

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PREOBLIKOVANJE POOBLAŠČENIH
INVESTICIJSKIH DRUŽB V SLOVENIJI**

Ljubljana, februar 2002

LUKA PODBERŠČEK

KAZALO

UVOD	1
1. FINANČNI SISTEM IN VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV NA NJEM 2	
1.1. FINANČNI SISTEMI.....	2
1.2. INVESTICIJSKI SKLADI.....	3
1.2.1. <i>Opredelitev</i>	3
1.2.2. <i>Zaprti investicijski skladi</i>	4
1.2.3. <i>Odpri investicijski skladi</i>	5
1.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA POLITIKO INVESTIRANJA	6
2. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV	6
2.1. OBDOBJE DO II. SVETOVNE VOJNE.....	6
2.2. PREVLADA ODPRTIH INVESTICIJSKIH SKLADOV	7
3. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE	10
3.1. OPREDELITEV POJMOV	10
3.1.1. <i>Pooblaščen družba za upravljanje</i>	10
3.1.2. <i>Pooblaščen investicijska družba</i>	11
3.2. ZBIRANJE (CERTIFIKATNIH) SREDSTEV V PID-e	11
3.3. INVESTICIJSKA POLITIKA, STRUKTURA NALOŽB	13
3.3.1. <i>Investicijska politika</i>	13
3.3.2. <i>Statusne spremembe</i>	16
3.3.3. <i>Struktura naložb</i>	17
3.4. PRIVATIZACIJSKA VRZEL	22
3.4.1. <i>Nastanek in priznanje vrzeli</i>	22
3.4.2. <i>Odprava vrzeli</i>	23
3.5. UPRAVLJALSKE PROVIZIJE IN LASTNIŠKI NADZOR PIDOV	25
3.5.1. <i>Upravljalne provizije</i>	25
3.5.2. <i>Lastniški nadzor nad PID-i</i>	27
3.6. USPEŠNOST POSLOVANJA PID-OV IN IZPLAČEVANJE DIVIDEND .	28
4. PREOBLIKOVANJE PIDOV	31
4.1. MOŽNE OBLIKE PREOBLIKOVANJA.....	31
4.1.1. <i>Preoblikovanje v vzajemni sklad</i>	32
4.1.2. <i>Preoblikovanje v investicijsko družbo</i>	34
4.1.3. <i>Preoblikovanje v redno delniško družbo – holding</i>	36
4.2. USKLAJEVANJE STRUKTURE NALOŽB ŽELJENI OBLIKI PREOBLIKOVANJA.....	37
SKLEP	45
LITERATURA	47
VIRI	48
PRILOGE	

UVOD

Predmet diplomskega dela je obravnava pooblaščenih investicijskih družb in njihovih upravljalcev, ki se jim izteka vloga privatizacijskih posrednikov. Po skoraj desetletnem prehodnem obdobju bodo morali postati normalne finančne institucije, ki jih poznajo razvite tržne ekonomije. V svetu velja, da mali investitorji niso najbolj pomembni za trg kapitala, ampak so to veliki institucionalni investitorji, kamor sodijo tudi investicijski skladi. S pooblaščenimi investicijskimi družbami, ki so svojo vlogo pridobile v procesu odprave družbene lastnine je prišlo do takšne rasti dejavnosti investicijskih skladov, da se na tem področju lahko primerjamo z razvitimi tržnimi gospodarstvi.

Vendar pa so s pooblaščenimi investicijskimi družbami povezane številne pomankljivosti. Gre za težave, ki jih v sebi nosi sistem, ki ureja njihovo delovanje. Na tej podlagi lahko pooblaščenice investicijske družbe označimo za institucionalno regulativno in vsebinsko nedodelane udeležence slovenskega finančnega trga. Čeprav bi morale le nadzirati prave upravljalce in se ukvarjati z upravljanjem naložb, želijo upravljati s podjetji. Med njimi ni prave konkurence, ki bi jih silila k učinkovitem upravljanju. Tržne cene pooblaščenih investicijskih družb so nižje celo od nominalnih vrednosti, tako da niti formalno ne morejo prodajati na novo izdanih delnic, da bi lahko tako zbirale finančne prihranke.

Namen naloge je proučitev različnih možnosti preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb z upoštevanjem ključnih parametrov, ki določajo okvirne možnosti za preoblikovanje.

V prvem poglavju najprej umestim investicijske sklade v finančni sistem. Sledi njihova splošna opredelitev z naštevanjem prednosti in slabosti. Ob zaključku opredelim vrste investicijskih skladov.

Drugo poglavje zajema zgodovinski pregled razvoja investicijskih skladov z osredotočanjem na ZDA, kjer so investicijski skladi najbolj razširjeni.

Sledi analiza dosedanjega razvoja in vloge pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Na tem mestu predstavim investicijsko politiko posamezne pooblaščenice investicijske družbe in analiziram strukturo njihovih naložb. Nadalje nanizam ključne probleme delovanja pooblaščenih investicijskih družb pa tudi napake, ki so bile storjene na tem področju. Ob koncu predstavim njihovo uspešnost poslovanja.

Diplomsko delo tematsko zaključujem v četrtem poglavju, ki je namenjeno proučitvi preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Podrobno predstavim možne poti preoblikovanja ob upoštevanju zakonskih določil, ki so v veljavi in tistih, ki naj bi v prihodnje regulirali preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Opozorim na strukturo premoženja pooblaščenih investicijskih družb, ki naj bi bila odraz njihove investicijske politike. Poglavje zaključim z usklajevanjem strukture naložb preoblikovanju posamezne pooblaščenice investicijske družbe. Na koncu predstavim sklepno misel.

1. FINANČNI SISTEM IN VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV NA NJEM

1.1. FINANČNI SISTEMI

Finančni sistemi razvitih držav tržnega gospodarstva so sestavljeni iz različnih finančnih institucij, finančnih instrumentov, finančnih trgov, ki s svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih celic, pri katerih ti prihranki nastajajo, h gospodarskim celicam, ki potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje svojih potreb. Finančni prihranki se lahko prenašajo od končnih varčevalcev na končne investitorje na dva načina, in sicer kot (Prohaska, 1999, str. 6):

- a) Neposreden prenos finančnih prihrankov, kjer končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje sami neposredno, kar ima za posledico nastanek neposrednega finančnega razmerja oz. neposrednega finančnega toka med obema subjektoma.
- b) Posreden prenos finančnih prihrankov, kjer končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje posredno s pomočjo finančnih institucij, ki jih v skladu z njihovo vlogo imenujemo finančni posredniki. Pri tem prenosu pride do vzpostavitve posrednega finančnega razmerja oz. finančnega toka med končnim varčevalcem in končnim investitorjem.

Nastajanje finančnih presežkov in primanjkljajev posameznih gospodarskih subjektov je torej osnova celotnih financ, in brez njih financ sploh ne bi bilo.

Finančne institucije lahko najprej razdelimo na:

- finančne posrednike in agentske finančne institucije. Med slednje se uvrščajo t.i. brokerji ali dealerji, ki so specializirani za tveganje z vrednostnimi papirji in investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev.

Finančne posrednike lahko še naprej razdelimo na dve skupini:

- depozitne finančne institucije in investicijske finančne institucije, tudi t.i. institucionalne investitorje.
- a) Med depozitne finančne institucije v prvi vrsti uvrščamo poslovne banke, ki imajo med finančnimi institucijami tradicionalno osrednjo vlogo. V to skupino sodijo še hranilnice, kreditne zadruge in druge finančne institucije katerih lastnost je, da varčevalcem ponujajo možnost razpolaganja s prihranki v obliki vlog. Zbrana sredstva varčevalcev depozitne institucije največkrat prenašajo na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil, bodisi kratkoročnih bodisi dolgoročnih, delno pa tudi z nakupom njihovih vrednostnih papirjev.

b) Investicijske finančne institucije oz. institucionalne investitorje delimo na dve podskupini:

a) Pogodbene finančne institucije, ki zbirajo prihranke varčevalcev na osnovi posebnih pogodbenih razmerij, ki jih sklenejo varčevalci in pogodbene institucije. Primarna naloga teh finančnih institucij je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, opravljanje finančnega posredništva pa je njihova vzporedna oz. sekundarna naloga. Sem štejemo pokojninske sklade in zavarovalniške družbe.

b) Z uvajanjem inovacij, vse večjo deregulacijo in globalizacijo finančnih trgov v svetu postajajo vse pomembnejši investicijski skladi, ki so, za razliko od pogodbenih institucij, čisti finančni posredniki.

1.2. INVESTICIJSKI SKLADI

1.2.1. OPREDELITEV

Investicijski skladi so opredeljeni kot finančne institucije za zbiranje denarnih sredstev s prodajo lastniških deležev investitorjem. Tako zbrana denarna sredstva se investirajo v različne vrste naložb (finančne in realne, kratkoročne in dolgoročne), ki tvorijo premoženje (portfelj) investicijskega sklada, katerega ponavadi upravlja menedžment v posebni finančni instituciji (Ribnikar, 1990, str. 137). Investicijski sklad se oblikuje in upravlja izključno v korist lastnikov premoženja investicijskega sklada.

Sklade lahko ustanovijo različni subjekti (banke, zavarovalnice, investicijska podjetja, posamezniki), ki lahko sklade upravljajo sami ali pa upravljanje prepustijo drugi finančni instituciji (management company). Investicijski skladi so v svetu praviloma samostojne pravne osebe. Le, če investicijski sklad ustanovi poslovna – investicijska banka, je tak sklad lahko tudi del banke.

Odnos med finančno institucijo, ki ustanavlja ali vodi sklad in skladom, ki je ločen od njenega lastnega premoženja, je odvisen od pravne ureditve v posamezni državi. V anglosaksonskih državah gre za odnos, ki je podoben odnosu pri "trustu". Investicijski sklad je namreč premoženje, ki so ga združili posamezniki in ga v bistvu izročili v upravljanje upravitelju, ki bi ga lahko primerjali s t.i. "trustee-jem". Ta ima za čas trajanja vse lastniške in upravljalne pravice nad premoženjem, vendar pa ga mora upravljati v korist vlagatelja (beneficiary). Kupec delnice sklada postane delničar sklada, ne postane pa delničar finančne institucije, ki upravlja sklad (Ribnikar, 1990, str. 137).

Investicijski skladi prinašajo investitorjem 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 investicijskih naložb. Ta izhaja iz razpršenosti naložb preko različnih vrednostnih papirjev, ki je posameznik sicer ne bi dosegel. Poleg večje varnosti naložbe se med prednostmi investicijskih skladov v primerjavi z neposrednim investiranjem navajajo še (Fredman, Wiles, 1993, str. 231): profesionalno svetovanje in upravljanje s premoženjem, nizki stroški poslovanja, storitve delničarjem, visoka likvidnost ter varnost pred izgubami, ki izhajajo iz neetičnega ravnanja upraviteljev.

Vendar pa za razliko od depozitarnih finančnih institucij naložbe v investicijskih skladih ne prinašajo nekih zagotovljenih donosov. Donosnost skladov je odvisna predvsem od investicijskih odločitev upravitelja sklada in seveda tudi od tržnih razmer.

Glede na organizacijsko obliko in vsebino pravic investitorja v razmerju do investicijskega sklada so investicijski skladi razdeljeni v dve kategoriji.

Ločimo:

- Zaprte investicijske sklade¹ in
- odprte investicijske sklade².

1.2.2. ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI

Zaprte investicijski skladi so skladi s fiksnim obsegom kapitala. Njihova velikost in število izdanih delnic sta določena ob ustanovitvi in fiksna. Velja podobno kot sicer za delniško družbo, le da ob morebitni odločitvi za povečanje sklada dosednji delničarji nimajo pravice prednostnega nakupa novih delnic. Z delnicami teh skladov se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Posredništvo z izdanimi delnicami investicijski skladi prepuščajo borznim posrednikom, ki za to prejmejo provizijo. Provizija za trgovanje na sekundarnem trgu znaša 0.5 – 3 %.

Vrednost premoženja zaprtega investicijskega sklada se spreminja s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih drži v aktivih, lahko pa se vrednost poveča tudi z občasnim izdajanjem novih delnic. Investitor lahko kupi delnice sklada ob njegovi ustanovitvi oz. ob začetni prodaji delnic, ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega investitorja, ki jih želi prodati. Vrednost vseh sredstev, sklada zmanjšanih za znesek vseh obveznosti in rezervacij, preračunano na posamezno delnico, predstavlja čisto vrednost sredstev sklada na delnico (Net Asset Value per share ali NAV). Ta vrednost (oz. njen mnogokratnik) bo pripadla vsakemu delničarju sklada v primeru njegove likvidacije. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzah in na trgu prek okenc (OTC market), kjer se oblikujejo njihove tekoče cene. Ker je cena delnice takega sklada odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu, se praviloma oblikuje pod (pogosteje) ali nad (redkeje) čisto vrednostjo sredstev sklada na delnico, odvisno od pričakovanj in potreb udeležencev trga.

¹ Closed-end funds v ZDA, investment trusts v VB, investicijske družbe v Sloveniji.

² Open-end funds ali mutual funds v ZDA, unit trusts v VB in vzajemni skladi pri nas.

Novo delnice zaprtih investicijskih skladov niso nujno izdane v višini čiste vrednosti sredstev, ampak na ravni tržne vrednosti. Kadar je povpraševanje po delnicah za določen zaprti sklad izjemno močno, se tržna cena delnice dvigne nad čisto vrednost aktive na delnico, vendar pa imajo zaprti skladi pogosto tržno ceno pod čisto vrednostjo aktive na delnico. V tem primeru novih delnic sklada ni mogoče izdati brez oslabitve pozicije obstoječih delničarjev, kar pomeni, da je tak sklad skoraj brez možnosti za novo izdajo delnic.

