljanja s portfeljem, kot jih imajo konkurenčne družbe za upravljanje, ki so podobne postopke že izvedle.

3.4 Vrednost certifikata in delnic Triglav Steber I, PID in Triglav Steber II, PID

Imetniki, ki so certifikat v vrednosti 100.000 SIT vložili v eno izmed pooblaščenih investicijskih družb v upravljanju Triglava družbe za upravljanje, d.o.o., so s tem (brez gotovinskega doplačila) dobili 96 delnic (= 100.000 SIT (vrednost certifikata) / 1.037 SIT (prodajna vrednost delnice)) izbranega PID-a (Triglav PID za Štajersko in Koroško, Triglav PID za Gorenjsko, Triglav PID ob Muri, Triglav PID za Dolenjsko in Posavje, Triglav PID za Primorsko in Notranjsko in Triglav PID).

Po statusnih spremembah so delničarji vsake izmed zgoraj navedenih PID-ov po pripojitvi s hkratno razdružitvijo v avgustu leta 1998 v enakem razmerju pridobili 40 delnic Triglav Steber I, PID, d.d. in 56 delnic Triglav Steber II, PID, d.d. Po uveljavitvi ZPSPID se jim je število delnic povečalo, tako da so od sredine julija 1999 postali imetniki 400 delnic Triglav Steber I, PID in 560 delnic Triglav Steber II, PID (Kumer Mirnik, 2000, str. 31).

Varčevalci, ki so v Triglavova PID-a vložili svoje certifikate, so bili prva leta zelo nezadovoljni nad donosi in tržno vrednostjo delnic TG1N (Triglav Steber I) in TG2N (Triglav Steber II). Kljub temu sta tečaja rasla, na ceno delnice pa sta vplivala predvsem kakovost premoženja in pričakovanja »novega« zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, t.j. ZISDU-1 (Mihajlović, 2002, str. 5). Večjo možnost za rast so pripisovali »polnemu« PID-u (Triglav Steber I) kot pa »praznemu« (Triglav Steber II). Razlog je bil v

tem, da je bil promet z njim bistveno manjši kot s tistim, ki ima najboljše premoženje. Več o gibanju tečaja omenjenih družb sledi v nadaljevanju naloge

4 TRIGLAV STEBER I, POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA, D.D.

Družba Triglav Steber I, PID, d.d. je pričela delovati z dnem 12.8.1998, ko je bila vpisana v sodni register pri Okrožnem sodišču v Ljubljani. Ustanovitelj družbe je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. V sodni register vpisani in vplačani kapital družbe znaša 14.046.426.000 SIT in je razdeljen na 14.046.426 delnic z nominalno vrednostjo 1.000 SIT za eno delnico (Letno poročilo družbe Triglav Steber I, PID, d.d. za leto 2000, 2001).

V nadaljevanju diplomskega dela predstavljam značilnosti preoblikovanja pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber I v investicijsko družbo in opisujem dogajanje delnice v času kotacije na borzi.

4.1 Preoblikovanje Triglav Steber I, PID, d.d. v investicijsko družbo

Družba Triglav Steber I, posebna investicijska družba, d.d. je nastala s preoblikovanjem iz pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber I, PID, d.d. Preoblikovanje iz PID-a v posebno ID je bilo vpisano v sodni register dne 23.9.2002 (Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004).

Tabela 3: Preoblikovanje PID-ov v letu 2002

| | DZU | PID | Način preoblikovanja | Novo ime | Dovoljenje ATVP |
|----|------------------|------------------|----------------------------------|---|------------------------|
| 1. | KRONA | Krona Krona | v celoti holding | Krona holding | februar 2002 |
| 2. | CAPINVEST | Kompas sklad 4 | 63% PID 37% holding | KS sklad 4 KS 4 naložbe | marec 2002 |
| 3. | ATENA | Atena 1. sklad | 46% PID 54% holding | Atena PID Aktiva FIN | marec 2002 |
| 4. | NFD | NFD ID 1 | v celoti ID | NFD 1 ID | april 2002 |
| 5. | TRIGLAV | Triglav Steber I | v celoti ID | Triglav Steber I ID | junij 2002 |
| 6. | KBM INFOND | Infond Zlat | 26% PID 24% ID 50% holding | Infond PID Infond ID Infond holding | junij 2002 |
| 7. | PRIMORSKI SKLADI | Modra linija | 35% PID 65% holding | Modra linija Modra linija holding | julij 2002 |

Vir: Grašič, 2003, str. 32.

Kljub podaljšanju roka preoblikovanja PID-ov v ID-e se je v letu 2002 preoblikovalo sedem PID-ov, ki so navedeni v Tabeli 3. Eden izmed njih je bil tudi Triglav Steber I, PID, d.d., ki se je po tem, ko je junija leta 2002 prejel dovoljenje od ATVP za preoblikovanje, v celoti preoblikoval v investicijsko družbo. Iz tabele je razvidno v kakšnem deležu so se PID-i preoblikovali v novo finančno obliko in kakšno je ime novo nastale družbe ter kdaj je ATVP izdala dovoljenje za preoblikovanje.

ID Triglav Steber I je v svojem portfelju že od sredine leta 1998 razpolagal z neizkoriščenimi certifikati. Iz Tabele 4 lahko razberemo, da je bil delež tržnih oziroma netržnih vrednostnih papirjev konec leta 1999 v obeh primerih pod 50 odstotki in približno enak. Da je družba lahko sledila zakonskim omejitvam, je morala povečati delež tržnih vrednostnih papirjev v svojem portfelju, ki je konec maja 2002 znašal 75,2%, delež netržnih vrednostnih papirjev pa se je zmanjšal na 19,3%.

Tabela 4: Struktura naložb Triglav Steber I, PID, d.d. konec maja 2002 in primerjava s stanjem konec leta 1999

| Struktura naložb | 31.05.2002 | | 31.12.1999 |
|---------------------------|-------------------|--------------|--------------|
| | v 1000 SIT | v % | v % |
| Tržni VP | 31.998.017 | 75,2 | 49,2 |
| Netržni VP | 8.210.516 | 19,3 | 47,6 |
| Ostalo | 2.315.803 | 5,5 | 3,2 |
| Neizkoriščeni certifikati | 0 | 0,0 | 0,0 |
| Skupaj | 42.524.336 | 100,0 | 100,0 |

Vir: Grašič, 2003, str. 34; Prospekti za uvrstitev delnice pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber I, PID, d.d. na prosti trg Ljubljanske borze vrednostnih papirjev v letu 1998 in 1999.

Pooblaščenica investicijska družba Triglav Steber I je bila med prvimi PID-i, ki se je lahko v celoti preoblikoval v investicijsko družbo. V družbi so se odločili za pretežno pasivno naložbeno politiko, zato so že od samega začetka vse napore v poslovanju skladov usmerili v uskladitev sredstev oziroma posameznih naložb v skladu z ZISDU in s tem pripravo sklada za preoblikovanje v ID. ATVP je pooblaščenici investicijski družbi Triglav Steber I, PID, d.d. izdala dovoljenje za preoblikovanje 28.6.2002. V trenutku pridobitve dovoljenja je imel Triglav Steber I, ID, d.d. več kot 70-odstotkov tržnih vrednostnih papirjev. Vse do sprejetja ZISDU-1, je posloval kot navadni zaprti investicijski sklad. ZISDU-1 pa postavlja vse investicijske sklade (investicijske družbe in vzajemne sklade) v status »posebnih«, vse dokler se ne uskladijo z določili ZISDU-1 (Grašič, 2003, str. 34-35).

Tabela 5: Največji imetniki delnic družbe Triglav Steber I,PID, po podatkih iz delniške knjige na dan 29.02.2004

| zap. št. | DZU | število delnic | delež (%) |
|----------|-----------------------------------|----------------|-----------|
| 1. | Triglav DU, d.o.o. | 11.803.600 | 8,003 |
| 2. | Abanka d.d. | 9.270.000 | 6,285 |
| 3. | Interra d.d., Ljubljana | 9.089.929 | 6,163 |
| 4. | Zavarovalnica Triglav d.d. | 8.189.126 | 5,552 |
| 5. | Factor banka d.d. | 5.778.971 | 3,918 |
| 6. | Zavaroval. Triglav - kritni sklad | 4.112.344 | 2,788 |
| 7. | Helios Domžale d.d. | 3.359.911 | 2,278 |
| 8. | Fond Invest d.d. | 2.542.383 | 1,724 |
| 9. | BLB, d.d. | 2.114.802 | 1,434 |
| 10. | Novus d.d. | 2.069.834 | 1,403 |

Vir: Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004.

V Tabeli 5 je navedenih deset izdajateljev vrednostnih papirjev, v katerih je imela družba Triglav Steber I, PID na dan 29.2.2004 naloženih največ sredstev. Razvidno je, da so največji del svojih sredstev investirali v Triglav družbo za upravljanje, d.o.o., sledijo banke in zavarovalnice.

4.2 Triglav Steber I, delniška investicijska družba, d.d. in njena delnica

Uprava Ljubljanske borze je dne 28.10.1998 sprejela sklep o uvrstitvi družbe Triglav Steber, PID, d.d., na organiziran trg vrednostnih papirjev. Na prvi trgovni dan dne 02.11.1998 je bila dosežena cena 739,88 SIT za delnico, oznaka delnice investicijske družbe pa je bila TG1S. (Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004).