1.2.3. ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI

Odprti investicijski skladi so največkrat organizirani kot skupno premoženje (Trust), ki so ga združili posamezniki in ga v bistvu izročili v upravljanje upravitelju. Enota premoženja takšnega sklada je, za razliko od delnice zaprtega investicijskega sklada, investicijski kupon. Delniška družba kot organizacijska oblika sklada je tipična za zaprti investicijski sklad, med odprtimi pa jih je zelo malo.

Pri odprtih investicijskih skladih velikost kapitala in število izdanih investicijskih kuponov nista določena ob njihovem nastanku. Sklad nenehno spreminja vrednost kapitala z izdajanjem novih in odkupovanjem obstoječih investicijskih kuponov. Odprti investicijski skladi poslujejo tako, da lahko investitorji kadarkoli zahtevajo, da jim investicijski sklad odkupi njihov investicijski kupon po čisti vrednosti sredstev sklada na investicijski kupon (NAV). Prodaja in nakup kuponov potekata po dnevni ceni, ki jo izračunavajo ob koncu vsakega poslovnega dne in pomeni ceno, po kateri delničar proda svoje kupone, hkrati pa je to tudi cena, po kateri skladi prodajajo dodatne kupone novim investitorjem. Pogoj za dnevno določanje vrednosti sredstev je, da ima sklad sredstva v vrednostnih papirjih, za katere je vsak trenutek znan tečaj, torej predvsem v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzah (Ribnikar, 1990, str. 138).

Če so investitorji neto kupci investicijskih kuponov sklada, so upravitelju na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje, v primeru neto prodaj pa mora upravitelj odprtega sklada zagotoviti potrebna izplačila. Sprva črpa iz denarne rezerve, ko to izčrpa, mora odtujiti sorazmeren del portfelja vrednostnih papirjev. Vrednost premoženja je torej odvisna od interesa in povpraševanja po investicijskih kuponih sklada, zato je glavna skrb upravitelja sklada ta, da mu vlagatelji "ne uidejo". Število delnic posameznika pa ne poraste le z nakupom dodatnih kuponov, temveč tudi z reinvestiranjem dividend in obresti, dobljenih od vloženih sredstev v sklad ter z reinvestiranjem kapitalnih dobičkov, namesto da bi le-te investitorjem izplačali. Sama vrednost enot sklada naraste, ko narastejo tečaji vrednostnih papirjev v premoženju sklada.

Glede na zaračunavanje provizije pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev sklada ločimo dve glavni vrsti odprtih investicijskih skladov; sklade s provizijo (load funds) in sklade brez provizije (no-load funds). Pri tem gre za prodajno oz. vstopno provizijo,

medtem ko upravljalno provizijo zaračunavajo upravitelji vseh skladov v višini 0,5–2% povprečne letne čiste vrednosti sredstev.

1.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA POLITIKO INVESTIRANJA

Vsak investicijski sklad sledi določeni politiki investiranja, ki si jo kot cilj zastavi ob svojem nastanku. Tako lahko vsak nalagatelj v sklad med seboj primerja profil svojih potreb in želja s skladovo naložbeno politiko. Ko ti nalagajo svoje finančne prihranke v sklad, težijo k zadovoljitvi svojih potreb tako, da izberejo za naložbo tisti sklad, ki jim z izbrano investicijsko politiko najbolj ustreza. Če skladova politika investiranja ne pritegne kritične mase nalagateljev in v svojem razvoju ne sledi dogajanjem na trgu (in širše) je to znak, da je slabo zasnovana in potrebna revizije. Delitev skladov po cilju investiranja je posledica različnih želja in potreb investitorjev, ki se v prvi vrsti kažejo v različni naklonjenosti posameznika tveganju glede na pričakovan donos. Tako ločimo:

- a) Sklade rasti (Growth Funds), ki poskušajo doseči čim večji kapitalski dobiček. Tveganja, v katera vstopajo te vrste skladi, so velika.
- b) Sklade tekočega donosa (Income Funds), katerih predmet nakupa so vrednostni papirji z visoko obrestno mero oz. dividendo. Seveda pa večji donos vrednostnega papirja spremlja večje tveganje.
- c) Uravnoteženi skladi (Balanced Funds), katerih cilj je tako kapitalski donos kot tudi tekoči donos. Prednostno vlogo dajejo stabilnosti svojih naložb.
- d) Skladi Obveznic (Bonds Funds), ki želijo zagotoviti stabilne donose, zato investirajo v nizko, srednje in visoko kvalitetne podjetniške obveznice.
- e) Posebne oblike skladov, ki so zelo specializirani, bodisi časovno bodisi panožno ali geografsko (npr. skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, specializirani skladi, skladi nepremičnin, idr.).

2. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

2.1. OBDOBJE DO II. SVETOVNE VOJNE

Investicijski skladi so izum 19. stoletja. Prvi "moderni" investicijski sklad, Scottish – American Investment Company, je bil ustanovljen l. 1860 v Londonu. Do leta 1875 je bilo v Veliki Britaniji več kot 50 skladov, vendar pa je večina teh skladov v gospodarski krizi leta 1890 propadla. Zanimanje za investicijske sklade je upadalo vse do leta 1920, ko so investicijski skladi postali pomembni finančni posredniki tudi v ZDA. Leta 1923 je bilo v ZDA 15 investicijskih skladov, katerih premoženje je znašalo 15 milijonov dolarjev. Ko so cene delnic leta 1920 narasle, so se investicijski skladi začeli širiti. Do leta 1929 je bilo že 400 investicijskih skladov, katerih premoženje je znašalo 3 milijarde dolarjev. Vsi ti skladi so bili v glavnem zaprti investicijski skladi.

Gospodarska kriza leta 1929 je ohromila poslovanje investicijskih skladov. Zaprti investicijski skladi so predvsem zaradi neprofesionalnosti investicijskega menedžmenta (goljufij, špekulacij, nesposobnosti oblikovanja donosnega portfelja) izgubili na ugledu. Takrat se je večina investorjev obrnila k odprtim investicijskim skladom. Prvi odprti investicijski sklad je bil ustanovljen leta 1924 v Bostonu. Povečano zanimanje za investicijske sklade se je pojavilo po drugi svetovni vojni (Meir, 1994, str. 435–447).

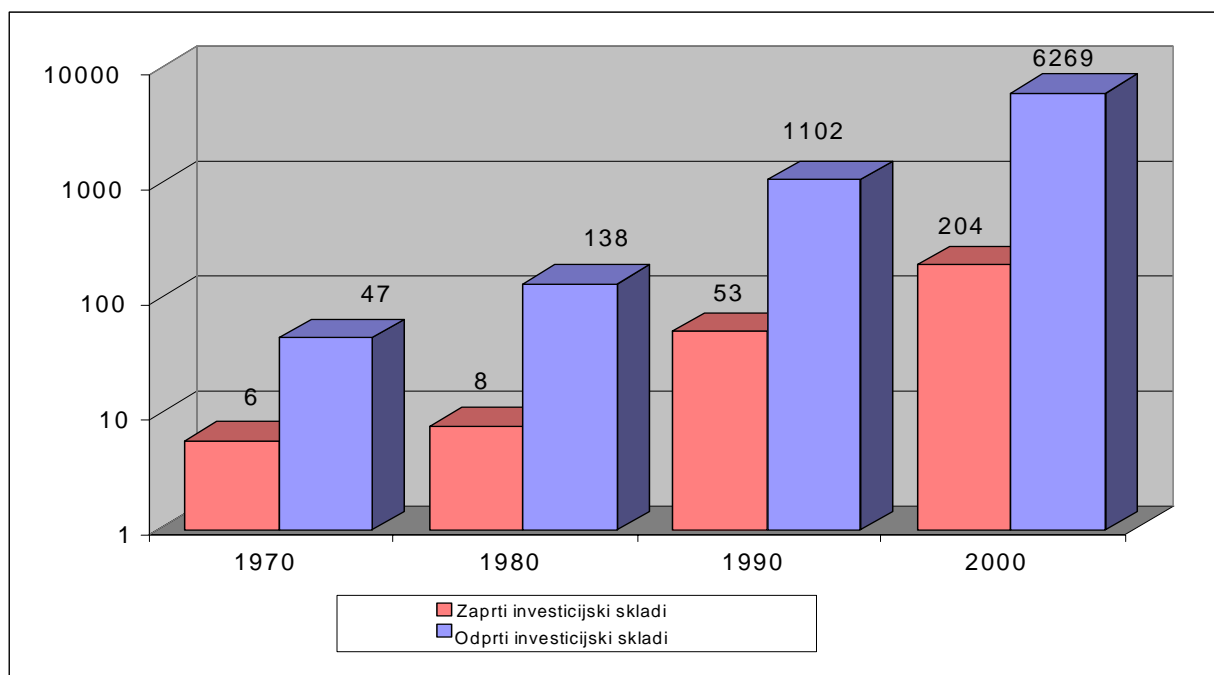
Do druge svetovne vojne so imeli investicijski skladi velik pomen predvsem v Angliji in Ameriki. V kontinentalni Evropi in na Japonskem so z dolgoročnimi investicijami upravljale predvsem univerzalne banke. Leta 1930 je bilo ustanovljenih le nekaj skladov v Franciji, Švici in na Japonskem, število skladov se je naglo povečalo šele po letu 1950. Skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev so se izkazali za zelo popularne v mnogih državah, še najbolj pa v Franciji.

2.1. PREVLADA ODPRTIH INVESTICIJSKIH SKLADOV

V razmerah naraščajočih tečajev vrednostnih papirjev v šestdesetih letih se je razvila industrija finančnih storitev z vedno širšo ponudbo skladov, posebej v povezavi s tveganim kapitalom. Tako imenovani tvegani investicijski skladi so bili odziv na zahtevo po visoki donosnosti, oziroma višji, kot je tista, ki jo investor lahko dosega z individualnim vlaganjem v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi. S tveganimi investicijskimi skladi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih investicijskih skladov (Pavlin, 1995, str. 127). Konec leta 1968 pa je (zaradi številnih zlorab borzno posredniških hiš) kljub ugodnim trendom nastopila kriza, ki je trajala sedem let.

V sedemdesetih letih so visoka inflacija in zakonsko določene maksimalne obrestne mere ter nestanovitnost trgov vrednostnih papirjev ponovno oživile zanimanje za odprte investicijske sklade, še posebno za investicijske sklade denarnega trga. Zanimanje za odprte investicijske sklade je zelo naraslo, posebej ko so omogočili odpiranje IRA (Individual Retirement Account) računov kot pokojninskih planov za tiste, ki niso bili kriti s pokojninskimi plani podjetij. Interes za odprte investicijske sklade se je še povečal leta 1982, ko so lahko račune odpirali vsi zaposleni delavci. Veliko investorjev v odprte investicijske sklade je namreč menilo, da so takšni investicijski skladi idealni nosilci za pokojninske račune (Pavlin, 1995, str. 128). Leta 1973, ko je bilo ustanovljeno Ameriško združenje tveganega kapitala v Chicagu, se je začel nov razmah zaprtih investicijskih skladov s tveganim kapitalom, vendar pa njihovo število in njihova skupna vrednost sredstev še zdaleč nista dosegala odprtih investicijskih skladov. V sedemdesetih letih so imeli vsi zaprti investicijski skladi skupaj vrednost sredstev okrog 8 milijard dolarjev, medtem ko je skupna vrednost odprtih skladov v letu 1970 znašala 47,6 milijard dolarjev, leta 1980 134,8, leta 2000 pa že kar čez 6000 milijard. Danes zaprti investicijski skladi dosegajo le dobre 3% od skupne vrednosti sredstev investicijskih skladov.

Slika 1: Sredstva investicijskih skladov v ZDA v letih 1970, 1980, 1990, 2000
(v mrd USD)



Vir: Federal Reserve. [<http://www.federalreserve.gov/releases>]

Kljub množici vplivnih dejavnikov (spremembe davčne, monetarne in drugih politik, regulacija naložb, (ne)stanovitnost trga kapitala), ki so kasneje na eni strani odvrčali in na drugi pritegovali nalogatelje v sklade, je iz slike 1 jasno razviden trend rasti vrednosti sredstev v skladih z močno prevlado odprtih investicijskih skladov. Zaradi boljše virtualizacije dinamike pojava je uporabljen pollogaritemski grafik, iz katerega je moč odbrati relativne odnose med podatki.

Čeprav je razvoj očiten, se številni še vedno sprašujejo, zakaj zaprti investicijski skladi ne dohajajo odprtih. Ob tem navajajo nekatere prednosti, ki naj bi jih zaprti investicijski skladi kot skladi s fiksnim zneskom kapitala imeli (Raymond, 1999, str. 1-2):

- Pri vzajemnih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v/iz sklada in povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je potrebno kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev, morajo upravljalci zagotoviti, da precejšen del naložb predstavlja likvidna sredstva. Takšna sredstva so praviloma mnogo manj donosna od drugih vrst naložb. Zaprti investicijski skladi, ki ne potrebujejo tolikšnih likvidnih sredstev, lahko v tem oziru dosežejo višjo donosnost na vložena sredstva.
- Upravljalci odprtih investicijskih skladov se soočajo z nestabilnim obsegom celotnih sredstev. Ob močnih nihanjih se lahko zgodi, da morajo upravljalci prestrukturirati naložbe v smeri trenutnih preferenc svojih delničarjev in pri tem zanemariti ob ustanovitvi zapisano investicijsko politiko.

- Upravljalcem zaprtih investicijskih skladov se ni potrebno ukvarjati s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih imajo v svojem portfelju, kot je to potrebno pri odprtih skladih. Tako imajo upravljalci več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovnih terminov nakupov in prodaj le-teh in imajo zato mnogokrat tudi ugodnejše investicijske rezultate.
- Odprti investicijski skladi v ZDA v skladu z določili njihove komisije za trg vrednostnih papirjev (Securities Exchange Commission) ne smejo imeti več kot 15% vseh naložb v nelikvidnih vrednostnih papirjih. To določilo je bilo uvedeno za primer, če bi delničarji sklada naenkrat želeli v večjem obsegu od sklada zahtevati odkup delnic po čisti vrednosti sredstev na delnico. Za zaprte investicijske sklade to določilo ne velja, zato lahko večji del sredstev investirajo v vrednostne papirje, s katerimi se javno ne trguje, ali v vrednostne papirje na razvijajočih se trgih kapitala, ki so bolj tvegani, a ponujajo visoke donose na dolgi rok.
- Zaprti investicijski skladi se lahko zaradi fiksne vrednosti svojih sredstev praviloma veliko lažje zadolžujejo. S pomočjo višjega finančnega vzvoda lahko dosežajo višjo donosnost na vložena sredstva, po odplačilu obresti za najeta posojila se namreč ves morebitni presežek od prejetih dividend, obresti ali kapitalski dobičkov od naložb razdeli med obstoječe delničarje. Višji finančni vzvod multiplicira potencialne morebitne donose, delničarji pa se morajo zavedati, da je ta prednost lahko hkrati pomanjkljivost, saj finančni vzvod lahko multiplicira tudi potencialno negativne donose. Tveganje naložbe v zaprti investicijski sklad je tem večje, čim bolj je sklad zadolžen.
- Cena delnic zaprtih investicijskih skladov se oblikuje na trgu glede na povpraševanje in ponudbo ter ni enako čisti vrednosti sredstev na delnico, ampak je ponavadi nižja. Tako lahko investitor v odprti investicijski sklad pridobi samo ob povišanju čiste vrednosti sredstev odprtega sklada, ob investiranju v zaprti investicijski sklad pa poleg tega lahko pridobi še z zmanjševanjem razlike med čisto vrednostjo sredstev zaprtega sklada in njegovo tržno ceno.
- Investitor v zaprti investicijski sklad, ki je kupil delnice sklada po ceni, nižji od čiste vrednosti sredstev na delnico, lahko ustvari višjo donosnost tudi zaradi dejstva, da so enake dividende od naložb v vrednostne papirje sklada dejansko večje glede na vložena sredstva, kot če bi kupil delnice sklada po ceni enaki čisti vrednosti sredstev. Če je delničar namreč kupil delnice po ceni, nižji od čiste vrednosti sredstev na delnico, je za vložena sredstva posredno pridobil več vredne naložbe. Enake dividende, obresti in kapitalski dobički od naložb se tako razporedijo na manjši obseg vloženi sredstev, kar ustvari večjo donosnost na vložena sredstva.

Ob vseh teh prednostih se pojavlja vprašanje, zakaj zaprti investicijski skladi niso bolj razširjeni. Glavni vzroki za takšno stanje so:

- Manjša likvidnost delnic zaprtih investicijskih skladov, manjša fleksibilnost teh skladov in predvsem večje tveganje ob vlaganju v te sklade.

- Na splošno so odprti investicijski skladi stroškovno bolj učinkoviti, saj so deleži stroškov v celotnih sredstvih nižji zaradi praviloma večjega obsega sredstev.
- Vsak investitor, ki kupi delnice zaprtega investicijskega sklada ob njegovi ustanovitvi, se praviloma že kmalu zatem sooči s popustom (nizko tržno ceno delnic zaprtega investicijskega sklada glede na njihovo čisto vrednost sredstev). Popust se celo zelo počasi zmanjšuje ali pa do zmanjšanja popusta dalj časa sploh ne pride (popust se lahko celo poveča).

3. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE

S prehodom v tržno gospodarsko družbo se prvi investicijski skladi pojavijo tudi v Sloveniji. Čeprav leta 1994 sprejeti Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje - ZISDU, Uradni list RS, št. 6/94) postavi pravni okvir tako za vzajemni sklad (odprti investicijski sklad) kot investicijsko družbo (zaprti investicijski sklad), pa samoniklih investicijskih družb slovenski finančni sistem v praksi še ne pozna. Kot posebna oblika investicijskega sklada, dobi z ZISDU pravni temelj, t.i. pooblaščen investicijska družba in vzporedno z njo pooblaščen družba za upravljanje kot njen upravitelj. Podobne institucije predvidijo tudi v drugih državah na prehodu. Vlogo pooblaščenih investicijskih družb utemelji leta 1992 sprejeti zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Zakon o lastninskem, preoblikovanju podjetij - ZLPP, Uradni list RS, št. 55/92). V njem jih zakonodajalec opredeli kot institucije, ki bodo prek funkcije lastnika (predviden 20% delež) v lastninsko preoblikovanih podjetjih odigrale pomembno vlogo v narodnem gospodarstvu.

3.1. OPREDELITEV POJMOV

Opredelitev investicijskih skladov in družb za upravljanje, pogoji ustanovitve in način poslovanja le-teh so določeni z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Tudi pooblaščen investicijske družbe in pooblaščen družbe za upravljanje delujejo v njegovem okviru.

3.1.1. POOBLAŠČENA DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

Pooblaščen družba za upravljanje (pooblaščen DZU) je posebna vrsta družbe za upravljanje, ki dobi dovoljenje za upravljanje pooblaščen investicijske družbe. Lahko je ustanovljena kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Za svojo dejavnost upravljanja zaračuna provizijo, katere višina je zakonsko omejena. Lastniki pooblaščen DZU so lahko fizične in pravne osebe, tujci imajo lahko v njej največ 10% lastniški delež. Pooblaščen DZU lahko upravlja eno ali več pooblaščenih investicijskih družb. Najnižji znesek osnovnega kapitala pooblaščen DZU je 50 milijonov tolarjev, če upravlja le eno pooblaščen investicijsko družbo. Za vsako naslednjo v upravljanju mora povečati osnovni kapital za 25 milijonov tolarjev.

3.1.2. POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA

Pooblaščen investicijska družba (PID) se po svojem namenu razlikuje od navadne investicijske družbe. Ustanovljena je z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij. Ustanovi jo lahko samo pooblaščen DZU. Za svoje poslovanje potrebuje pooblastilo države (Agencije za trg vrednostnih papirjev). Najnižji znesek kapitala PID-a znaša 100 milijonov tolarjev, medtem ko je bila zgornja meja 10 milijard tolarjev odpravljena. Da bi se kljub temu zagotovila ustrezna raven konkurenčnosti, je zakon omejil velikost osnovnega kapitala vseh PID-ov istega upravitelja na 10% osnovnega kapitala vseh PID-ov v Sloveniji.

Ker PID-i niso omejeni v deležu lastništva v investiranih podjetij, smejo pooblaščen družbe za upravljanje tudi aktivno poseči v poslovanje podjetij v portfelju. Tako lahko v imenu in za račun PID-a opravljajo vse posle v zvezi z nadzorom in upravljanjem družbe – izdajatelja (Zakon o invest., 1994, 137. člen).

Nadzor nad poslovanjem PID-ov in pooblaščenih DZU opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. Agencija lahko brez omejitev pregleduje knjige in ostale dokumente pooblaščen družbe za upravljanje, ki se nanašajo na poslovanje PID-ov. V primerih hujših kršitev zakonskih določil se lahko funkcija upravljanja PID-a prenese na drugo pooblaščen DZU. V skrajnem primeru se lahko nad PID-om prične postopek likvidacije³.

Ker so PID-i nastali s privatizacijo in iz privatizacije, je njihova oblika prehodne narave. V skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov (sprejet julija 1999), se morajo v roku treh let uskladiti z določbami ZISDU o investicijskih družbah ali pa preoblikovati v redno delniško družbo.

3.2. ZBIRANJE (CERTIFIKATNIH) SREDSTEV V PID-e (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 137-144)

Ker Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij uzakoni odplačno privatizacijo z brezplačno razdelitvijo premoženja delavcem in državljanom Republike Slovenije, predstavljajo lastninski certifikati glavni vložek v PID-e. Del sredstev se vplača tudi v denarju s strani pooblaščenih DZU kot zakonska obveza, del pa ga vplačajo državljeni ob zaokroževanju za nakup celotne vrednosti delnic. Vlaganje lastniških certifikatov v pooblaščen investicijske družbe ni potekalo enakomerno. V obdobju od julija 1994 do junija 1995 je bilo vloženih 65% od vseh zbranih lastniških certifikatov. To je bil čas, ko so pooblaščen DZU vlagale velik del sredstev v reklamo ter tako pritegovale potencialne vlagatelje. Po prvem zagonu pa postane vlaganje certifikatov vzporedna aktivnost družb,

³ Družbam za upravljanje Divida, A-Trust, Nika je bila odvzeta licenca za upravljanje. Nad nobenim PID-om pa ni bil uveden postopek likvidacije.

saj so se le-te ob prvih vlaganjih že začele ukvarjati z naložbami. Za sam proces zbiranja certifikatnih sredstev je značilno tudi štirikratno podaljšanje roka, do katerega se je lahko vložil certifikat v eno izmed možnih naložb. V PID-ih se je zbralo za 327,2 milijard Sit lastniških certifikatov, vrednostno izkazanih na dan 01.01.1993, zbiranje pa se je po vseh podaljšanjih zaključilo 30.06.1997.

Kako uspešne so bile pri zbiranju certifikatov posamezne DZU, je razvidno iz tabele v prilogi 1. Najuspešnejše so bile tiste, katerih večinski ustanovitelji so banke ali zavarovalnice (obarvano v sivo). Dosedanja dejavnost ustanoviteljev DZU je potencialnim vlagateljem zagotavljala občutek varnosti in donosnosti naložbe. Skupaj s promocijo so postale magnet za vlagatelje v PID-e.

Certifikati so bili podeljeni (po kriteriju starosti) vsem državljanom Republike Slovenije. Vrednosti na certifikatih so dajale njihovu imetniku pravico, da za to vrednost pridobi delnice podjetja po vrednosti, ki so jo te delnice imele na dan 01.01.1993, ne glede na to, če so bili certifikati zamenjani v delnice bistveno kasneje.

Posameznik je lahko zanje pridobil:

- delež v podjetju, kjer je ali je bil zaposlen (interna razdelitev delnic),
- delnice podjetij, ki so izvedla javno prodajo,
- delnice ali drugo premoženje Republike Slovenije ter podjetij v njeni lasti, ki se ponudijo javnosti v odkup za lastniške certifikate,
- delnice PID-ov.

Vlagatelji v PID-e so bili predvsem:

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

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

V PID-e je bilo vloženih kar 58% vseh izdanih certifikatov. Izdaja večjega obsega certifikatov kot je bilo prvotno predvideno, dodatno dana možnost, da se del družbenega premoženja lastnini s terjatvami, netočno določeno število podjetij in višina kapitala ter naknadno dani popusti v notranjem odkupu so vplivali tako na skupno vrednost izdanih certifikatov kot na njihov delež, ki je pripadel PID-om. Vse skupaj je pripeljalo do presežka povpraševanja po delnicah nad ponudbo oziroma do privatizacijske vrzeli. Njene posledice so se v celoti odrazile na PID-ih, ki so delnice prodajali, ne glede na to, da na strani sredstev pokritja zanje ni bilo.

3.3. INVESTICIJSKA POLITIKA, STRUKTURA NALOŽB

Statut investicijske družbe (tudi PID-a) vsebuje določila, ki so zavezujoče narave za DZU, ki investicijsko družbo ustanovi. Poleg običajnih določil, veljavnih za vsako delniško družbo, morata biti v njem določeni tudi investicijska politika in politika razdelitve dividend (Zakon o invest., 1994, 63. člen)). Ker vzajemni sklad ni pravna oseba, tudi ni statuta kot zavezujočega elementa za upravitelja. Vzajemni sklad se oblikuje tako, da DZU sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada. Tudi ta morajo vsebovati izbrano investicijsko politiko in način razdelitve čistega dobička vlagateljem. Potencialni vlagatelji v (pooblaščen) investicijsko družbo, bodisi v vzajemni sklad, se seznanijo z izbranimi politikama investiranja in razdelitve čistega dobička prek prospekta za javno ponudbo. Prospekt mora biti objavljen in dan na razpolago javnosti ob začetku javne ponudbe investicijskih kuponov vzajemnega sklada oz. delnic investicijske družbe. Ker se je z delnicami PID-ov začelo trgovati šele po tem, ko so del zbranih certifikatov pretvorili v premoženje, so pooblaščen DZU sestavljale prospekte dvakrat. Več o politiki dividend kasneje.

3.3.1. INVESTICIJSKA POLITIKA

Investicijski skladi v svetu so omejeni v deležu podjetja, ki ga imajo v svojem portfelju. Upravljalci investicijskih skladov sledijo investicijski politiki pasivnega lastništva v podjetjih, kamor investirajo. Tudi družbe za upravljanje vzajemnih skladov in investicijskih družb v Sloveniji so ustrezno zakonsko omejene pri upravljanju z naložbami. Razpršenost le-teh in omejitve v deležih, ki jih lahko imajo v posameznem izdajatelju, zagotavljajo skladom minimalno izpostavljenost tveganju, ki izhaja iz koncentracije naložb. Da to ne velja za PID-e, je razvidno iz tabele 1.