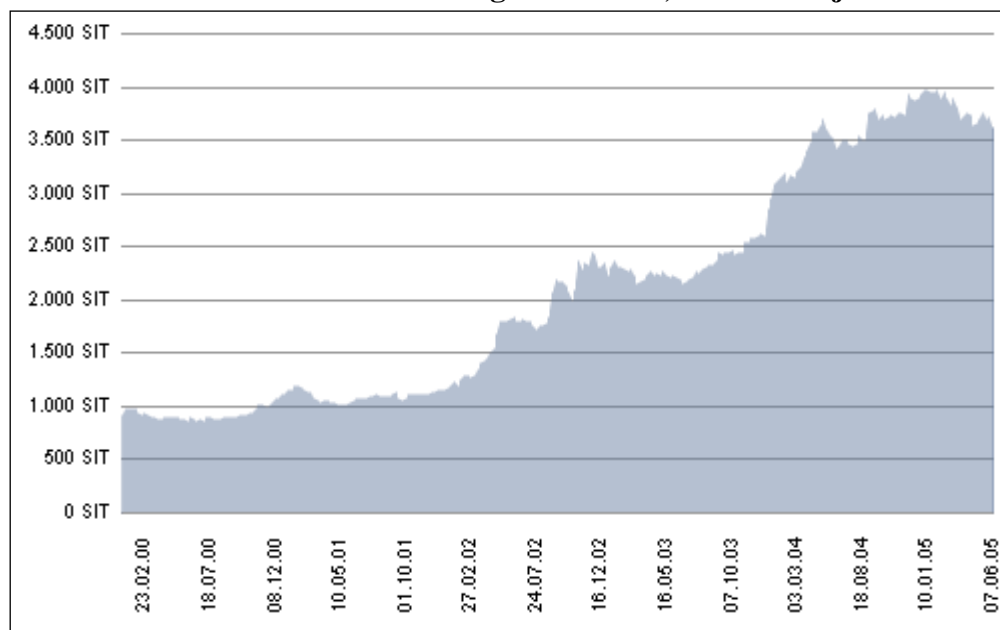
Triglav družba za upravljanje, d.o.o. je dne 21.7.2004 prejela sklep Okrožnega sodišča v Ljubljani o vpisu spremembe firme in spremembe statuta Triglav Steber I, posebna investicijska družba, d.d. v sodni register, na podlagi katerega je bila v sodni register vpisana naslednja firma družbe: Triglav Steber I, delniška investicijska družba (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

V skladu s sklepom skupščine družbe Triglav Steber I, posebna ID, d.d. z dne 23.01.2004 se je v roku 8 dni od vpisa sklepa o spremembi Statuta družbe v sodni register na podlagi danega naloga Klirinško depotni družbi, d.d., nominalna vrednost delnice investicijske družbe Triglav Steber I, d.d. zamenjala iz 100,00 SIT za delnico na 1.000,00 SIT za delnico (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005). Uskladitev se je izvedla z združitvijo deset starih delnic v eno novo delnico investicijske družbe. Preostanek starih delnic, ki pri posameznemu delničarju niso zadostovale za zamenjavo do ene nove delnice, se je izplačalo po postopku iz 350. člena

Zakona o gospodarskih družbah tako, da se je za vsako staro in razveljavljeno delnico izplačalo nadomestilo v višini, ki je bilo enako tržni vrednosti delnice na Ljubljanski borzi na dan objave sklica skupščine. Poleg tega pa se je spremenila tudi oznaka delnice omenjene družbe in sicer iz TG1N v TG1R. Z dnem zamenjave delnic so se delnice TG1R, vključno z delnicami, ki niso dosegle potrebnega števila za zamenjavo z novimi delnicami, razveljavile. (Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004).

Po izvedenem postopku zamenjave delnic zaradi spremembe nominalne vrednosti delnic ter spremembe firme izdajatelja iz Triglav Steber I, posebna investicijska družba, d. d., v Triglav Steber I, delniška investicijska družba d. d., je uprava Ljubljanske borze dne 10. 8. 2004 sprejela odločbo, da se z dnem 11. 8. 2004 v trgovanje na prostem trgu vključi 14.746.743 navadnih imenskih delnic izdajatelja z oznako TG1R, z nominalno vrednostjo delnice 1000 SIT v skupni nominalni vrednosti 14.746.743.000 SIT (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

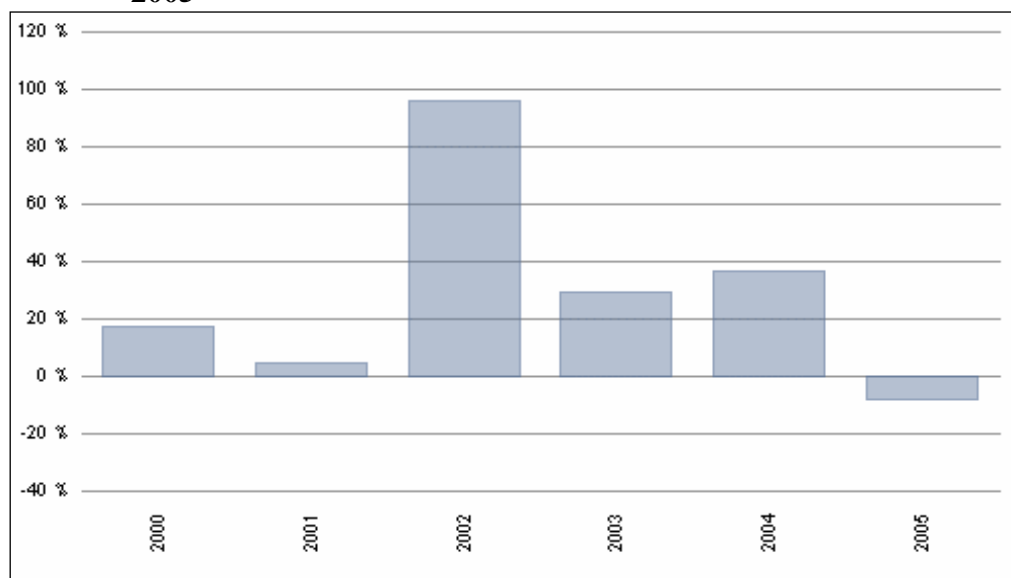
Slika 1: Tržna vrednost delnice Triglav Steber I, ID v obdobju od 10.1.2000 do 7.6.2005



Vir: Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005.

Na Slika 1 prikazujem rast tržne vrednosti delnice TG1R, in sicer v obdobju od 10.1.2000 do 7.6.2005. Delnica TG1R je ponujala odlično razmerje med tveganjem in pričakovanim donosom. Borzni analitiki so jo zato priporočali predvsem tistim vlagateljem, ki niso hoteli preveč tvegati. Povpraševanje po delnicah Triglav Steber I, ID je vseskozi povečevalo dejstvo, da so bile delnice podcenjene, poleg tega pa so imele kakovostne naložbe. Temu primerno so rasli tudi njihovi tečaji.

Slika 2: Letna donosnost delnice Triglav Steber I, ID v obdobju od leta 2000 do leta 2005²



Vir: Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005.

Slika 2 prikazuje letno donosnost investicijske družbe Triglav Steber I za obdobje od 10.1.2000 do 7.6.2005. Razvidno je, da je donosnost v omenjenih obdobjih dokaj nihala. V letu 2001 je družba zabeležila izgubo, ki je bila posledica obsežnega prestrukturiranja njenih naložb in priprave družbe na preoblikovanje v investicijsko družbo. To sta hkrati tudi razloga, da je bila donosnost delnice tega leta najnižja do sedaj in je znašala komaj 3,8 %. Že naslednje leto pa je donosnost delnice dosegla največjo vrednost, saj se je tečaj delnice Triglav Steber I povečal kar za 96%. Razlogi za nadpovprečno rast so bili: uspešno preoblikovanje strukture portfelja (zmanjšanje netržnih in povečanje tržnih vrednostnih papirjev) in preoblikovanje pooblaščenice investicijske družbe v navadno investicijsko družbo (Letno poročilo družbe Triglav Steber I, ID, d.d. za leto 2002, 2003). Konec leta 2003 je investicijska družba Triglav Steber I, ID, d.d. kotirala na borzi s približno 30-odstotnim diskontom glede na knjigovodsko vrednost, poleg tega je imela v svojem portfelju kar 70 odstotkov delnic, ki kotirajo na borzi. Rast cene delnice družbe je bila v letu 2003 27,7%, kar je bila najvišja rast med vsemi investicijskimi družbami, ki so bile v letu 2003 uvrščene na organizirani trg v Sloveniji. Ob upoštevanju izplačane dividende je znašala donosnost delnice družbe v tem letu 29,7%. Omeniti je potrebno tudi to, da je na samo rast delnice pozitivno vplival tudi razvoj produktov življenjskih zavarovanj Zavarovalnice Triglav, d.d. (Prospekt za uvrstitev delnic družbe Triglav Steber, PID, d.d. na organiziran trg vrednostnih papirjev v letu 2003, 2003). Na višjo rast v letu 2004 v primerjavi s prejšnjim letom je med drugim vplivalo to, da je ob koncu leta 2003 investicijska družba javnosti sporočila svoj namen o preoblikovanju v vzajemni sklad. Na dan 7.6.2005 je delnice TG1R kotirala na borzi s 16-odstotnim diskontom glede na knjigovodsko vrednost. 10.06.2005 je bil zadnji trgovni dan z delnico TG1R, saj se je družba Triglav Steber I, ID, d.d. dne 8.06.2005 preoblikovala v

² Za leto 2005 je prikazana donosnost na dan 7.6.2005 in ne letna donosnost, ker se je družba 8.6.2005 preoblikovala v vzajemni sklad.

vzajemni sklad. Trgovanje na borzi je bilo 13.6.2005 zaustavljeno, in sicer do izbrisa družbe iz sodnega registra, to je dne 23.6.2005. To pa je hkrati tudi pomenilo prenehanje obstoja ID-a Triglav Steber I, d.d.