PID-i so investicijske družbe z državnim pooblastilom za opravljanje posredniške dejavnosti. Kot privatizacijski posredniki so v zameno za certifikate kopicili premoženje Sklada RS za razvoj in kasneje Slovenske razvojne družbe kot njenega pravnega naslednika. Ker so zbirali tisto kar jim je bilo ponujeno, najdemo v strukturi njihovih naložb strukturo slovenskega gospodarstva, ki se je privatiziralo. To je tudi razlog za ohlapnejše predpise glede naložb PID-ov, prikazanih v tabeli.

Tabela 1: Zahteve glede razpršenosti in omejitev naložb

Predpisana struktura naložb	Vzajemni sklad	Investicijska družba	PID
Tržni vrednostni papirji	Najmanj 75% vseh naložb	Najmanj 60% vseh naložb	Ni posebnih zahtev
Likvidnostna sredstva in kratkoročni vrednostni papirji z dospelostjo do 6 mesecev	Najmanj 5% vseh naložb	Ni posebnih zahtev	Ni posebnih zahtev
Vrednostni papirji tujih izdajateljev, ki kotirajo na borzah, predpisanih s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Tržni vrednostni papirji istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Netržni vrednostni papirji istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev	Največ 5% vseh naložb	Največ 5% vseh naložb	Največ 10% vseh naložb
Vrednostni papirji, ki jih izda, ali zanje jamči Republika Slovenija	Največ 70% vseh naložb	Največ 70% vseh naložb	Največ 70% vseh naložb
Delež vrednostnih papirjev istega izdajatelja, ki jih imajo lahko skupno vsi skladi ene DZU	Največ 15% vrednostnih papirjev	Največ 15% vrednostnih papirjev	Ni omejitev
Delež naložb v nepremičninah	0%	0%	Največ 20% vseh naložb
Delež vrednostnih papirjev podjetij, ki so poslovno povezana z lastniki več kot 10% delnic DZU	-	-	Največ 20% vseh naložb

Vir: ZISDU, člani 94, 95, 96, 97, 140

Izbrane investicijske politike lastništva za PID-e pod okriljem ene DZU se v glavnem niso razlikovale. Značilno razlikovanje med ustanovljenima PID-oma izbire DZU Krona za PID-a, Senior in Krona. Narava privatiziranega premoženja pomembno omeji pooblaščenim DZU pri odločitvah glede naložbene politike. Premoženje, ki ga prejemajo, je pretežno netržno. To dejstvo prepreči pooblaščenim DZU možnost izbire izključno pasivne investicijske politike lastništva v portfeljskih podjetjih. Tako se glede na investicijske interese, ki jih zastopajo, pooblaščenim DZU odločijo med izrazito aktivno ter kombinacijo aktivne in bolj ali manj poudarjene pasivne investicijske politike lastništva. Nekateri DZU pokažejo namero postopnega prehajanja od upravljanja s podjetji v portfelju k upravljanju z vrednostnimi papirji, oziroma od lastniške aktivnosti k aktivnosti v trgovanju. Iz tabele 2 je razvidna izbrana investicijska politika lastništva posamezne

pooblašcene DZU. Svetlejša oznaka kaže namero prehajanja dveh DZU k večji pasivnosti upravljanja podjetij v svojem portfelju.

Tabela 2: Investicijska politika lastništva v portfeljskih podjetjih PID

	Aktiva	Arkada	Atena	Avip	Capinvest	Certius	Divida	A-trust	Intara	KBM-Infond	Kmečka	Krekova
Aktivna	x	x	x			x		x				
Pretežno aktivna				x			x		x			
50 : 50				x	x					x	x	x
Pretežno Pasivna												x
Pasivna												
	Krona Krona	Krona Senior	LB Maksima	NFD	Nika	Pomurska	Primorska	Probanka	Pulsar	Shram	Triglav	Vizija
Aktivna	x											
Pretežno aktivna												
50 : 50			x	x	x		x					x
Pretežno Pasivna		x				x		x	x	x	x	
Pasivna												

Vir: Kukar, 1995, priloga str. 1-40 in prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997,1998.

Pooblašcene DZU so za ustanovljene PID-e izbirale med vseslovensko ali regijsko usmerjenostjo svojih naložb. V primerih pooblaščenih družb za upravljanje Triglav in NFD močno poudarjeno regijsko pestrost izničijo kasnejše pripojitve in sočasne razdružitve med PID-i posamezne DZU. Spoznanje o majhnosti slovenskega ekonomskega prostora vodi DZU do umika od popolnega osredotočenja na določeno regijsko področje. Tako pooblašcene DZU Avip, Pomurska in Probanka v svojih prospektih le navedejo močnejšo zastopanost delnic iz regionalnega območja PID-a,

oziroma dajo prednost tovrstnim naložbam ob pogoju enake donosnosti. Primorska DZU se intenzivno usmeri v domača podjetja na Primorskem. Omejenost slovenskega gospodarskega prostora in omejenost vlaganja v tuje naložbe postavi pod vprašaj možnost učinkovite razpršitve naložb pooblaščenih DZU v okviru enega gospodarskega sektorja ali panoge. To dejstvo rezultira v naštevanju najbolj perspektivnih panog kot so farmacija, prehrabena industrija, trgovina in turizem.

Možnost uresničevanja zapisane investicijske usmerjenosti v posamezno regijo in izbrane panoge je bila za pooblaščne DZU v začetku porabe certifikatov precej okrnjena. Za ponudbo in povpraševanje po delnicah privatiziranih podjetij na dražbah, ki jih je organizirala Slovenska razvojna družba, je bila značilna izrazita neuravnoteženost. Postopno prehajanje podjetij na borzo in večja izkoriščenost certifikatov sta povečevala manevrski prostor pooblaščenim DZU pri zasledovanju izbranih naložbenih ciljev.

3.3.2. STATUSNE SPREMEMBE

Izbrana investicijska politika posameznega PID-a nakazuje na ciljno strukturo naložbe, ki ji bo tekom svojega poslovanja sledil.

Številne pooblaščne DZU tik pred odločitvijo za vstop svojih PID-ov na borzo, izvršijo značilne statusne spremembe le teh. Glede na dejstvo, da te DZU niso razlikovale med naložbenimi politikami svojih PID-ov, v tem pogledu tudi ne postavijo pod vprašaj svoje kredibilnosti delničarjem ob izvedeni spremembi. Če so pred združitvijo, oziroma pripojitvijo PID-ov k enemu PID-u bolj ali manj uspešno skrbele za ciljno strukturo PID-ovskih naložb, so lahko to v enaki meri nadaljevale v okviru enega PID-a. Statusne spremembe, ki pomenijo nastanek enega PID-a bodisi kot posledica pripojitve ostalih bodisi združitve vseh, izvršijo pooblaščne DZU Certius, Vizija, KBM Infond, Aktiva, Kmečka družba in v zadnjem času še Atena, LB Maksima, Primorski skladi. Kot razlog za ta korak navajajo večjo racionalnost v upravljanju, ki je utemeljena s sledečim (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 258):

- a) Pooblaščna DZU ima pri odločitvah za nakup posameznih vrednostnih papirjev za certifikate v določenem trenutku na razpolago točno določeno vrsto vrednostnih papirjev. Kupuje tiste, za katere misli, da so kvalitetnejši, vendar pa obstaja razlika v kvaliteti tudi med izbranimi. Kako naj družba odloča o tem, kateri PID naj kupuje določen (kvalitetnejši) vrednostni papir? Tej odločitvi so se družbe praviloma poskušale izogniti tako, da so vse vrednostne papirje kupovale za vse PID-e, za katerih upravljanje so bile pooblaščne, navedeno pa je vodilo v enako strukturo naložb skladov.
- b) Kljub temu, da so se praviloma kupovali vsi vrednostni papirji za vse sklade v upravljanju iste pooblaščne DZU, je pri uspešnosti skladov prihajalo do razlik zaradi neenakomernega polnjenja skladov in kasnejše ustanovitve posameznega PID-a in s tem v zvezi pogojeno nezmožnostjo sodelovanja na dražbi.

- c) Nezmožnost razporediti popolnoma vse naložbe v okviru iste pooblaščne DZU med vse sklade.

V primeru pa, ko bi bilo vse navedeno možno, odpade razlog za oblikovanje več različnih investicijskih skladov, posebej če vemo, da omenjene DZU niso oblikovale posebne investicijske politike za posamezne sklade.

Korak več naredijo pooblaščne DZU Avip⁴, Pomurska, Triglav, NFD in Krekova družba, ki se odločijo za oblikovanje enega združenega PID-a in sočasno razdružitve tega na dva nova, "polnega in praznega". Tudi pooblaščna DZU Probanka ustanovi polni PID kot PID, ki v svoji aktivi nima nobenega certifikata več ter prazni PID, ki ob razdružitvi zadrži vse neizkoriščene certifikate, vendar se v tem primeru pripojitev in razdružitve ne zgodita sočasno.

Odločitev za polni in prazni PID navedene DZU utemeljijo s sledečim:

- ločitev investiranega od certifikatnega dela pomeni zavarovanje uspešnosti sklada pred vplivom zapolnitve ali nezapolnitve privatizacijske vrzeli,
- sklad brez neporabljenih certifikatov v portfelju je primeren za vključitev v borzno kotacijo.

Da pa so se vse te spremembe sploh lahko zgodile, se je potrebno opreti na spremembo v interpretaciji zakonske določbe o minimalni višini osnovnega kapitala posameznega PID-a v znesku 10 milijonov SIT. Pravni strokovnjaki so veljavnost te določbe omejili le na ustanovitev skladov, kar je omogočilo, da so ob združevanju nastali izredno veliki skladi, s kapitalom prek 30 milijard SIT po vrednosti na dan 1.1.1993.

3.3.3. STRUKTURA NALOŽB

Tabela 1 prikazuje strukturo naložb glede na njihovo obliko za posamezen PID na dan 31.06.2001. Naložbene značilnosti, ki so iz nje razvidne:

- Pet manjših manjši PID-ov, ki jih ne doleti nobena od statusnih sprememb, nima več neporabljenih certifikatov. Delež tržnih vrednostnih papirjev v strukturi štirih PID-ov te skupine ne presega višine 2%. Največji PID (7,8 milijard SIT sredstev) v tej skupini Kompas sklad 1 ima na ta dan v strukturi še vedno 8,6% tržnih delnic in 1,4% obveznic. Do danes so se PID-i Certius, Pulsar in tudi Kompas sklad 1, ki je v razmeroma kratkem času prilagodil strukturo portfelja, že preoblikovali v holding. Glede na to, da tudi PID-a Krona Krona in Trdnjava 1 izpolnjujeta pogoje za preoblikovanje v holding, in da sta že pokazala namero, lahko pričakujemo tudi realizacijo le-te. (obarvano vijolično)

⁴ V začetku januarja letošnjega leta sta se PID-a Vipa Nanos in Vipa Soča zopet združila. Oblikovanje združenega PID-a Vipa Invest lahko povežemo z zapolnitvijo privatizacijske vrzeli in zelenim načinom preoblikovanja sedaj združenega premoženja.

- Preostalih 13 PID-ov, ki ni izvršilo in v zadnjem času tudi ne nakazalo namere po združitvi ali združitvi in razdružitvi, od svoje ustanovitve izkazuje neizkoriščene certifikate v deležu od 22,3 (Nika PID) do 55% (Arkada tri) vseh sredstev. Najvišji delež tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih dosega NIKA PID v višini 46%, najnižjega pa PID Kompas sklad in ne presega 1%. (obarvano modro).
- Devet PID-ov, kamor vključujem tudi PID Vipa Invest, ki je nastal z združitvijo polnega in polpraznega PID-a in PID Setev, ki naj bi po izkazani nameri nastal z združitvijo treh PID-ov DZU S hram, predstavlja skupino združenih ali pripojenih PID-ov. Ti PID-i izkazujejo delež neizkoriščenih certifikatov v višini od 24% (DPB Vizija) do 37% (Aktiva Avant I). PID Maksima 1 izkazuje največji delež tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih 47%. Najmanj tržnih vrednostnih papirjev v vseh investiranih sredstvih, 8%, ima PID Aktiva Avant I, ki se je sredi leta 2001 v delu premoženja preoblikoval v holding. PID Kmečka družba se je preoblikoval v investicijsko družbo, holding in PID na prelomu v leto 2001. (obarvano rumeno)
- Pet polnih PID-ov, nastalih kot posledica združitve in razdružitve svojih predhodnikov, izkazuje visok delež tržnih vrednostnih papirjev. Kar dobrih 93% sredstev portfelja sklada Pomurska investicijska družba je tržnih. Najmanjši delež tržnih sredstev ima PID Zvon 1, slabih 52%. (obarvano rdeče)
- Pet polpraznih PID-ov, nastalih kot posledica združitve in razdružitve svojih predhodnikov, ima v povprečju 60% neizkoriščenih certifikatov. V investiranih sredstvih je prevladujoč delež netržnih vrednostnih papirjev. (obarvano zeleno)

V tabeli 4 je prikazana še struktura portfelja PID-ov na dan 30.06.2001 glede na koncentracijo naložb in z njo povezano lastniško aktivnostjo v podjetju izdajatelju. Ker je ob preoblikovanju v eno izmed oblik investicijskega sklada potrebno zadostiti zakonskemu določilu, ki pravi, da imajo lahko skladi v upravljanju ene DZU največ 15% vrednostnih papirjev izdajatelja oblikujem v tabeli prvi razred kot razred z deležem do 10%. Gre za razred tako imenovanih portfeljskih naložb. V oklepaju je prikazan tudi odstotek teh naložb v vseh naložbah. Naložba v delež nad 10% kapitala je na drugi strani označena za neposredno naložbo. Razred z lastniškim deležem od 10 do 20% je podan kot razred z naložbami v lastniški delež, ki se bo praviloma v prihodnosti bodisi povečeval bodisi zmanjševal. Z namenom povečevanja vpliva na poslovanje izdajatelja bo že sam PID in ob prenosu naložb v holding zlasti slednji stremel k povečevanju tega deleža, kot investicijski sklad bo moral PID zmanjšati ta delež (če je višji) pod zakonskih 15%⁵. Naložbe v deleže nad 20% bodo praviloma ostale in se ob preoblikovanju PID-a kot del holdinga ohranjale ali povečevale (slednje predvsem za tržne vrednostne papirje, zaradi zakonsko določenega praga za vključitev teh naložb v holding, oblikovanega na ravni 25%).

⁵ Predlog novele ZISDU predvideva tudi omejitev na izpostavljenost posameznega sklada podjetju izdajatelju v višini 10% vrednostnih papirjev izdajatelja. V tem primeru bo potrebno zadostiti temu pogoju.

Tabela 3: Prikaz strukture naložb pooblaščenih investicijskih družb na dan 30.6.2001 (v 1000 Sit in v %)

Družba za upravljanje	ARKADA		AKTIVA				AVIP		CAP-INVEST					
Pooblaščenca investicijska družba	ARKADA**		ATENA 1. SKLAD		AKTIVA AVANT I		VIPA INVEST**		CAPINVEST 2		KS 1		KS 2	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	97.648	0,8%	1.075.428	2,1%	17.122	0,1%	46.809	0,2%	725	0,1%	59.042	0,8%	101.909	1,1%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	6.522.628	55,8%	30.041.747	58,1%	5.437.884	41,1%	12.341.822	57,3%	796.250	63,0%	6.520.862	84,4%	4.585.124	50,1%
2.1 Obveznice (skupaj)			50.000	0,1%			544.254	2,5%			109.268	1,4%		
2.2 Delnice (skupaj)	6.522.628	55,8%	29.991.747	58,0%	5.437.884	41,1%	11.797.568	54,8%	796.250	63,0%	6.411.595	83,0%	4.585.124	50,1%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	1.553.534	13,3%	8.682.170	16,8%	1.044.896	7,9%	3.249.679	15,1%	147.738	11,7%	661.179	8,6%	1.938.174	21,2%
2.2.2 Na neorganiziranem trgu vred. papirjev	4.969.095	42,5%	21.309.577	41,2%	4.392.989	33,2%	8.547.889	39,7%	648.512	51,3%	5.750.416	74,4%	2.646.949	28,9%
3. Ostali vrednostni papirji	797.680	6,8%	4.052.105	7,8%	2.278.591	17,2%	3.336.309	15,5%	69.363	5,5%	1.144.316	14,8%	1.011.499	11,1%
4. Ostalo	478.299	4,1%	890.435	1,7%	566.302	4,3%	45.043	0,2%	4.931	0,4%	1.662	0,0%	122.186	1,3%
5. Neizkoriščeni lastninski certifikati	3.795.581	32,5%	15.677.579	30,3%	4.946.751	37,3%	5.755.664	26,7%	392.362	31,1%			3.326.699	36,4%
6. Skupaj 1.,2.,3.,4.,5.	11.691.836		51.737.295		13.246.651		21.525.647		1.263.631		7.725.883		9.147.416	
Družba za upravljanje	CAPINVEST		CERTIUS						INTARA					
Pooblaščenca investicijska družba	KS 4		CERTIUS*		NIKA PID		NIKA PID1		NIKA PID2		MERCATA*		MERCATA 1*	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	29.513	0,3%	454.980	15,1%	70.232	1,6%	158.818	3,5%	44.496	2,2%	412.769	4,1%	1.828	0,0%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	2.059.151	22,7%	2.495.635	82,6%	2.673.339	60,6%	2.170.421	47,7%	776.010	38,6%	5.409.055	53,7%	4.816.727	53,8%
2.1 Obveznice (skupaj)					27.427	0,6%	529	0,0%			113	0,0%	113	0,0%
2.2 Delnice (skupaj)	2.059.151	22,7%	2.495.635	82,6%	2.645.912	59,9%	2.169.892	47,7%	776.010	38,6%	5.408.942	53,7%	4.816.614	53,8%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	21.839	0,2%	13.366	0,4%	1.559.051	35,3%	777.946	17,1%	111.967	5,6%	1.685.260	16,7%	703.742	7,9%
2.2.2 Na neorganiziranem trgu vred. papirjev	2.037.312	22,5%	2.482.269	82,2%	1.086.861	24,6%	1.391.946	30,6%	664.043	33,0%	3.723.682	37,0%	4.112.872	45,9%
3. Ostali vrednostni papirji	1.238.129	13,7%	51.987	1,7%	300.877	6,8%	455.377	10,0%	210.739	10,5%	631.744	6,3%	1.208.174	13,5%
4. Ostalo	16.590	0,2%	69.103	2,3%	385.703	8,7%	420.292	9,2%	182.390	9,1%	6.749	0,1%	16.999	0,2%
5. Neizkoriščeni lastninski certifikati	5.726.112	63,1%			984.244	22,3%	1.344.647	29,6%	798.936	39,7%	3.612.805	35,9%	2.912.693	32,5%
6. Skupaj 1.,2.,3.,4.,5.	9.069.495		3.019.718		4.414.395		4.549.555		2.012.571		10.073.122		8.956.421	
Družba za upravljanje	KBM-INFOND		KMEČKA DRUŽBA		KREKOVA DRUŽBA				DUS KRONA				LB MAKSIMA	
Pooblaščenca investicijska družba	INFOND-ZLAT		PID KMEČKA D.*		PID ZVON ENA		PID ZVON DVA		KRONA SENIOR		KRONA KRONA		MAKSIMA 1	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	207.463	0,3%	16.212	0,0%	116.422	0,5%	7.136	0,0%	302.260	2,5%	89	0,0%	1.062.665	3,2%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	37.422.758	57,9%	28.214.410	56,3%	25.054.790	99,0%	5.318.372	25,8%	7.289.766	60,0%	1.270.919	75,3%	20.555.011	61,3%
2.1 Obveznice (skupaj)	121.959	0,2%	105.522	0,2%					109.697	0,9%	930	0,1%	475.035	1,4%
2.2 Delnice (skupaj)	37.300.799	57,7%	28.108.888	56,1%	25.054.790	99,0%	5.318.372	25,8%	7.180.069	59,1%	1.269.989	75,3%	20.079.976	59,9%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	10.644.468	16,5%	7.213.968	14,4%	12.987.895	51,3%	324.215	1,6%	2.663.944	21,9%	1.430	0,1%	9.894.028	29,5%
2.2.2 Na neorganiziranem trgu vred. papirjev	26.656.331	41,2%	20.894.920	41,7%	12.066.895	47,7%	4.994.157	24,2%	4.516.125	37,2%	1.268.559	75,2%	10.185.947	30,4%
3. Ostali vrednostni papirji	7.365.068	11,4%	4.499.843	9,0%	47.247	0,2%	2.362.699	11,5%	262.525	2,2%	309.495	18,3%	186.348	0,6%
4. Ostalo	3.289.532	5,1%	135.236	0,3%	86.590	0,3%	44.915	0,2%	361.987	3,0%	106.507	6,3%	31.138	0,1%
5. Neizkoriščeni lastninski certifikati	16.399.209	25,4%	17.232.318	34,4%			12.893.366	62,5%	3.932.692	32,4%			11.679.551	34,8%
6. Skupaj 1.,2.,3.,4.,5.	64.684.030		50.098.019		25.305.050		20.626.488		12.149.230		1.687.010		33.514.713	

Družba za upravljanje	LB MAKSIMA				N F D				PRIMORSKI SKLADI		PROBANKA			
Pooblaščenica investicijska družba	PID1		PID2		NFD1 I S		NFD2 IS		MODRA LINIJA**		Zlata MONETA I		Zlata MONETA II	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	1.031.012	17,6%	1.559	0,0%	28.791	0,1%	23.196	0,0%	90.868	0,7%	514.303	4,3%	171	0,0%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	4.775.153	81,5%	2.021.059	26,4%	28.496.748	98,5%	15.781.345	30,8%	7.793.299	63,7%	11.229.175	93,4%	2.527.691	19,8%
2.1 Obveznice (skupaj)					877.228	3,0%	69.920	0,1%	15.763	0,1%	98.428	0,8%	24.553	0,2%
2.2 Delnice (skupaj)	4.775.153	81,5%	2.021.059	26,4%	27.619.520	95,4%	15.711.425	30,6%	7.777.536	63,6%	11.130.747	92,6%	2.503.138	19,7%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	4.421.435	75,5%	38.165	0,5%	19.345.167	66,8%	1.371.291	2,7%	3.815.472	31,2%	5.853.854	48,7%	76.956	0,6%
2.2.2 Na neorganiziranem trgu vred. papirjev	353.718	6,0%	1.982.894	25,9%	8.274.353	28,6%	14.340.134	28,0%	3.962.064	32,4%	5.276.893	43,9%	2.426.182	19,1%
3. Ostali vrednostni papirji	28.741	0,5%	704.221	9,2%	115.013	0,4%	5.192.972	10,1%	945.683	7,7%	27.238	0,2%	2.420.138	19,0%
4. Ostalo	23.161	0,4%	296	0,0%	301.243	1,0%	45.447	0,1%	883.192	7,2%	251.103	2,1%	9.920	0,1%
5. Neizkoriščeni lastninski certifikati			4.937.219	64,4%			30.225.259	59,0%	2.517.463	20,6%			7.777.675	61,1%
6. Skupaj 1.,2.,3.,4.,5.	5.858.067		7.664.354		28.941.795		51.268.219		12.230.505		12.021.819		12.735.595	
Družba za upravljanje	PULSAR				S HRAM				TRIGLAV				VIZIJA	
Pooblaščenica investicijska družba	PULSAR		TRDNJAVA		TRDNJAVA 1		SETEV**		TRIGLAV STEBER I		TRIGLAV STEBER II		DPB VIZIJA	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. Sredstva	112.308	8,1%	86	0,0%	89.945	5,7%	87.471	1,4%	245.883	0,8%	561.494	1,7%	271.741	3,4%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	1.253.109	90,1%	1.907.048	41,7%	1.439.341	91,4%	4.244.541	65,6%	32.094.151	98,5%	8.435.260	25,5%	5.580.172	70,7%
2.1 Obveznice (skupaj)	929	0,1%							340.033	1,0%				
2.2 Delnice (skupaj)	1.252.180	90,1%	1.907.048	41,7%	1.439.341	91,4%	4.244.541	65,6%	31.754.118	97,5%	8.435.260	25,5%	5.580.172	70,7%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	19.113	1,4%	1.359	0,0%			582.737	9,0%	18.040.835	55,4%	1.354.181	4,1%	2.615.340	33,1%
2.2.2 Na neorganiziranem trgu vred. papirjev	1.233.067	88,7%	1.905.689	41,6%	1.439.341	91,4%	3.661.804	56,6%	13.713.284	42,1%	7.081.079	21,4%	2.964.833	37,6%
3. Ostali vrednostni papirji			263.732	5,8%	14.041	0,9%	177.425	2,7%	46.552	0,1%	2.103.209	6,4%	56.712	0,7%
4. Ostalo	25.067	1,8%	741.247	16,2%	30.896	2,0%	107.484	1,7%	193.458	0,6%	25.736	0,1%	75.846	1,0%
5. Neizkoriščeni lastninski certifikati			1.664.324	36,4%			1.850.917	28,6%			21.962.216	66,4%	1.909.311	24,2%
6. Skupaj 1.,2.,3.,4.,5.	1.390.484		4.576.437		1.574.223		6.467.838		32.580.044		33.087.915		7.893.782	

Opombe:

* na dan 31.10.2000

** združeni PID-i ene DZU

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

Tabela 4: Število podjetij v portfelju PID-ov glede na lastniški delež na dan 30.06.2001

Naložbe v lastniški delež ↓	Aktiva Avant*	Atena 1. Sklad*	PID-i DZU Arkada*	Capinvest 2*** PID	Kompas sklad 1***	Kompas Sklad 2***	Kompas Sklad 4***	Vipa Invest	Nika PID	Nika PID 1	Nika PID 2	Mercata**
Do 10% (% v vseh)	24 57%	41 44%	22 76%					76 69%	50 83%	41 84%	36 95%	24 53%
10 - 20%	1	15	2					11	4	3	0	9
Nad 20%	17	38	5					23	6	5	2	12
Št. vseh	42	94	29					110	60	49	38	45
	Mercata 1**	Infond Zlat PID*	Kmečka družba**	Zvon ena	Zvon dva	Krona Senior	Krona Krona	Maksima 1	NFD 1	NFD 2	Pomurska in-vest. družba 1	Pomurska in-vest. družba 2
Do 10% (% v vseh)	27 55%	88 50%	66 51%	40 55%	33 66%	20 59%	14 61%	46 72%	39 56%	40 71%	24 92%	16 89%
10 - 20%	10	28	20	8	4	8	2	10	11	10	1	1
Nad 20%	12	61	44	25	13	6	7	8	20	6	1	1
Št. vseh	49	177	130	73	50	34	23	64	70	56	26	18
	Modra linija	Zlata Moneta I	Zlata Moneta II	Pulsar***	Trdnjava***	Trdnjava 1***	PID-i DZU S hram	Triglav Steber I	Triglav Steber II	DPB Vizija	Certius**	
Do 10% (% v vseh)	51 70%	42 76%	20 83%				11 37%	66 65%	30 65%	25 71%	11 52%	
10 - 20%	9	6	2				2	14	5	2	2	
Nad 20%	13	7	2				17	22	11	8	8	
Št. vseh	73	55	24				30	102	46	35	21	

Opombe:

* na dan 31.01.2001

** na dan 30.09.2000

*** podatki niso bili dosegljivi

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

3.4. PRIVATIZACIJSKA VRZEL

3.4.1. NASTANEK IN PRIZNANJE VRZELI

Privatizacijsko vrzel lahko opredelimo kot razkorak med vrednostjo izdanih lastninskih certifikatov in vrednostjo družbenega premoženja, namenjenega lastninjenju z lastninskimi certifikati. Vrzel se je kot težava, ki jo je bilo potrebno reševati, pokazala pri PID-ih kot neporabljen del certifikatnih sredstev v aktivi skladov, za katerega sklad za razvoj ni mogel ponuditi v odkup družbenega premoženja, ker je bilo to v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju že v celoti privatizirano. Zato se v nekaterih dokumentih privatizacijska vrzel opredeljuje kar kot razlika med nominalno vrednostjo certifikatov, ki so jih zbrali PID-i, in vrednostjo premoženja, ki je po ZLPP bila namenjena PID-om po stanju na dan 1.1.1993. V sliki 2, ki prikazuje strukturo (ne)vložitve certifikatov s strani državljanov in (ne)zamenjave certifikatnih sredstev v realno premoženje je ta razlika obarvana s sivo.