Na ceno delnice TG1R je na trgu vplival predvsem delež tržnih vrednostnih papirjev v portfelju investicijske družbe Triglav Steber I. V Prilogi 1 struktura naložb družbe kaže, da so predstavljale največji delež v portfelju delnice Krke, Heliosa, Mercatorja, Petrola in Istrabenza. Med netržnimi naložbami pa je treba izpostaviti delnice Abanke, Nove Ljubljanske banke in Telekom Slovenije. Omenjeno premoženje ID-a Triglav Steber I pa se je s preoblikovanjem v vzajemni sklad v celoti preneslo na Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I.

5 TRIGLAV STEBER II, POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA, D.D

Družba Triglav Steber II, PID, d.d. je pričela delovati z dnem 12.8.1998, ko je bila vpisana v sodni register pri Okrožnem sodišču v Ljubljani. Ustanovitelj družbe je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. Osnovni kapital družbe znaša 19.541.255.100 SIT in je razdeljen na 195.412.551 navadnih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 100,00 SIT za eno delnico (Letno poročilo družbe Triglav Steber II, PID, d.d. za leto 2002, 2003).

V nadaljevanju predstavljam preoblikovanje PID-a Triglav Steber II v finančni holding Triglav, finančna družba, d.d. in Triglav Steber, PID, d.d. ter preoblikovanje slednjega v holding Triglav Naložbe, finančna družba, d.d.

5.1 Preoblikovanje Triglav Steber II, PID, d.d. v finančni holding in PID ter njena delnica

Januarja 2003 je v Sloveniji še vedno poslovalo 30 PID-ov. V letu 2003 se je pričakovalo, da se bodo vsi PID-i bodisi uskladili z določbami Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki veljajo za investicijske družbe, bodisi razdružili v investicijsko družbo in redno delniško družbo, bodisi v celoti preoblikovali v redno delniško družbo, ker se je po Zakonu o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb z dnem 31.12.2003 iztekel rok za navedeno uskladitev oziroma preoblikovanje (Grašič, 2003, str. 35).

Poslovanje PID-a Triglav Steber II je v letu 2003 zaznamoval proces preoblikovanja v skladu z zakonskimi predpisi in sicer po izbrani metodi oddelitve tako, da sta iz omenjene družbe nastali dve novi družbi, in sicer finančni holding Triglav, finančna družba, d.d. ter PID Triglav Steber, PID, d.d. Formalno sta novi družbi nastali po pridobitvi soglasja ATVP in registraciji na sodišču februarja 2003. Triglav, finančna družba, d.d. je nastala z oddelitvijo družbe Triglav Steber II, PID, d.d. na osnovi delitvenega načrta na dan 31.7.2001. Triglav Steber II, PID, d.d. se je po oddelitvi Triglav Steber, PID, d.d. preoblikovala v Triglav,

finančno družbo, d.d. kot pravno naslednico. Premoženje družbe Triglav Steber, PID, d.d. so sestavljali le lastniški certifikati, medtem ko je premoženje Triglav, finančne družbe, d.d. ustrezalo preoblikovanju v redno delniško družbo oziroma holding. Klirinško depotna družba, d.d. je skladno z registracijo preoblikovanja Triglav Steber II, PID, d.d. razdelila delnice bivšim delničarjem posamezne družbe tako, da so pridobili delnice Triglav, finančna družba, d.d. in delnice Triglav Steber, PID, d.d. v skladu z delitvenim načrtom. (Letno poročilo družbe Triglav Steber II, PID, d.d. za leto 2002, 2003).

Tabela 6: Preoblikovanje PID-ov v letu 2003

| | Stari subjekt | Način preoblikovanja | Novi subjekt | Dovoljenje ATVP |
|-----|----------------------------|----------------------------------|---|------------------------|
| 1. | Triglav Steber II | 44% PID 56% holding | Triglav Steber, PID, d.d. Triglav, finančna družba, d.d. | februar 2003 |
| 2. | DPB Vizija, PID, d.d. | 48% PID 52% holding | Vizija I, PID, d.d. Vizija Holding, d.d. | februar 2003 |
| 3. | Maksima 1, PID, d.d. | 30% holding 34% PID 36% ID | Maksima Holding, d.d. PID Maksima d.d. ID Maksima, d.d. | april 2003 |
| 4. | Zlata Moneta 1 | v celoti ID | Zlata moneta ID, d.d. | julij 2003 |
| 5. | PID Zvon ena | 84% holding 16% ID | Zvon ena holding, finančna družba, d.d. Zvon ena ID, d.d. | julij 2003 |
| 6. | Aktiva avant I, PID, d.d. | v celoti v holding | Aktiva avant, finančna družba, d.d. | avgust 2003 |
| 7. | Nika PID 1, d.d. | v celoti v holding | Certius invest, finančna družba, d.d. | avgust 2003 |
| 8. | KD PID, d.d. | v celoti v holding | KD naložbe, finančna družba, d.d. | oktober 2003 |
| 9. | Zlata moneta II, PID, d.d. | v celoti v holding | Zlata moneta II, finančna družba, d.d. | oktober 2003 |
| 10. | Capinvest 2 PID, d.d. | v celoti v holding | C2 naložbe, upravljanje naložb, d.d. | november 2003 |
| 11. | KS-sklad 2 PID, d.d. | v celoti v holding | KS2 naložbe, upravljanje naložb, d.d. | november 2003 |
| 12. | KS-sklad 4 PID, d.d. | v celoti v holding | KS 4 naložbe, upravljanje naložb, d.d. | november 2003 |
| 13. | NFD 2 PID, d.d. | v celoti v holding | NFD holding, d.d. | november 2003 |
| 14. | Arkada ena PID, d.d. | v celoti v holding | Arkada holding, d.d. | december 2003 |

Vir: Grašič, 2003, str. 36.

V Tabeli 6 so prikazana vsa preoblikovanja PID-ov v holdinge, PID-e ali ID-e, ki so se zgodila v letu 2003. Hkrati je razvidno, v kakšnem deležu se je posamezna pooblaščenca investicijska družba preoblikovala v novo družbo in kakšno je njeno novo ime.

Ob preoblikovanju Triglav Steber II, PID je bil na novi PID Triglav Steber preneseno približno 44% premoženja starega PID-a, na holding Triglav, finančna družba, pa 56% premoženja. Nominalna vrednost delnice novega PID-a je bila 100 SIT, nominalna vrednost delnice holdinga pa 1000 SIT. Za lažjo predstavo: iz 1000 delnic starega PID-a Triglav Steber II je nastalo približno 680 delnic Triglav Steber, PID, d.d. in 32 delnic Triglav, finančna družba, d.d. (Gostiša, 2003).

Uprava Ljubljanske borze je 24.2.2003 sprejela odločitev, da se s tem dnevom začasno ustavi trgovanje z rednimi delnicami PID-a Triglav Steber II, ki so uvrščene na prosti trg. Triglav, družba za upravljanje, d.d. je Ljubljansko borzo obvestila, da so bili sklepi skupščine PID-a na podlagi dovoljenja za preoblikovanje, ki ga je izdala ATVP, 20.2.2003 vpisani v sodni register Okrožnega sodišča v Ljubljani. Preoblikovanje se je opravilo s prenosom dela premoženja družbe izdajatelja na novo družbo Triglav Steber, PID, d.d. in preoblikovanjem družbe v redno delniško družbo Triglav, finančna družba, d.d. (Mihajlović, 2003a, str. 5).

Za razliko od ID-a Triglav Steber I, je Triglav Steber II, PID, d.d. že od samega začetka razpolagal z neizkoriščenimi certifikati v svojem portfelju. Tabela 7 prikazuje, da je družba konec leta 2000 v svojem portfelju vsebovala še 67% neizkoriščenih certifikatov. Toda, če se je hotela preoblikovati v novo finančno obliko, se je morala teh certifikatov znebiti. Vidimo, da konec leta 2003 družba ni več razpolagala z neizkoriščenimi certifikati, je pa v svojem portfelju močno povečala delež tržnih vrednostnih papirjev, in sicer na 87,5%.