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

- Napačno ocenjena višina družbenega kapitala;
- Možnost prevrednotenja sredstev, izkazanih v knjigah podjetij na dan 31.12.1992, kar je bila edina znana kategorija za potrebe lastninjenja na dan 1.3.1993;
- Izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji iz družbenega premoženja;
- Izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah iz družbenega premoženja;
- Popusti za nakupe delnic v notranjem odkupu;
- Možnost izkoristiti neizplačane plače iz preteklega obdobja za lastninjenje;
- Možnost izbrati kot osnovo za lastninjenje najnižjo vrednost po za podjetje najugodnejši cenitvi;
- Pritiski na večanje obsega certifikatov izdanih posameznemu državljanu.

Kljub navedenim problemom pa do privatizacijske vrzeli vsaj v tolikšnem obsegu ne bi prišlo, če:

- Ne bi bil dosežen dogovor med DZU 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 bil odklonjen nakup posameznih delnic po cenah, ki so bile nerealno visoko postavljene.

Napore za opredelitev višine privatizacijske vrzeli bi lahko razdelili v tri obdobja:

1. Obdobje zanikanja obstoja privatizacijske vrzeli s strani predstavnikov vlade in ministrstev – leto 1995;
2. Obdobje priznavanja obstoja privatizacijske vrzeli, pri čemer se je le-ta načrtno prikazovala kot manjša in zavračanja reševanja navedenega problema – leto 1996 in 1997;
3. Obdobje priznanja višine in opredelitev reševanja privatizacijske vrzeli – leto 1998 in 1999.

Kako so se spoznanja o obsegu privatizacijske vrzeli spreminjala, pa kaže tudi tabela v prilogi 2.

3.4.2. ODPRAVA VRZELI

Z dnem 21.12.2001 privatizacijske vrzeli ni več. Tega dne so PID-i sprejeli ponujeni sveženj premoženja s strani Slovenske razvojne družbe. Zaradi številčnosti pogodb se preknjižbe premoženja na račune PID-ov vršijo še v prvih mesecih tekočega leta.

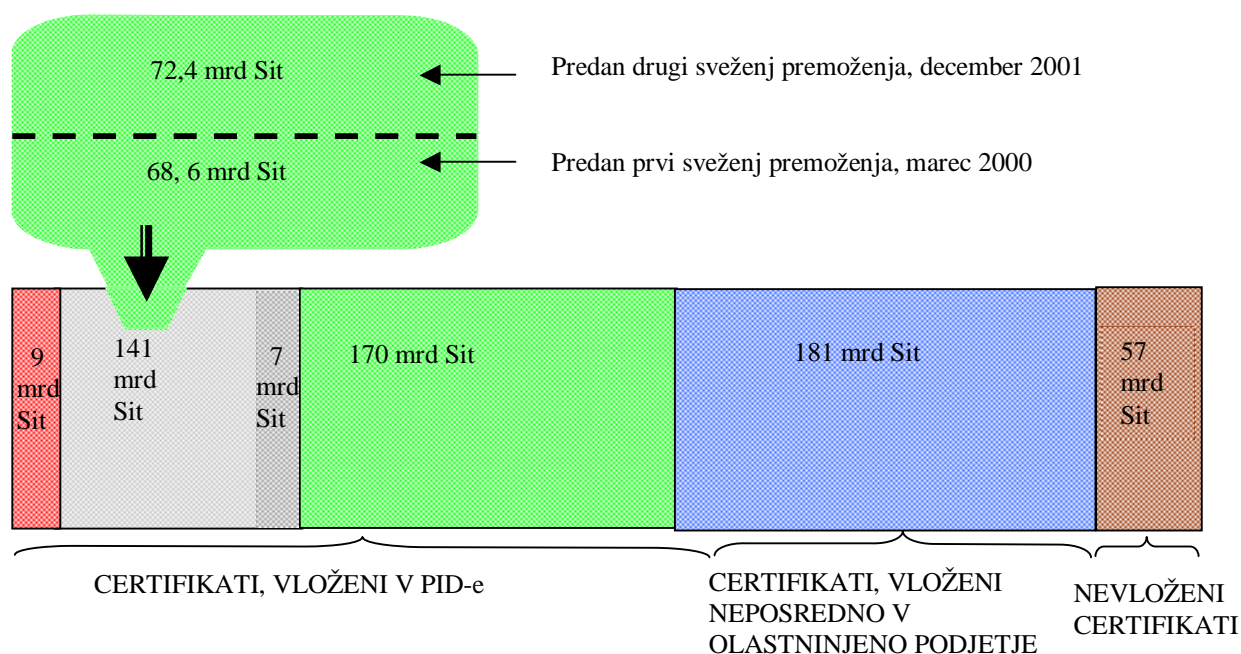
Ker se je po Zakonu o zagotavljanju sredstev PID-om, zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate skladom moralo ponuditi premoženje za zapolnitev vrzeli, je v skici prikazan tudi časovni razpored prenosa manjkajočega premoženja na PID-e. S tem v zvezi je potrebno omeniti odlašanje in neizpolnjevanje danih obljub vlade. Če se je zaupanje vanjo krhalo že v času do uradne potrditve obstoja privatizacijskega primanjkljaja in njegove višine, pa je nezainteresiranost za čimprejšno rešitev problema dosegla vrhunec ob prekoračitvah vseh zakonsko določenih rokov, še posebej zato, ker se je z zakonom že zavezala družbam za upravljanje.

Del izdanih certifikatov ostaja neizkoriščen zaradi dveh razlogov. Količina certifikatov, ki v skici ustreza površini, obarvani v rjavo, enostavno ni bila porabljena s strani državljanov Republike Slovenije. Razloge lahko iščemo predvsem v tem, da jih ti niso želeli unovčiti, ker so ocenili, da gre za papir brez vrednosti, ali tega niso mogli storiti, ker so zamudili zadnji rok za unovčitev. Zakon o zagotavljanju sredstev PID-om zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate, pa je naknadno za del certifikatov, ki so bili zbrani v PID-ih, opredelil, da niso unovčljivi (obarvano rdeče). Z njim je bilo določeno, da bo privatizacijski primanjkljaj, za katerega bo Republika Slovenija zagotovila ustrezna sredstva, zmanjšan za tisti del vrednosti delnic in deležev podjetij, nad katerimi je bil začet stečajni postopek, in ki bi bile na podlagi Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij namenjene za razdelitev PID-om. Čeprav je višina tega premoženja s strani vlade že dalj časa grobo opredeljena, DZU vztrajajo pri nižjem znesku v višini treh milijard Sit.

V skladu z Zakonom o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb je del neporabljenih certifikatnih sredstev iz aktive PID-ov prešel na Prvi pokojninski sklad (obarvano temno sivo). Delničarji tistih PID-ov, ki so v tistem

obdobju še izkazovala certifikatna sredstva, so se lahko v skladu z zakonom prostovoljno odločali med prenosom le-teh na omenjeni sklad in tem, da neizkoriščene certifikate zadržijo v PID-ih. Obseg certifikatov, ki se ga izloča iz privatizacijske vrzeli, zaradi stečajnih postopkov pomeni zmanjšanje državne obveznosti iz tega naslova. Sam prenos certifikatov na Prvi pokojninski sklad teh obveznosti države ni zmanjšal. V tem primeru je postala privatizacijska vrzel problem pokojninskih skladov in njihove uspešnosti.

Slika 2: Struktura izkoristka certifikatov s strani državljanov in polnjenje privatizacijske vrzeli



Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 48 in Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [http://www.giz-zdu.si]

Veliko besed je bilo izrečenih na račun kvalitete premoženja, ki naj bi ga prejeli PID-i za pokritje vrzeli. Iz Zakona o zaključku lastninjenja, sprejetega aprila 1998, je med drugim izhajala obveznost vlade do opredelitve seznama dodatnega premoženja, ki se ga bo zagotovilo PID-om, v delu, ko premoženje po ZLLP ne zadošča. Od takrat pa vse do danes je bila predstavljena množica seznamov predvidenega dodatnega državnega premoženja in preostalega, to je tistega, ki je še ostal na računu SRD-a. Tako je bil, na primer, paket delnic obeh državnih bank, ki je bil že na seznamu za predajo, zamenjan za delnice in deleže 299 gospodarskih družb, v lasti obeh paradržavnih skladov (SOD, KAD). Na zadnjem javnem razpisu so ta podjetja skupaj s 214-imi podjetji v državni lasti in tistimi na računu SRD-a ter 1,2 milijarde tolarjev kupnine, prešla na račune PID-ov. Gre za pretežno netržno premoženje, kar lahko iz strukture portfelja t.i. "polpraznih" PID-ov v tabeli 3 ugotovimo tudi za premoženje, ki je prešlo na PID-e ob prvem javnem razpisu v sklopu polnjenja vrzeli. Na drugi strani so se PID-i po vztrajnem zavračanju otresli podjetij kot sta Slovenske železarne in Tovarna dušika Ruše, ki sta bili prav tako

na seznamu za predajo PID-om. Ker sta bili omenjeni podjetji vključeni na razpis po precejenih vrednostih glede na njuno pošteno vrednost, je odklonitev obeh s strani pooblaščenih DZU preprečila dodatne izgube na strani PID-ov, ki bodo po zadnjem razpisu že tako beležene v znesku nad 30 milijard Sit.

3.5. UPRAVLJALSKE PROVIZIJE IN LASTNIŠKI NADZOR PID-ov

3.5.1. UPRAVLJALSKE PROVIZIJE

Pooblaščen DZU so v skladu z zakonom za upravljanje s portfeljem PID-ov upravičene do (Zakon o invest., 1994, 139. člen):

- provizije za pokritje stroškov ob ustanovitvi, v višini 5% osnovnega kapitala sklada, v obliki novo izdanih delnic ter
- upravljalne provizije, ki letno ne sme presegati 3% povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a. Prvih pet let po ustanovitvi se 1% povprečne letne čiste vrednosti sredstev ne sme izplačati v denarju, ampak z izdajo delnic.

Zakon hkrati določa, da pooblaščen DZU delnic, ki jih prejme namesto izplačila letne provizije, ne bo prodala, dokler upravlja PID ali dokler se te delnice ne uvrstijo v kotacijo na borzo. S temi določili je zakonodajalec poskušal zmanjšati pritisk na likvidnostno izčrpavanje PID-ov, hkrati pa spodbuditi upravljalce k čim večji uspešnosti.

Izkazane visoke izgube v letnih poročilih PID-ov, predvsem za obdobje od leta 1994 do 1996 in visoki dobički DZU, sestavljeni predvsem iz provizij, so porajali pomisleke tako zakonodajalca kot širše javnosti v ustreznost sistema provizij. Če je bila v letu 1996 skupna izguba PID-ov 40 milijard Sit in če so si istočasno DZU izplačali za 9,5 milijard Sit provizij, hkrati pa si obračunavali upravljalne provizije od osnove, ki je vključevala še neizkoriščene certifikate, se samo po sebi zastavlja vprašanje, ali ne bi v bližnji prihodnosti takšno izčrpavanje PID-ov povzročilo njihov konec. Vse zapisano je vodilo zakonodajalca, da je sprejel odločitev, s katero se je spremenila metodologija za izračun čiste vrednosti sredstev PID-a kot osnova za izračun provizije. To se je po več kot enoletnem zavlačevanju, predvsem s strani petih DZU, zgodilo v avgustu leta 1996. S tem so bili neizkoriščeni certifikati izločeni iz osnove za provizijo.