Tabela 7: Struktura naložb Triglav Steber II, PID, d.d. konec januarja 2003 in primerjava s stanjem konec leta 2000

| Struktura naložb | 31.01.2003 | | 31.12.2000 |
|---------------------------|-------------------|--------------|--------------|
| | v 1000 SIT | v % | v % |
| Tržni VP | 2.165.896 | 11,3 | 6,4 |
| Netržni VP | 16.729.284 | 87,5 | 26,5 |
| Ostalo | 216.013 | 1,2 | 0,2 |
| Neizkoriščeni certifikati | 0 | 0,0 | 66,9 |
| Skupaj | 19.111.193 | 100,0 | 100,0 |

Vir: Grašič, 2003, str. 36; Prospekt za uvrstitev PID-ov na borzo v letih 1999 in 2000.

Pomemben dejavnik, ki je vplival na poslovanje PID-a Triglav Steber II, je dejstvo, da je imela družba do konca leta 2001 med svojimi sredstvi še vedno dve tretjini neizkoriščenih certifikatov. Zaradi nedorečene zakonodaje na področju PID-ov in nenehnega zamikanja zapolnitve privatizacijske vrzeli s sporno kvaliteto premoženja, se je družba v prvi polovici leta 2001 odločila za preoblikovanje. Ker je le manjši del naložb ustrezal zakonskim

kriterijem za preoblikovanje v posebno investicijsko družbo, je tako sodila med najmanjše posebne investicijske družbe pri nas. Zato so sprejeli odločitev o preoblikovanju realnega premoženja družbe v novo upravljanje investicijskih skladov. Tako odločitev so sprejeli delničarji Triglav Steber II, PID, d.d. na skupščini v mesecu novembru 2001, vendar je dovoljenje za preoblikovanje ATVP izdala šele v začetku februarja leta 2003. Med tem časom je PID na dražbi Slovenske razvojne družbe za realno premoženje zamenjal še zadnje lastniške certifikate ter jih v glavnem porabil za nakup poslovnih deležev (Grašič, 2003, str. 36).

5.2 Triglav, finančna družba, d.d. in njena delnica

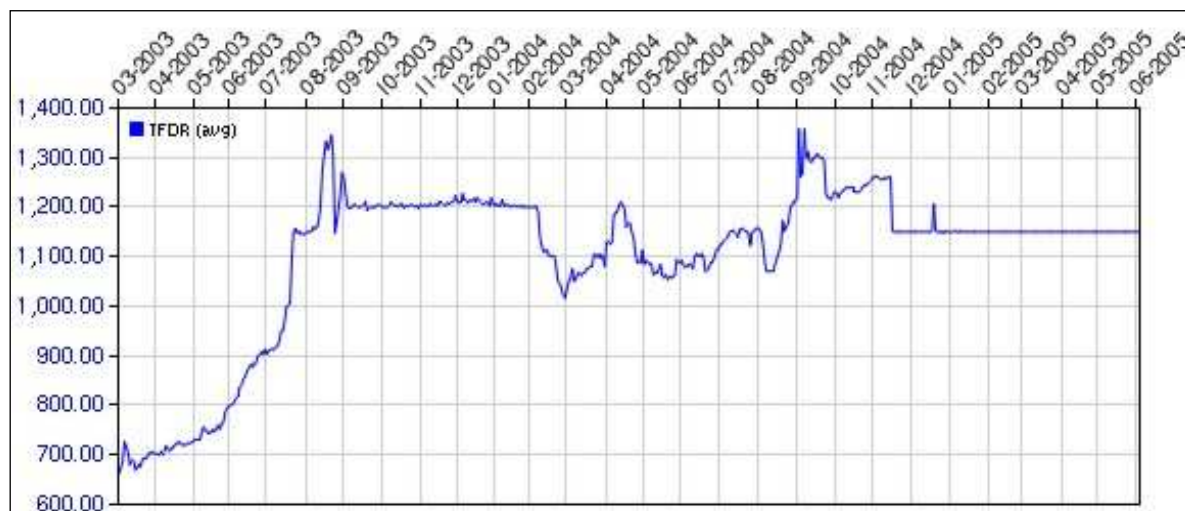
Triglav, finančna družba, d.d. je začela s samostojnim poslovanjem dne 20.2.2003. Nastala je z oddelitvijo družbe Triglav Steber II, PID, d.d. na osnovi delitvenega načrta na dan 31.7.2001, ki ga je sprejela skupščina 27.11.2001. Oddeljena družba Triglav Steber II, PID pa je bila pooblaščenca investicijska družba Triglav Steber, PID, d.d., sedaj Triglav naložbe, d.d. Dovoljenje za preoblikovanje Triglav Steber II, PID, d.d. v Triglav, finančna družba, d.d. je izdala ATVP dne 5.2.2003. Družba je bila vpisana v sodni register pri Okrožnem sodišču v Ljubljani, ki je 20.2.2003 registriralo postopek preoblikovanja. Osnovni kapital družbe znaša 6.356.989.000 SIT in je razdeljen na 6.356.989 navadnih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 1.000 SIT (Letno poročilo družbe Triglav, finančna družba, d.d., za leto 2004, 2005).

Triglav, finančna družba, d.d. je tako začela poslovanje kot navadna delniška družba in pravna naslednica PID-a (Triglav Steber II, PID, d.d.). To je pomenilo nadaljevanje upravljanja že obstoječega premoženja, z relativno širokim portfeljem naložb brez večjih sprememb v strategiji do upravljanja posameznih naložb, kot jih je prej imela Triglav družba za upravljanje, d.o.o., ki je upravljala s PID-om (Letno poročilo družbe Triglav, finančna družba, d.d. za leto 2003, 2004).

Redne imenske delnice družbe Triglav, finančna družba, d.d. z oznako TFDR so bile 4.3.2003 po izvedenem postopku zamenjave delnic zaradi oddelitve z ustanovitvijo družbe ter preoblikovanja v redno delniško družbo vključene v trgovanje na prostem trgu. Delnice družbe so uvrščene na prosti trg, in sicer med redne delnice. Knjigovodska vrednost delnice družbe na dan 31.12.2003 je bila 1.469,62 SIT, na dan 31.12.2004 pa 1.564,25 SIT. Tržna vrednost delnice na dan 31.12.2003 je bila 1.218,35 SIT, na dan 31.12.2004 pa 1.150,00 SIT. Tečaj delnice TFDR se je ob uvrstitvi na borzo, to je bilo dne 4.3.2003 pa do dne 31.12.2004, gibal med najnižjo vrednostjo 662,00 SIT in najvišjo vrednostjo 1.357,47 SIT na delnico (Letno poročilo družbe Triglav, finančna družba, d.d. za leto 2004, 2005). Preko vrednosti 1.300,00 SIT za delnico se je tečaj povzpел avgusta leta 2003 in oktobra leta 2004. Na povišanje tečaja oktobra leta 2004 je vplival javni odkup delnic Zavarovalnice Triglav, d.d. V

letu 2005 cena delnice ni vidno nihala in se je vseskozi gibala okrog vrednosti 1.115 SIT za delnico. Omenjeno gibanje tečaja z delnico TFDR je prikazano na Sliki 4.

Slika 4: Gibanje dnevnega tečaja delnice TFDR v obdobju od 4.3.2003 do 7.6.2005



Vir: GBD Gorenjska borznoposredniška družba, d.d., 2005.

S prevzemno ponudbo Zavarovalnice Triglav, d.d., ki je trajala od 22.10.2004 do 19.11.2004, za odkup delnic družbe Triglav, finančna družba, d.d. je Zavarovalnica Triglav vključno s kritnim skladom življenjskega zavarovanja (ŽZ) pridobila 64,67% delnic družbe Triglav, finančna družba. Kot kaže Tabela 8 sta ji konec leta 2004 po velikosti lastniškega deleža sledili družbi Vincent S.A. Holding z 5,72% in Iskratel, d.o.o. z 0,16%.

Tabela 8: Največji delničarji družbe Triglav, finančna družba, d.d. na dan 31.12.2004

| | Naziv imetnika | Število delnic | Deleži (%) |
|----|---|------------------|---------------|
| 1. | Zavarovalnica Triglav, d.d. | 2.536.469 | 39,90 |
| 2. | Zavarovalnica Triglav / kritni sklad ŽZ | 1.574.800 | 24,77 |
| 3. | Vincent S.A. Holding | 363.801 | 5,72 |
| 4. | Iskratel d.o.o., Kranj | 10.067 | 0,16 |
| 5. | Ostali delničarji | 1.871.852 | 29,45 |
| | Skupaj | 6.356.989 | 100,00 |

Vir: Letno poročilo družbe Triglav, finančna družba, d.d. za leto 2004, 2005

5.3 Triglav Steber, PID, d.d.

Pooblaščenca investicijska družba Triglav Steber, PID, d.d. je nastala z oddelitvijo od družbe Triglav Steber II, PID, katero je upravljala Triglav družba za upravljanje, d.o.o. na osnovi delitvenega načrta na dan 31.7.2001, ki ga je sprejela skupščina v mesecu novembru 2001. Dne 5.2.2003 je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. pridobila soglasje ATVP k preoblikovanju. Z upravljanjem je družba začela dne 20.2.2003. Po pridobitvi odločbe z dne 21.2.2003 je prejela sklep Okrožnega sodišča v Ljubljani o vpisu statusnega preoblikovanja.