Prenapihnenost osnove za obračun provizije ne povzročajo le neizkoriščeni certifikati. Čista vrednost sredstev PID-a je tem bolj napihnjena, čim večji je delež netržnih vrednostnih papirjev in čim manj je tržnih transakcij, ki imajo za posledico bolj realno vrednotenje portfelja. V obračunavanju provizije od čiste vrednosti je tudi osnovna nelogičnost nagrajevanja upravljalcev. Manj, ko so aktivni upravljalci in večji, ko je delež netržnega portfelja, večje so nagrade na kratki rok. Ta zakonitost je bila še posebej očitna v razdobju, ko so DZU obračunavali upravljalno provizijo tudi na neizkoriščene certifikate. V pogojih, ko precejšen del naložb predstavljalo netržni vrednostni papirji, je

čista vrednost sredstev povsem računovodska kategorija, ki nima nobenega ekonomskega smisla kot osnova za nagrajevanje in kot osnova za presojo uspešnosti poslovanja. Ni mogoče razločiti, ali so kapitalske izgube posledica previsokega vrednotenja ali slabega upravljanja. Velike izgube PID-ov, ki so posledica realnejšega vrednotenja naložb, so za investitorje celo ugodne, saj v bodoče postaja osnova za provizije realnejša.

Provizije za upravljanje se razlikujejo glede na različne tipe finančno posredniških institucij po višini, strukturi, obliki plačila, kot tudi po osnovi, od katere so obračunane. Odvisne so predvsem od vrste upravljalških storitev, ki jih DZU vršijo za investitorje, pri čemer gre v večji meri za povračilo dejanskih stroškov. Fiksne provizije za upravljanje so praviloma veliko nižje od tistih, ki so predpisane za PID-e. Nadalje so v pogodbah natančno določeni in normirani stroški upravljanja. Za različne tipe finančno posredniških institucij pa je na različne načine zagotovljeno, da njihove provizije odražajo poslovne rezultate. Torej s provizijami ne le kontrolirajo, katere storitve DZU opravljajo za sklade, temveč tudi, kako uspešno jih opravljajo. S provizijami je mogoče tudi na veliko bolj neposreden način kot z omejitvami v naložbah skladov spodbujati DZU za določen način upravljanja portfelja skladov. Tako na primer največji del provizij holdingov predstavljajo izplačila na osnovi kapitalskih dobičkov, torej dodane vrednosti sredstev. Provizije vzajemnih skladov, ki aktivno trgujejo s portfelji, so v večjem obsegu odvisne od zaslužkov med nakupnimi in prodajnimi cenami (Simoneti, 1997, str. 54).

Visoke fiksne provizije niso pravilna spodbuda za DZU, da bi aktivno upravljale s portfelji skladov ali aktivno sodelovale v obvladovanju posameznih podjetij. Ta spoznanja so vodila Agencijo za trg vrednostnih papirjev k oblikovanju predlogov sprememb predpisov o PID-ih in pooblaščenih DZU (Vsebinski predlogi za novelo ZISDU, 1998). Teze o spremembi načina obračunavanja upravljalške provizije so vključevale fiksni in variabilni del upravljalške provizije. Fiksni del naj bi bil vezan na osnovni kapital, variabilni pa naj bi bil odvisen od tržne kapitalizacije PID-a. Glede na to, da se predvideva sprejetje novele Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje v drugem kvartalu tekočega leta, je na področju poslovanja PID-ov in njihovih upravljalcev težje pričakovati večje spremembe v metodologiji upravljalških provizij. Ker se del premoženja PID-ov ob preoblikovanju seli med običajne investicijske sklade, so ti predlogi bolj kot za oddeljene prazne PID-e, ki ostajajo do zapolnitve vrzeli, aktualni za investicijske družbe in vzajemne sklade. Tu je poudarek predvsem na investicijskih družbah, kjer je metodologija upravljalške provizije enaka PID-ovski, le da je omejena na stopnjo 2%. Če bi investicijska družba skozi neko obdobje izkazovala podpovprečne rezultate v panogi, kar se običajno odraža v velikem diskontu delnice, ne bo nobenih razlogov za nagrajevanje DZU in variabilna upravljalška provizija naj bi to zagotovila. Stroški, ki jih bo imela DZU pri upravljanju, ji bodo povrnjeni v obliki fiksne provizije. Vzajemni skladi so v Sloveniji upravičeni do vstopne in izstopne provizije, ki pa skupaj ne smeta presegati 3% čiste vrednosti sredstev sklada in do letne upravljalške provizije največ do 2% od enake osnove. Nevarnost, da bi upravljalci vzajemnih skladov

ob množičnih izplačilih izgubili premoženje v upravljanju, je dovolj veliko svarilo le-tem, da poslujejo v skladu z interesi vlagateljev.

Razmerje med fiksno in variabilno provizijo bi bilo smiselno spreminjati. V razmerah, ko se z oddelitvijo delov premoženja PID-ov pojavljajo popolnoma prazni PID-i in je prisotna visoka variabilnost tečajev delnic PID-ov, je smiselno večji delež provizije določati na podlagi fiksne provizije. Sčasoma, ko bi PID-i za realno premoženje zamenjali vse certifikate, pa bi bilo smiselno to razmerje spremeniti v prid variabilnemu delu upravljalške provizije.

3.5.2. LASTNIŠKI NADZOR NAD PID-i

Dosedanje poslovanje in delovanje PID-ov in njihovih upravljalcev opozarja še na nekatere neustreznosti v zakonodaji. Na to napeljuje ugotovitev, da delničarji praktično nimajo možnosti preko skupščine in nadzornega sveta vplivati na delovanje družbe. Tudi ta problem lahko podobno kot mehanizem provizij označimo za systemskega.

Veljavni predpisi omejujejo lastništvo v PID-ih na 5% vseh delnic PID-a. V primeru, da bi posamezna pravna ali fizična oseba pridobila večji delež od predpisanega, se ji odvzame pravica do udeležbe v dobičku in pri upravljanju investicijske družbe iz deleža, ki presega 5%. Družbe za upravljanje pa ne smejo uveljavljati upravljalških pravic iz delnic, ki so jih pridobile skozi ustanovitveno in upravljalško provizijo, dokler te delnice ne kotirajo na borzi. Da ta ugotovitev stoji na trhljih tleh, je razvidno iz dejstva, da ni nobenih omejitev pri zbiranju pooblastil delničarjev za glasovanje na skupščini PID-a. Tudi za pooblaščenca DZU in v njej zaposlene na tem področju ni nobenih restrikcij. Pri tem pa je potrebno še dodatno poudariti, da so bile pooblaščenca DZU vse do vpisa delnic skladov v Klirinško depotno družbo edine, ki so razpolagale z evidenco svojih delničarjev in edine, ki so lahko preko direktne pošte zbirale pooblastila delničarjev za glasovanje na skupščinah. Da so pooblaščenca DZU uporabljale te neobičajne prijeme, govori podatek iz ankete, ki je bila izvedena v letu 1997 v okviru projekta CEEPN (Simoneti, 1997, str. 26). Tako so v letu 1996 pooblaščenca DZU zbirale pooblastila kar v 60% vseh skupščin skladov. Tiste, ki so se za to odločile, so bile dokaj uspešne, saj so s svojo navzočnostjo zastopale 65% prisotnega kapitala. To pomeni, da so pooblaščenca DZU preko glasovanja na skupščinah obvladovale sklade, ki so jih upravljale. Na ta način je nastalo zakonsko določilo, ki prepoveduje kopičenje lastniškega deleža preko 5%, in ki je namenjeno razpršitvi lastništva, neučinkovito. S korekcijo zakonskih omejitev o višini lastniškega deleža bi lahko dosegli, da bi lastniki večjih deležev povečali aktivni nadzor nad upravljanjem sklada, kar pa bi bilo v korist malih investitorjev, zagotovo pa ne bi oslobile njihove pozicije v primerjavi z družbo za upravljanje.

Drugi del problema lastniškega upravljanja se nanaša na drugi najpomembnejši organ investicijske družbe, to je nadzorni svet. Zakonski predpisi določajo, da so člani nadzornega sveta investicijske družbe lahko "neodvisni strokovnjaki" in hkrati naštevajo,

kdo ne more biti član⁶. Glede na način delovanja skupščin delničarjev, ki tudi imenujejo člane nadzornih svetov, ni nenavadno, da se je pogosto ugotavljalo, da so člani nadzornih svetov povezane osebe z lastniki ali upravami pooblaščenih DZU. Imenovanje in odpoklic članov nadzornih svetov je določala posredno pooblaščen DZU, zato je tudi članstvo v nadzornih svetih postala sporna tema pri ugotavljanju uspešnosti upravljanja s PID-i. Z namenom omejevanja vpliva pooblaščenih DZU bi bilo potrebno prepovedati zbiranje pooblastil za glasovanje na skupščini s strani pooblaščenih DZU, ter eksplicitno opredeliti pristojnosti in odgovornosti nadzornih svetov.

3.6. USPEŠNOST POSLOVANJA PID-ov IN IZPLAČEVANJE DIVIDEND

Iz tabele 5, ki prikazuje bilanco uspeha za sektor PID-ov v obdobju od leta 1996 do 2000, je razvidno, da je donosnost PID-ov skozi celotno obdobje negativna. Kljub temu, da skupni letni prihodki beležijo rast po 43-odstotni povprečni letni stopnji, le-ti v nobenem letu ne presežejo 65% skupnih odhodkov, ki jih dosežejo v letu 1999. Leta 1995 je delež prihodkov v odhodkih le 13%. Posamezni PID-i so med leti izkazovali tudi dobičke, a seštevek vseh za posamezno leto nikoli ni presegel 1,6 milijard Sit, ki je beležen leta 1999. Za leti 1999 in 2000 so v prilogi prikazani delno skrčeni izkazi uspeha za posamezne PID-e, ki so razvrščeni od leve proti desni po donosnosti kapitala v letu 2000. Razlogi za izkazovanje permanentnih izgub za PID-e kot sektor je v visokih odhodkih. Čeprav se je njihov nivo v prvih štirih obravnavanih letih znižal za 38%, na 28,7 milijard Sit, pa v letu 2000 beležijo enormen porast na skoraj 100 milijard Sit. Med postavkami v strukturi odhodkov je o *provizijah* pooblaščenim DZU že precej zapisanega v poglavju 3.5. Njihovo povečevanje, ob dejstvu, da je bilo v njihovi strukturi vse manj provizij iz naslova ustanovitve, gre do določene mere pripisati vse višji osnovi za obračun provizije zaradi polnjenja privatizacijske vrzeli. Glavni razlog izgub v vseh petih letih predstavljajo odhodki zaradi *kapitalskih izgub in popravkov vrednosti*. Slednji so s 60% v letu 2000 v veliki večini. Veliko jih nastaja zaradi popravkov vrednosti lastniških certifikatov. Del teh popravkov je predpisanih z zakonom o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID-ov kot posledica zmanjšanja stanja lastniških certifikatov na računih PID-ov za vrednost delnic oziroma poslovnih deležev podjetij, nad katerimi je bil začel stečajni postopek. Ker je bil zakon sprejet junija 1999, se je večina teh popravkov izkazala v letu 2000.

⁶ V 65. členu prepoveduje, da bi bili člani nadzornih svetov poslovodstvo, zaposleni in člani NS družb za upravljanje, depozitarja in banke, ki nudi storitve skladu, člani NS drugih skladov in družb za upravljanje in člani organov upravljanja borze.

Tabela 5: Bilanca uspeha pooblaščenih investicijskih družb

A										
Prihodki	1996		1997		1998		1999		2000	
	v mio Sit	v %	v mio Sit	v %	v mio Sit	v %	v mio Sit	v %	v mio Sit	v %
1.obresti	265	4.3	236	2.2	807	6.68	440	2	1.325	5
2.div. in udeležba v dobičku	2.904	47.6	4.178	39.93	4.173	34.56	4.574	25	4.896	19
3.realizirani kapitalski dobički	1872	30.7	5.309	50.74	5.949	49.27	10.7766	58	11.086	43
4.drugi prihodki	1.055	17.4	739	7.07	1.146	9.49	2.683	15	8.711	33
Skupaj	6.097	100	10.463	100	12.076	100	18.465	100	26.019	100
B										
Odhodki										
5.provizija	9.542	20.4	5.380	17.3	5.166	19.13	6.781	24	8.191	8
6.čiste nereal. kap. izgube	24.271	52	7.815	25.5	8.666	32.09	8.152	28	16.015	16
7.realizirane kapitalske izgube	4.203	9	2.976	9.5	3.350	12.41	5.019	17	9.490	10
8.rezervacije			0.6		158	0.58				
9.transakcijski stroški			0.03		35	0.13	64		347	0
10.popravki vrednosti			3.604	11.7	4.913	18.19	7.756	27	60.115	60
11.drugi odhodki			10.229	33.3	4.718	17.47	984	3	5.548	6
12.ostalo	8.601	18.6								
Skupaj	46.617	100	30.644	100	27.005	100	28.759	100	99.708	100
C										
Izguba A-B	-40.519		-20.180		-14.930		-10.293		-73.689	
Dobiček			660		1.175		1.623		978	
Izguba			-20.840		-16.105		11.917		74.668	

Vir: Bilance uspeha za leta 1998,1999,2000 in Žnidaršič Kranjc, 1999, str 179.

Do zmanjševanja vrednosti lastniških certifikatov prihaja v pomembnem obsegu tudi na podlagi izkušenj iz že realiziranih naložb. Pri tem je posebej zanimiv sistem vrednotenja, ki so mu naložbe podvržene, in način, na katerega se kapitalske izgube računovodsko izkazujejo.