V osmih dneh po vpisu v sodni register je Klirinško depotna družba, d.d. izvedla zamenjavo delnic prenosne družbe za delnice nove družbe skladno z menjalnim razmerjem, določenem v delitvenem načrtu. Skladno s 33. členom ZPSPID je bilo menjalno razmerje določeno tako, da je delničarjem zagotavljal enak odstotek udeležbe v osnovnem kapitalu vsake od družb, kot so ga na presečni dan imeli v prenosni družbi (Prospekt o uvrstitvi delnic Triglav Steber, PID, d.d. na organiziran trg vrednostnih papirjev v letu 2003, 2003). Družba je pričela poslovati z osnovnim kapitalom v višini 13.184.266.100 SIT, razdeljenim na 13.842.661 navadnih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 100,00 SIT (Polletno poročilo družbe Triglav Steber, PID, d.d. v letu 2003, 2003).

Triglav Steber, PID, d.d. je v času priprave delitvenega načrta razpolagal le z neizkoriščenimi certifikati. Premoženje, ki je bilo preneseno iz družbe Triglav Steber II, PID na pooblaščen investicijsko družbo Triglav Steber, PID, d.d. je bilo v skladu z delitvenim načrtom, ki ga je potrdila skupščina prenosne družbe na seji dne 27.11.2001 (Polletno poročilo družbe Triglav Steber, PID, d.d. v letu 2003, 2003).

Tabela 9: Največji delničarji družbe Triglav Steber, PID, d.d. na dan 3.1.2003

| | Naziv imetnika | Število delnic | Deleži (%) |
|----|--------------------|----------------|------------|
| 1. | A5, d.o.o. | 20.026.049 | 15,1894 |
| 2. | Triglav DU, d.o.o. | 11.013.760 | 8,3537 |
| 3. | Sava, d.d. | 7.048.595 | 5,3462 |
| 4. | Megainvest | 6.015.172 | 4,5624 |
| 5. | Pom-invest | 4.955.540 | 3,7587 |

Vir: Polletno poročilo družbe Triglav Steber, PID, d.d. v letu 2003, 2003.

Kot kaže Tabela 9, je imela družba Triglav Steber, PID, d.d. na dan 3.1.2004 naloženih največ sredstev v družbo A5, d.o.o. Približno polovico manj sredstev so investirali v Triglav družbo za upravljanje, d.o.o. ter nekoliko manj v Savo, d.d. V Megainvestu so imeli 4,56%, 3,75% pa v Pom-investu.

5.3.1 Preoblikovanje Triglav Steber, PID, d.d. v redno delniško družbo oziroma finančni holding

V drugi polovici leta 2003 so pri družbi Triglav Steber, PID, d.d. svoje delovanje usmerili v preoblikovanje PID-ov v skladu z zakonskimi predpisi. PID-i so bili, kot rečeno, le začasna oblika organiziranosti, ki so se morali do konca leta 2003 preoblikovati. Naložbe družbe Triglav Steber, PID, d.d. niso bile primerne za preoblikovanje v investicijsko družbo oziroma vzajemni sklad, ker so jih sestavljali v pretežni meri netržni vrednostni papirji in naložbe v družbe z omejeno odgovornostjo. Zato se je družba odločila za preoblikovanje v redno delniško družbo.

Do preoblikovanja Triglav Steber, PID, d.d. v redno delniško je prišlo na skupščini decembra leta 2003. Dne 1.2.2004 pa je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. na osnovi 143.a člena ZISDU, 33. člena ZPSPID in določil Zakona o gospodarskih družbah prejela dovoljenje ATPV za statusno preoblikovanje pooblaščenice investicijske družbe Triglav Steber, PID, d.d. v redno delniško družbo Triglav Naložbe, finančna družba, d.d., krajše Triglav Naložbe, d.d. (Polletno poročilo družbe Triglav naložbe, d.d. v letu 2004, 2004).

Po pridobitvi dovoljenja ATPV za preoblikovanje je družba pričela z aktivnostmi za vpis statusnih sprememb v sodni register. Preoblikovanje je bilo vpisano v sodni register na dan 17.3.2004. Družba Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. je z dnem vpisa preoblikovanja v sodni register postala samostojna pravna oseba s premoženjem, ki ga upravlja sama in ne več preko Triglava družbe za upravljanje, d.o.o. (Polletno poročilo družbe Triglav Naložbe, d.d. v letu 2004, 2004).

5.3.2 Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. in njena delnica

Po pridobitvi dovoljenja ATPV in registraciji družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. z osnovnim kapitalom 13.184.266.100 SIT, je Klirinško depotna družba, d.d. dne 2.4.2004 izvedla zamenjavo delnic družbe. Do zamenjave je prišlo zaradi sprememb nominalnega zneska delnic, v skladu z menjalnim razmerjem določenim v sklepu skupščine družbe z dne 5.12.2003 (Polletno poročilo družbe Triglav Naložbe, d.d. v letu 2004, 2004). Po zamenjavi delnic so bile delnice družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. dne 7.4.2004 uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005). Gibanje tečaja delnice z oznako TRSG za obdobje od 7.4.2004 do 7.6.2005 pa prikazujem na Sliki 5.

Slika 5: Gibanje dnevnega tečaja delnice TRSG v obdobju od 7.4.2004 do 7.6.2005



Vir: GBD Gorenjska borzno posredniška družba, d.d., 2005.

Delnice družbe so bile uvrščene na prosti trg, in sicer med redne delnice. Knjigovodska vrednost delnice družbe na dan 17.4.2004 je bila 643,61 SIT, na dan 31.12.2004 pa 567,09

SIT. Tržna vrednost delnice na dan 7.4.2004 je bil 397,45 SIT, na dan 31.12.2004 pa 380,00 SIT. Tečaj delnice TRSG se je ob uvrstitvi na borzo, to je bilo dne 7.4.2003 pa do dne 31.12.2004, gibal med najnižjo vrednostjo 344,55 SIT in najvišjo vrednostjo 437,30 SIT na delnico (Letno poročilo družbe Triglav Naložbe, d.d. za leto 2004, 2005). Iz Slike 5 je razvidno, da je ob prihodu na borzo sledil padec cene delnice, nato pa je od julija do septembra leta 2004 sledila rast, ko je tečaj delnice dosegel tudi zadnjo najvišjo rast. Cena delnice je znašala več kot 430 SIT. Na tako visoko rast oktobra 2004 je vplivala javna ponudba za odkup delnic s strani Zavarovalnice Triglav, d.d. Od novembra 2004 dalje se tečaj ni dosti spreminjal in se je gibal pri vrednosti 380 SIT za delnico.

Tabela 10: Največji delničarji družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. na dan 31.12.2004

| | Naziv imetnika | Število delnic | Deleži (%) |
|----|-----------------------------|-------------------|---------------|
| 1. | Zavarovalnica Triglav, d.d. | 9.091.684 | 68,97 |
| 2. | M1, d.d., Ljubljana | 73.840 | 0,56 |
| 3. | Iskratel d.o.o., Kranj | 20.855 | 0,16 |
| 4. | Ostali delničarji | 3.995.987 | 30,31 |
| | Skupaj | 13.182.366 | 100,00 |

Vir: Letno poročilo družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. za leto 2004, 2005.

Iz Tabele 10 je razvidno, da je imela na dan 31.12.2004 prevladujoči delež v družbi Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. Zavarovalnica Triglav, d.d. Z manj kot 1% sta ji sledili družbi M1 in Iskratel, d.o.o. Zavarovalnica Triglav si je delež v družbi okrepila novembra leta 2004, ko je potekala javna ponudba za odkup delnic družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. Tako je skupno z 2.554.744 delnicami, katerih imetnica je bila že pred začetkom ponudbe za odkup, zdaj lastnica 9.091.684 delnic družbe Triglav Naložbe, finančna družba.

6 DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD TRIGLAV STEBER I

6.1 Preoblikovanje Triglav Steber I, ID, d.d. v vzajemni sklad

Na dan 31.12.2004 je v Sloveniji delovalo 11 investicijskih družb. Med njimi je bil edino ID Triglav Steber I tisti, ki je že leta 2004 objavil namero za preoblikovanje v vzajemni sklad. V vzajemni sklad se je prva preoblikovala Pomurska investicijska družba 1 kar pomeni, da smo februarja leta 2004 dobili prvi vzajemni sklad, ki je nastal s preoblikovanjem iz investicijske družbe, imenovan Vzajemni sklad Primus (Sovdat, 2004, str. 6). Triglav Steber I, ID, d.d. je druga družba, ki se je odločila za takšno preoblikovanje in se preoblikovala v Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I.

Na skupščini Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. dne 19.07.2004 so delničarji potrdili ugotovitev, da so izpolnjeni vsi pogoji navedeni v 2. in 3. točki 1. odstavka 192. člena

ZISDU-1 za preoblikovanje Triglav Steber I, posebna investicijska družba, d.d. v delniški vzajemni sklad. (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

Preoblikovanje ID-a Triglav Steber I v vzajemni sklad je trajalo kar nekaj časa. Po prvih napovedih naj bi do preoblikovanja prišlo že oktobra leta 2004, saj je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. 10.9.2004 na ATVP vložila vlogo za soglasje za preoblikovanje. Nato so v začetku letošnjega leta napovedali, da se bo preoblikovanja zavleklo do konca meseca marca 2005. Po podatkih ATVP je bilo maja 2005 preoblikovanje ID-a Triglav Steber I v sklepni fazi, saj je bil prospekt družbe že pripravljen, revizorji so pogledali usklajenost naložb, skrbniška pogodba pa je bila tudi že sklenjena (Nidorfer, 2005).

ATVP je 8.6.2005 le izdala odločbo o preoblikovanju Triglav Steber I, ID, d.d. v vzajemni sklad in potrdila Pravila upravljanja Delniškega vzajemnega sklada Triglav Steber I, ki jo je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. prejela dne 10.6.2005. Hkrati se dan prejema odločbe ATVP, to je 10.6.2005, šteje kot datum začetka postopka prenehanja družbe Triglav Steber I, ID, d.d. Dne 23.6.2005 je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. prejela sklep Okrožnega sodišča v Ljubljani o vpisu sklepa preoblikovanja v sodni register (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., 2005).

Odločbo, da se začasno zaustavi trgovanje z delnicami z oznako TG1R, je Ljubljanska borza sprejela z dnem 13.6.2005. Začasna zaustavitev trgovanja je trajala do sprejema sklepa uprave borze o izključitvi delnic TG1R iz trgovanja na prostem trgu, to je do dne 23.6.2005. S preoblikovanjem je družba Triglav Steber I, ID, d.d. prenehala obstajati kot pravna oseba in bila z dnem 23.6.2005 s sklepom Okrožnega sodišča v Ljubljani izbrisana iz sodnega registra (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., 2005).

6.2 Posebnosti Delniškega vzajemnega sklada Triglav Steber I

S prenosom celotnega premoženja investicijske družbe Triglav Steber I je začel delovati Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I, ki je z več kot 52.000 vlagatelji in 62,2 milijarde SIT sredstev v upravljanju postal največji slovenski vzajemni sklad. Delničarjem je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. izplačala dve vrsti investicijskih kuponov. Za premoženje, ki se je preneslo iz investicijske družbe na vzajemni sklad, so se izdale enote premoženja serije A. Delničarji investicijske družbe so tako pridobili delež vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je bil enak njihovem deležu v osnovnem kapitalu ID-a. To pomeni, da so delničarji za vsako enoto ID-a dobili eno enoto premoženja (Nemanič, 2005, str. 22). Poleg tega je družba za leti 2004 in 2005 izplačala dividende. Dividende so bile izplačane v enotah premoženja Delniškega vzajemnega sklada Triglav Steber I, po vrednosti enote premoženja (VEP), ki je veljal prvi dan po prenehanju delovanja ID-a. Bruto dividenda na delnico TG1R za leto 2004 je znašala 447,30 SIT in za leto 2005 137,60 SIT. Imetniki delnic nekdanjega ID-a so tako prejeli skupno bruto 584,90 SIT dividende na delnico. Dividendo so na dan

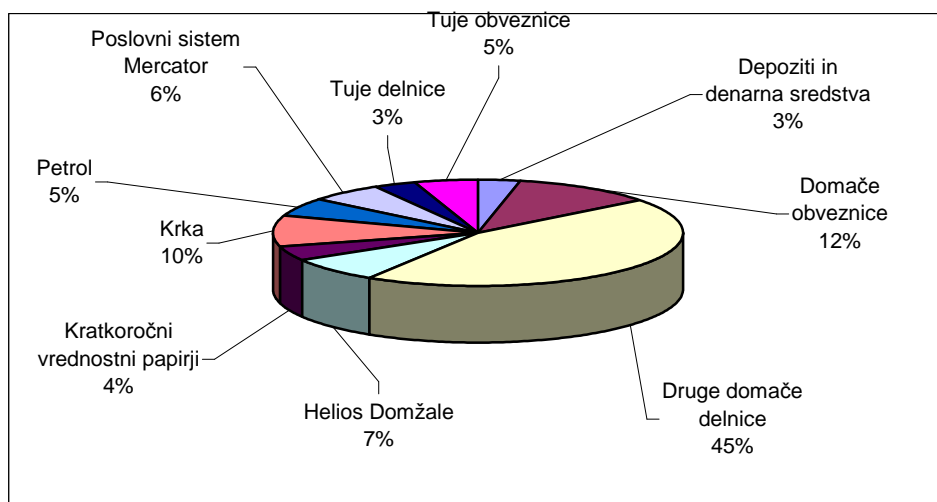
23.6.2005 znižali za akontacijo davkov pri izplačilu in jo izplačali v novih enotah premoženja vzajemnega sklada z oznako serije B (Kačič, 2005).

Pred špekulativnimi nakupi ID-a in izstopom iz vzajemnega sklada takoj po preoblikovanju (tako bi namreč vlagatelj hitro izkoristili diskont) imajo iz ID-ov preoblikovani vzajemni skladi v prvih letih visoke »kazenske« izstopne provizije. ZISDU-1 določa v prvem letu po preoblikovanju izstopno provizijo od 0% do 20% in v drugem letu po preoblikovanju od 0% do 10% vrednosti enote premoženja (Preudarni gospodar, 2005, str. 3). Pri Triglav Steber I znaša provizija za prodajo enot serije A prvo leto po preoblikovanju 12 odstotkov vrednosti enote premoženja, drugo leto šest odstotkov, potem pa nič. Enote serije B pridobljene z dividendami lahko vlagatelj takoj prodajo, saj na te enote ni izstopne in ne »kazenske« provizije. Upravljaljska provizija znaša 1,5 odstotka. Denar iz kazenskih provizij se bo vrnil v sklad in povečal dobiček tistih, ki ne izstopijo (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

Pred preoblikovanjem Triglav Steber I, ID, d.d. v Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I je bila tržna cena delnice ID-a nižja od njene knjigovodske vrednosti. Na zadnji dan trgovanja z delnicami TG1R je bila tržna vrednost 3.775,22 SIT, knjigovodska vrednost pa je znašala 4.289,16 SIT, kar pomeni da je znašal diskont približno 13%. Za vzajemni sklad pa velja, da je VEP odvisna od čiste vrednosti sredstev (ČVS) sklada, se pravi od naložb in drugih sredstev, ki jih ima vzajemni sklad v svojem portfelju. Na dan 9.6.2005 je ČVS na delnico znašala 4.277,63 SIT. Za vlagatelje je preoblikovanje pomenilo povečanje vrednosti premoženja, saj so s preoblikovanjem pridobili razliko, diskont med VEP in tržno ceno delnice, kot dodatno vrednost premoženja. Izplačilo dividende je sicer znižalo premoženje, s tem pa se je znižala tudi knjigovodska vrednost delnice ID-a Triglav Steber I (Kačič, 2005). Toda zaradi izplačila dividende je vrednost premoženja vlagateljev kljub temu narasla. Preoblikovanje je tako delničarjem ID-a prineslo povišanje premoženja zaradi večjega števila enot sklada z nižjo vrednostjo, in sicer je znašala donosnost 15,8 % (GBD Gorenjska borzno posredniška družba, d.d., 2005).

Na Sliki 6 prikazujem naložbeno strukturo Delniškega vzajemnega sklada Triglav Steber I na dan 1.6.2005. Temeljna usmeritev naložbene politike so naložbe v tržne vrednostne papirje s poudarkom na naložbah v delnice podjetij, ki kotirajo v borzni kotaciji. V omenjenih podjetjih znašajo naložbe sklada več kot 20%. Sklad zmanjšuje tveganje z naložbami v obveznice. Na domačem trgu ima naložb v obveznice za 12 %, na tujem trgu pa 5%. Prevladujejo pa naložbe v druge domače vrednostne papirje, s čimer sklad dosega večjo razpršenost svojih naložb (Preudarni gospodar, 2005, str.10).

Slika 6: Naložbena struktura na dan 1.6.2005



Vir: Preudarni gospodar, 2005, str. 10.

Z dobrimi 23% tržnega deleža je Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I postal največji sklad pri nas. V Triglav družbi za upravljanje, d.o.o. pričakujejo, da bodo v naslednjih letih obvladovali 15-odstotni delež v upravljanju sredstev vzajemnih skladov v Sloveniji in se pozicionirali kot eden največjih upravljalcev v regiji (Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005).

SKLEP

Pooblaščenice investicijske družbe so povezane z razvojem kapitalskega trga v Sloveniji. Nastale so kot del procesa lastniškega preoblikovanja podjetij. Veljale so za zanesljive institucije, saj je vanje svoje certifikate vložilo več kot 1,3 milijonov vlagateljev. Kasneje se je izkazalo, da je mnogo delničarjev dvomilo v donosnost svojih naložb v PID-e, ker naj bi z investiranjem v PID-e iztržili manj, kot pa če bi certifikate vložili v uspešna podjetja. Toda ob vstopu PID-ov na borzni trg in ob preoblikovanju v novo finančno obliko se je izkazalo, da je donosnost večine PID-ov uspešno naraščala.

V samem procesu preoblikovanja PID-ov je veliko vlogo odigrala privatizacijska vrzel, ki je bila zapolnjena šele konec leta 2001, pa še to s slabim premoženjem. Proces preoblikovanja se je najprej odvijal preko združevanja ter razdruževanja PID-ov, nato preko delnega ali celotnega preoblikovanja v redne delniške družbe, investicijske družbe in vzajemne sklade. Leto 2003 je bilo za slovenske investicijske sklade prelomno. Z 31.12.2003 so se morali PID-i dokončno uskladiti z določbami Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter se preoblikovati v redne delniške družbe oziroma v redne investicijske družbe. S tem so se PID-i otresli vloge privatizacijskega posrednika in postali finančni posredniki, ki jih poznajo razvite tržne ekonomije. ZISDU-1 je v slovenske razmere prinesel mnogo sprememb, med drugim tudi obvezno preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade do leta 2011.

Predstavitev preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb Triglav Steber I, PID in Triglav Steber II, PID sledi časovnemu sosledju dogodkov in nazorno predstavlja glavne značilnosti njihovega preoblikovanja. Naloga kot celota zajema vse možne načine preoblikovanj (P)ID-ov v nove finančne oblike. Skozi analizo preoblikovanja družb ugotavljam, da je Triglav družba za upravljanje, d.o.o. omenjeni družbi preoblikovala na najboljši možni način, gledano tako z zakonodajnega vidika kot strukture premoženja posamezne družbe.

Triglav družba za upravljanje, d.o.o. je ena izmed tistih družb, ki se je razmeroma hitro prilagajala novim zakonskim predpisom. Leta 1997 je po pripojitvi šestih PID k Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d.d. prišlo do ustanovitve dveh novih pooblaščenih družb, Triglav Steber I, PID in Triglav Steber II, PID, ki sta se razlikovali v premoženju glede na delež izkoriščenih certifikatov. Skladno s tem sta se družbi tudi naprej preoblikovali v nove finančne družbe. Triglav Steber II se je odločila za delno preoblikovanje, in sicer 56% v finančni holding Triglav, finančna družba, d.d. in 44% v PID Triglav Steber. Še pred tem pa se je leta 2002 Triglav Steber I, PID v celoti preoblikoval v investicijsko družbo, saj je v svojem portfelju vključeval kvalitetne tržne vrednostne papirje. Investicijska družba Triglav Steber I se je junija 2005 preoblikovala v Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I in tako zaključila obdobje upravljanja privatizacijskih skladov.

LITERATURA

1. Angel Vida: Vrednotenje pooblaščenih investicijskih družb. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 42 str.
2. Bojc Janez: Privatizacijska luknja oziroma vrzel. Moja družba, Ljubljana, 3(1998), 1, str. 7.
3. Boncelj Darja: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2004. 57 str.
4. Divjak Dejan: Pooblašcene investicijske družbe, družbe za upravljanje in borznoposredniške hiše na trgu kapitala v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 44 str.
5. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual funds work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
6. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco, Ferri Michael G.: Foundations of Financial Markets and Institutions. Second Edition. New Jersey : Prentice Hall Inc., 1998. 651 str.
7. Gasparič Ivo: Možnosti preoblikovanja PID-ov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 41 str.
8. Gostiša Jure: Zmeda z razmnoževanjem Triglavov. Finance, Ljubljana. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=42296>], 4.3.2003.
9. Grašič Klemen: Problematika preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 45 str.
10. Grgič Maja: Sprememba po meri EU. Delo, Ljubljana, 10.7.2002, str. 15.
11. Hočevar Borut: Pidom ne pristoji vloga holdingov. Finance, Ljubljana, 15.1.2000, str. 3.
12. Jager Katja: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 40 str.
13. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 10, str. 30.
14. Kačič Matej: Zakaj je vrednost točke Triglav Steber I opazno nižja kot pred preoblikovanjem? Finance, Ljubljana. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=125884>], 12.7.2005.
15. Kumer Mirnik Polonca: Posebnosti poslovanja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 36 str.
16. Mastnak Simon: Naložbe v vzajemne sklade so donosne in dovolj varne. Finance, Ljubljana, 01.07.2002, str. 18.
17. Mencinger Boštjan: Čez noč do dobička kmalu tudi z Zlato moneto in Modro linijo. Finance, Ljubljana, 01.11.2004, str. 17.
18. Mesarič Tanja: Vzajemni skladi v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 42 str.
19. Mihajlović Novica: Naj pidi so v Pomurju in na Triglavu. Finance, Ljubljana, 22.01.2002, str. 5.

20. Mihajlović Novica: Začasna ustavitev z delnicami Triglav Steber II. Finance, Ljubljana, 25.02.2003a, str. 5.
21. Mikuž Jure: Kdo zavira preoblikovanje pidov? Gospodarski vestnik, Ljubljana. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=38701&pool=gv>], 23.09.2002.
22. Mikuž Jure: Zakaj pidi rastejo. Gospodarski vestnik, Ljubljana. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=37813&pool=gv>], 20.05.2002a.
23. Nemanič Katarina: Preoblikovanje bo prineslo dodatni donos. Družinski Delničar, Ljubljana, (97)2005, str. 22.
24. Nidorfer Matjaž: Preoblikovanje TG1R v sklepni fazi. Finance, Ljubljana. [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=119934>], 10.5.2005.
25. Petrič Tine: Valant snuje nov imperij. Gospodarski vestnik, Ljubljana [URL:<http://www.finance-on.net/show.php?id=40956&pool=gv>], 16.06.2003.
26. Podberšček Luka: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str.
27. Prijatelj Volarič Jasmina: Uporabnost razpoložljivih poslovnih poročil podjetij z vidika naložbene politike investicijskih skladov. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 46(1996), 3, str. 221–254.
28. Rožman Dušan: Delovanje vzajemnih skladov v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2004. 45 str.
29. Ribnikar Ivan: Investicijska podjetja in investicijski skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 7(1990), 4, str. 137-138.
30. Sovdat Petra: Ob izplačilu iz vzajemnega sklada Triglav Steber I izstopna provizija. Finance, Ljubljana, 18.6.2004, str. 6.
31. Toplak Damijan: Pri "umiranju" pidov ne gre brez zapletov. Večer, Maribor, 22.11.2003, str. 8.
32. Zajec Klemen: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 95 str.
33. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 419 str.

VIRI

1. Interno gradivo GBD Gorenjske borzno posredniške družbe, d.d., 2005.
2. Letno poročilo družbe Triglav Steber I, ID, d.d. za leto 2002, 2003.
3. Letno poročilo družbe Triglav Steber I, PID, d.d. za leto 2000, 2001.
4. Letno poročilo družbe Triglav Steber II, PID, d.d. za leto 2002, 2003.
5. Letno poročilo družbe Triglav, finančna družba, d.d. za leto 2004, 2005.
6. Letno poročilo družbe Triglav Naložbe, finančna družba, d.d. za leto 2004, 2005.
7. Obvestilo o preoblikovanju ID-a Triglav Steber I v vzajemni sklad.
[URL:<http://www.triglav-du.si/?id=1,54&news=525>, Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005.
8. Obvestilo Triglav družbe za upravljanje, d.o.o. o prejemu odločbe za preoblikovanje v vzajemni sklad.
[URL:http://www.seonet.ljse.si/yiew.asp?dociment_id=15420], Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 13.6.2005.
9. Podatki o Delniškem vzajemnem skladu Triglav Steber I.
[URL:http://www.gbd.si/docs/moj_broker/200506_Moj%20broker.pdf], GBD Gorenjska borzno posredniška družba, d.d., 18.7.2005.
10. Podatki o Triglav družbi za upravljanje, d.o.o. in preoblikovanju PID-ov v Triglav Steber I in Triglav Steber II.
[URL:<http://www.triglav-du.si>], Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005.
11. Podatki o tržni vrednosti in letni donosnosti investicijske družbe Triglav Steber I.
[URL:<http://www.triglav-du.si/?id=3,130>], Triglav družba za upravljanje, d.o.o., 2005.
12. Podatki o vzajemnih skladih in družbah za upravljanje.
[URL:<http://www.zdu-giz.si>], Združenje družb za upravljanje, 5.4.2005.
13. Polletno poročilo družbe Triglav Steber, PID, d.d. v letu 2003, 2003.
14. Polletno poročilo družbe Triglav Steber I, d.d. za leto 2004, 2004.
15. Polletno poročilo družbe Triglav naložbe, d.d. v letu 2004, 2004.
16. Preudarni gospodar. Bilten investitorjev Triglav vzajemnih skladov. Ljubljana, 2005.
17. Prospekti za uvrstitev delnice pooblašcene investicijske družbe Triglav Steber I, PID, d.d. in Triglav Steber II, PID, d.d. na prosti trg Ljubljanske borze vrednostnih papirjev v letu 1998, 1999 in 2000.
18. Prospekt za uvrstitev delnic družbe Triglav Steber, PID, d.d. na organiziran trg vrednostnih papirjev v letu 2003, 2003.
19. Prospekt družbe Triglav Steber I, posebna delniška investicijska družba, d.d. za leto 2003, 2004.
20. Revizijsko poročilo pooblašcene investicijske družbe Triglav steber I, PID, d.d. za leto 1998, 1999.
21. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate (Uradni list RS, št. 72/98).
22. Slovar borznih izrazov. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.

- [URL:<http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=654&sid=OHwsDpaOMle4y9QR>],
1.6.2005.
23. Sporočilo Ljubljanske borze o prenehanju obstoja Triglav Steber I, ID, d.d.
[URL:http://193.109.227.113/view.asp?document_id=15663], Ljubljanska borza
vrednostnih papirjev, 24.6.2005.
 24. Uredba o zbiranju lastniških certifikatov s strani pooblaščenih investicijskih družb
(Uradni list RS, št. 72/93, 40/94).
 25. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 3/94, 6/94,
25/97, 31/97, 6/99, 110/02).
 26. Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih
družb (Uradni list RS, št. 50/99, 106/99, 58/02).
 27. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93,
43/93).
 28. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za
upravljanje (ZISDU-B) (Uradni list RS, št. 10/98).
 29. Zakon o spremembah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
(ZISDU-C) (Uradni list RS, št. 26/99).
 30. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne
družbe (Uradni list RS, št. 30/98).

PRILOGA

PRILOGA 1: Struktura naložb Triglav Steber I, ID, na dan 16.03.2005

| Oznaka delnice | Ime delnice | Število delnic | Delež (%) | Vrednost (SIT) | Tečaj (SIT) | Delež portfelja | Vrednost/delnico |
|----------------|----------------------------------|------------------|-----------|----------------|-------------|-----------------|------------------|
| | Obveznice | | | 7.158.846.000 | | 10,9% | 485 SIT |
| KRKG | KRKA | 77.924 | 2,20 | 6.386.773.504 | 81.962 | 9,7% | 433 SIT |
| HDOG | HELIOS | 22.795 | 10,37 | 5.513.049.600 | 241.853 | 8,4% | 374 SIT |
| MELR | MERCATOR | 108.381 | 3,38 | 4.443.851.776 | 41.002 | 6,7% | 301 SIT |
| PETG | PETROL | 52.236 | 2,50 | 3.501.438.208 | 67.031 | 5,3% | 237 SIT |
| ITBG | ISTRABENZ | 301.780 | 5,83 | 2.930.694.400 | 9.711 | 4,5% | 199 SIT |
| GRVG | GORENJE | 375.592 | 3,08 | 2.289.150.464 | 6.095 | 3,5% | 155 SIT |
| PILR | PIVOVARNA LAŠKO | 315.072 | 3,60 | 2.284.889.600 | 7.252 | 3,5% | 155 SIT |
| NFIN | NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD | 6.278.362 | 3,91 | 2.170.178.560 | 346 | 3,3% | 147 SIT |
| IEKG | INTEREUROPA | 229.994 | 2,91 | 1.669.639.168 | 7.259 | 2,5% | 113 SIT |
| MILG | LESNINA | 5.876 | 7,68 | 1.646.504.192 | 280.208 | 2,5% | 112 SIT |
| LKPG | LUKA KOPER | 193.525 | 2,71 | 1.544.329.472 | 7.980 | 2,3% | 105 SIT |
| | Depoziti | | | 1.494.234.000 | | 2,3% | 101 SIT |
| DRPG | DROGA | 16.779 | 5,93 | 1.396.012.800 | 83.200 | 2,1% | 95 SIT |
| DZS | DZS | 217.032 | 15,18 | 1.291.340.416 | 5.950 | 2,0% | 88 SIT |
| CICG | CINKARNA CELJE | 44.528 | 5,47 | 1.291.000.320 | 28.993 | 2,0% | 88 SIT |
| JTKG | JUTEKS | 39.197 | 6,11 | 1.153.094.528 | 29.418 | 1,8% | 78 SIT |
| AELG | AERODROM LJUBLJANA | 86.742 | 4,48 | 1.038.301.760 | 11.970 | 1,6% | 70 SIT |
| TCRG | TERME ČATEŽ | 21.509 | 3,60 | 851.777.920 | 39.601 | 1,3% | 58 SIT |
| MER | MERKUR | 15.663 | 1,29 | 633.000.576 | 40.414 | 1,0% | 43 SIT |
| MTSG | KOMPAS MTS | 436.233 | 14,67 | 597.211.712 | 1.369 | 0,9% | 40 SIT |
| PRBP | PROBANKA, prednostne delnice | 66.185 | 16,71 | 456.676.512 | 6.900 | 0,7% | 31 SIT |
| IALG | ISKRA AVTOELEKTRIKA | 49.164 | 3,06 | 419.422.976 | 8.531 | 0,6% | 28 SIT |
| POPG | PLAMA-PUR PODGRAD | 109.695 | 15,97 | 361.993.504 | 3.300 | 0,5% | 25 SIT |
| ZTOG | ŽITO | 9.921 | 2,81 | 360.012.480 | 36.288 | 0,5% | 24 SIT |
| GTKG | GORENJSKI TISK | 93.090 | 8,70 | 288.579.008 | 3.100 | 0,4% | 20 SIT |
| NALN | NAMA | 104.650 | 10,97 | 230.230.000 | 2.200 | 0,3% | 16 SIT |
| BELG | BELINKA | 38.120 | 1,41 | 225.512.576 | 5.916 | 0,3% | 15 SIT |
| MEDR | MEDALJON | 58.583 | 3,38 | 152.257.216 | 2.599 | 0,2% | 10 SIT |
| GORG | GORIŠKE OPEKARNE | 59.139 | 11,29 | 118.278.000 | 2.000 | 0,2% | 8 SIT |
| LLBG | LIP BLEĐ | 48.221 | 2,48 | 67.508.432 | 1.400 | 0,1% | 5 SIT |
| MAPG | MARINA PORTOROŽ | 4.950 | 1,58 | 44.550.000 | 9.000 | 0,1% | 3 SIT |
| MKOG | MELAMIN | 3.126 | 0,89 | 16.968.208 | 5.428 | 0,0% | 1 SIT |
| KBM2 | NOVA KBM, obveznice 2. izdaje | 10 | 0,06 | 1.240.460 | 124.046 | 0,0% | 0 SIT |
| LIZG | LIZ-INŽENIRING | 362 | 0,29 | 524.538 | 1.449 | 0,0% | 0 SIT |
| | | TRŽNI PAPIRJI | | 54.029.072.886 | | 82,1% | 3.664 SIT |

Nadaljevanje Priloge 1

| Oznaka delnice | Ime delnice | Število delnic | Delež (%) | Vrednost (SIT) | Tečaj (SIT) | Delež portfelja | Vrednost/delnico |
|----------------|---------------------------------|---------------------------|-----------|-----------------------|-------------|-----------------|------------------|
| ABKR | ABANKA | 402.537 | 21,76 | 2.616.490.500 | 6.500 | 4,0% | 177 SIT |
| NLB | NOVA LJUBLJANSKA BANKA | 93.445 | 1,22 | 2.270.713.500 | 24.300 | 3,4% | 154 SIT |
| TLSG | TELEKOM SLOVENIJE | 14.000 | 0,21 | 630.000.000 | 45.000 | 1,0% | 43 SIT |
| ELOG | ELEKTRO LJUBLJANA | 1.029.069 | 2,63 | 627.732.090 | 610 | 1,0% | 43 SIT |
| CIM1 | CIMOS, obveznice 1. izdaje | 6.250 | 3,13 | 150.000.000 | 24.000 | 0,2% | 10 SIT |
| CAPP | CASINO PORTOROŽ | 102.521 | 10,99 | 102.521.000 | 1.000 | 0,2% | 7 SIT |
| KLIG | KLI LOGATEC | 88.439 | 6,84 | 88.439.000 | 1.000 | 0,1% | 6 SIT |
| LVRH | LIKO VRHNIKA, | 82.703 | 9,84 | 82.703.000 | 1.000 | 0,1% | 6 SIT |
| ECEG | ELEKTRO CELJE | 139.949 | 0,58 | 69.974.500 | 500 | 0,1% | 5 SIT |
| IHPG1 | INLES | 33.389 | 4,69 | 66.778.000 | 2.000 | 0,1% | 5 SIT |
| IDLH | INDOS | 27.211 | 11,33 | 54.422.000 | 2.000 | 0,1% | 4 SIT |
| GGIG | GRADIS IPGI | 26.060 | 14,05 | 42.217.200 | 1.620 | 0,1% | 3 SIT |
| EPRG | ELEKTRO PRIMORSKA | 80.000 | 0,43 | 40.000.000 | 500 | 0,1% | 3 SIT |
| TEGG | TEGRAD | 19.196 | 3,16 | 19.196.000 | 1.000 | 0,0% | 1 SIT |
| LAJG | LIPA AJDOVŠČINA | 10.210 | 10,00 | 15.315.000 | 1.500 | 0,0% | 1 SIT |
| KSHG | KOMUNALNO-STANOVANJSKO PODJETJE | 9.526 | 9,13 | 9.526.000 | 1.000 | 0,0% | 1 SIT |
| UKIG | UNIOR | 4.324 | 0,19 | 8.648.000 | 2.000 | 0,0% | 1 SIT |
| HIT2 | HIT | 279 | 0,01 | 279.000 | 1.000 | 0,0% | 0 SIT |
| | | NETRŽNI PAPIRJI | | 6.894.954.790 | | 10,5% | 468 SIT |
| | | OSTALO | | 4.916.493.134 | | 7,5% | 333 SIT |
| | | VREDNOST PORTFELJA | | 65.840.520.809 | | | |

Vir: Interno gradivo GBD Gorenjske borzno posredniške družbe d.d., 2005.