Ker so PID-i nastali kot certifikatni posrednik v procesu masovne privatizacije, predstavljajo prevladujočo obliko v strukturi njihovih investiranih sredstev delnice in poslovni deleži podjetij. O načinu vrednotenja naložb govori Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada, ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev (Uradni list, št. 5/95 in 23/95). Po njem se navadne delnice, ki kotirajo na borzi, izkazujejo po zadnjem dnevnem tečaju. Navadne delnice, ki ne kotirajo na borzi, se izkazujejo bodisi po zadnji objavljeni knjigovodski vrednosti bodisi ceni ob izdaji, odobreni s strani Agencije, bodisi nakupni ceni, če je nižja od knjigovodske vrednosti. Ob dejstvu, da se je PID-om na dražbah v zameno za certifikate predajalo premoženje po izklicnih vrednostih, ki so bile v številnih primerih višje od knjigovodskih, in da je unovčljivi znesek za pretežni del primarnih naložb nižji od knjigovodske vrednosti, sledi, da je bil pojav odhodkov zaradi **kapitalskih izgub** PID-ov neizbežen. Vprašanje, ki se postavlja, je, le kdaj naj bi pooblaščen DZU v PID-ih le te izkazale. Poleg prodaje netržnih sredstev iz portfelja in začetka kotacije in s tem prehoda v dnevno vrednotenje naložb zgoraj omenjeni Sklep ponuja še eno rešitev. Če se na podlagi cenitve pooblaščenega cenilca za podjetje v dogovoru z vodstvom sklada in v soglasju z Agencijo ugotovi, da je knjigovodsko izkazana vrednost posamezne delnice previsoka, se lahko izkaže po nižji vrednosti. Ta oblika vrednotenja se imenuje skupno vrednotenje.

V izkazu uspeha PID-ov se nastale razlike zaradi realnejših vrednotenj zrcalijo v kapitalskih izgubah, ki so v primeru prodaje iz portfelja izkazane kot **realizirane kapitalske izgube**, v preostalih dveh primerih pa kot nerealizirane kapitalske izgube. **Čiste nerealizirane kapitalske izgube** so enake razliki med nerealiziranimi kapitalskimi izgubami in nerealiziranimi kapitalskimi dobički. V skladu z načelom previdnosti se čiste nerealizirane kapitalske izgube takoj izkažejo kot odhodek v izkazu uspeha, medtem ko so čisti nerealizirani kapitalski dobički sestavni del bilance stanja. Iz tabele je razvidno, da so v vseh obravnavanih letih za PID-e kot sektor čiste nerealizirane izgube prisotne in občutne. V zadnjih dveh letih deset PID-ov ni izkazalo čistih nerealiziranih kapitalskih izgub, med njimi le PID Zvon ena in Krona Krona skozi dveletno obdobje (glej prilogo 3).

Vse kapitalske izgube seveda niso posledica precenjenosti primarnih naložb. Tudi sekundarne naložbe so lahko njihov vir. V tem primeru so posledica zgolj in izključno odločitev upravljalca naložb, ki se odloča o novi investiciji. Ko bodo PID-i očistili svoje portfelje, ne bo več izgub, ki jih je povzročil sistem.

Glede na opisana dejstva je razumljivo, da se pooblaščen DZU do danes niso množično odločale za *izplačevanje dividend*. V prospektih PID-ov se jih je večina odločila, da bo 90% in več dobička razdelila vlagateljem, preostanek pa naj bi se reinvestiral. Ta odstotek je tudi meja, ko PID-u v primeru, da razdeli najmanj navedeni del dobička do 30. novembra, ni potrebno plačati davka na dobiček. Do prvih izplačil dividend je prišlo v letu 1999, ko je pet od devetih PID-ov, ki so realizirali dobiček v letu 1998, izplačalo

dividende. PID Infond zlat je kot edini izplačal dividende v obliki delnic iz dobička v letih 1997, 1998. V letu 2000 sta dva od osmih PID-ov, ki so ustvarili dobiček leta 1999, izplačala dividende. PID Triglav steber I drugič zapored. Porazni poslovni rezultati v letu 2000 tudi tistim PID-om, ki so že izplačevali dividende iz dobičkov v preteklosti, onemogočijo njihovo izplačilo v letu 2001.

4. PREOBLIKOVANJE 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 ob prelomu v leto 2002 bodo izgubili vlogo privatizacijskega posrednika, za katero so dobili pooblastilo zakonodajalca. V skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju PID-ov (Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju PID-ov – ZPSPID, Uradni list RS, št. 50/99), se morajo do 13. julija leta 2002 preoblikovati v institucije, ki jih poznajo razvita tržna gospodarstva.

Na tem mestu bi opomnil, da bo ta rok po vsej verjetnosti prestavljen. Zakon o spremembah in dopolnitvah ZISDU (Zakon o sprememb. – ZISDU-B, Uradni list RS št. 10/98) kot pogoj za preoblikovanje tako navaja, da mora biti sestava naložb PID-ov v skladu z investicijsko politiko najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju. Ker bodo PID-i dejansko zamenjali certifikate šele v začetku letošnjega leta, bi imeli za preureditev portfeljev in uskladitev s pogoji manj kot pol leta časa. Podaljšanje roka je precej verjetno še zaradi drugega razloga. Ni namreč le vprašanje, ali bi se roka lahko držali le PID-i, temveč tudi ali bi lahko vsa preoblikovanja in delitve sploh ustrezno preveril nadzornik, se pravi ATVP. Zaradi obsežnosti pregledov so postopki namreč dolgotrajni, na ATVP pa že dalj časa poudarjajo, da jih omejuje pomanjkanje kadrov (Toplak, 2001, str. 5).

4.1. MOŽNE OBLIKE PREOBLIKOVANJA

Sam Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je predvidel, poleg prenehanja PID-a z likvidacijo kot skrajne rešitve, investicijsko družbo in redno delniško družbo (finančni holding) kot možni obliki preoblikovanja. Predvsem velik pritisk strokovne javnosti pa je vplival na to, da se v zadnjem predlogu novele ZISDU (Predlog zakona o invest., 2001, 215. člen) poleg omenjenih oblik kot možna navaja tudi preoblikovanje v vzajemni sklad. Ker je preoblikovanje PID-ov v polnem teku, je čimprejšnji sprejem novele nujen. Po ZPSPID se lahko PID-i preoblikujejo tudi z razdružitvijo v investicijsko družbo in redno delniško družbo. Ob uveljavitvi predloga novele ZISDU pa se bo PID lahko oddelil še v vzajemni sklad. Ker naj bi institucija vzajemnega sklada zagotavljala najvišjo stopnjo zaščite malih vlagateljev, ki so še vedno večinski lastniki PID-ov, tudi sam to obliko preoblikovanja preučujem kot prvo.

4.1.1. PREOBLIKOVANJE V VZAJEMNI SKLAD

Pogoj za preoblikovanje v vzajemni sklad je, da je v PID-u ali njegovem delu, ki se preoblikuje, vsaj 90% naložb tržnih. Ta pogoj je potreben, da se lahko izplača vlagatelje, ki zapuščajo sklad po čisti vrednosti enote premoženja. Prav ta lastnost vzajemnega sklada posredno ščiti vlagatelja pred slabim upravljanjem sklada. Čim manj učinkovit je sklad, tem večji je odliv sredstev zaradi unovčevanja kuponov vlagateljev in narobe. Takšen mehanizem izhoda je zelo učinkovit za vlagatelje, za upravljalce pa pomeni nenehen pritisk na učinkovito upravljanje, saj je njihova nagrada (provizija) odvisna predvsem od velikosti sredstev v upravljanju. Glede na to, da preostala dva načina preoblikovanja ne zagotavljata te osnovne zaščite pred nevestnimi upravljalci, se postavlja vprašanje, ali ni morda smiselno del sedanjih PID-ov preoblikovati kar v vzajemne sklade (Jašovič, 1999, str. 30).

Da je preoblikovanje v vzajemne sklade izvedljivo, in da poleg prednosti prinaša s seboj tudi nekatere nevarnosti, kaže primer privatizacijskih skladov na Češkem. Morda so se zaradi liberalne regulative pomanjkljivosti privatizacijskih skladov na Češkem kazale še jasneje kot jih opazamo pri nas. Ugotovili so, da med glavne deformacije delovanja privatizacijskih skladov sodi predvsem njihova nedodelana dvojna vloga (upravljanje podjetij ali upravljanje portfeljev), neustreznost institucionalne strukture, ki daje veliko moč upravljalcem skladov v primerjavi z razpršenim lastniškim nadzorom delničarjev in številne zlorabe pri trgovanju z naložbami zaradi slabega nadzora. Odziv regulatorja na našete in še številne druge pomanjkljivosti je bil precej radikalen. Osnovna podmena pri institucionalnem preurejanju privatizacijskih skladov je bila, da so skladi institucije finančnega sistema, ki posredujejo zbrane finančne prihranke. Iz izkušenj razvitih držav je znano, da je vzajemni sklad najbolj učinkovita oblika kolektivnega investiranja (glej točko 2). Na podlagi takega spoznanja se je zakonodajalec odločil za obvezno preoblikovanje vseh zaprtih privatizacijskih skladov v odprte sklade.

Problem, s katerim so se ob tem soočili in kateremu se ne bo moč izogniti tudi pri nas, se je pokazal v obliki nevarnosti, da bodo novopečeni imetniki kuponov poskušali le te takoj unovčiti. To bi bilo še posebej aktualno zaradi velikih razlik med čisto vrednostjo sredstev in tržnimi cenami delnic (glej prilogo 4). Le komu bi uspelo preprečiti naval vlagateljev, ki bi s preoblikovanjem PID-ov v vzajemne sklade dobili možnost unovčenja kuponov po čisti vrednosti sredstev na enoto premoženja, ki je občutno večja od tržne cene delnice?

Da bi preprečili vse to, je na Češkem preobrazba zaprtih skladov v odprte potekala ob ustreznem tranzicijskem regulativnem aranžmaju, ki je trajal dve leti od začetka preoblikovanja. Da bi preprečili likvidnostno izčrpanje novo nastalih odprtih skladov s strani vlagateljev, je bila prvo leto njihovega delovanja dovoljena visoka, 20% provizija, ki se je morala že naslednje leto znižati na 10% in šele v tretjem letu delovanja na normalno raven (Jašovič, 1999, str. 31). Izstopna provizija ni pripadla družbi za

upravljanje, pač pa je ostala v vzajemnem skladu. Tako so bili nagrajeni tisti, ki so ostali. Odziv trga na regulativne spremembe je bil približno tako radikalen kot spremembe same. Visoki diskonti na čisto vrednost sredstev so se že ob samem sprejetju zakona začeli hitro zmanjševati, relativni delež sredstev odprtih skladov pa hitro povečevati.

Ob tem se kot dodaten problem pojavlja vprašanje, ali bo sklad ob potencialno večjih unovčitvah kuponov in posledični razprodaji naložb zanje resnično dobil željen izkupiček. Ta problem je posebej pereč za slovenske razmere, kjer se soočamo z relativno plitkim trgom kapitala. Božo Jašovič, namestnik direktorja Nacionalne finančne družbe, to dejstvo ponazori s primerom. PID NFD 1, na primer kotira pri 84 Sit, medtem ko je čista vrednost na delnico okrog 190 Sit. Če bi imeli 80% "tržnih" naložb in bi z odprtjem omogočili vlagateljem, da sklad zapustijo po 190 Sit, bi se za mnoge naložbe izkazalo, da so v resnici kvazi tržne in da jih ne bi mogli prodati po ceni, kakršno bi želeli. Kot rešitev navaja spremembo v metodologiji izračuna čiste vrednosti sredstev, ki naj bi jo prilagodili tako, da bi ocenjevali dejansko vrednost naložb glede na njihovo likvidnost. Naložbe je potrebno ovrednotiti zelo konservativno z vidika možnosti, kako jih je mogoče spremeniti v denar in ob obračunski ceni upoštevati še ustrezen diskont (Viršek, 1999, str. 4). Delno rešitev tega problema je ponudil novi devizni zakon, ki dopušča možnosti za naložbe v tujino. Dodatno naj bi k temu pripomogla novela ZISDU, ki v svojem zadnjem predlogu odpravlja omejitev naložb v tujino posameznega investicijskega sklada v višini 10 odstotkov vseh naložb sklada. V primeru slabe likvidnosti portfelja se lahko odprtje sklada izvede tudi z delnim odprtjem, intervalnim odprtjem ali preko poplačila večjih delničarjev direktno s premoženjem sklada. Na Češkem so na primer uporabili mehanizem izhoda preko trga. Vlagatelj je kupon prodal tretjemu, tako da ni prišlo do obremenitve premoženja sklada.

V primeru, ko se omenjenih varovalk v eni izmed kombinacij ne vpelje v sistem preobrazbe, preti nevarnost črednega nagona vlagateljev, kjer bi največ dobili tisti, ki bi prvi izstopili iz sklada. Obstaja nevarnost netransparentnosti samega preoblikovanja in zlorab ob unovčevanju delnic po čisti vrednosti sredstev, kar bi pretilo predvsem malim delničarjem. Velik delež delnic PID-ov je v rokah pooblaščenih DZU. Ob preoblikovanju bi obstajala možnost, da le-te takoj prve unovčijo svoje delnice pred drugimi vlagatelji, in sicer po dnevni ceni, ki je prvi dan na ravni teoretične vrednosti in praviloma najvišja. Možno bi bilo, da bi ob preoblikovanju prišlo do pospešenega unovčevanja delnic s strani upravitelja, kar bi povzročilo prodajanje najprej dobrih naložb vzajemnega sklada in posledično zniževanje čiste vrednosti sredstev kasneje za preostale delničarje. Predčasne unovčitve delnic s strani pooblaščenih DZU, tudi posredno preko povezanih oseb, bi morale biti strogo sankcionirane in onemogočene, čeprav je z zakonom to težko preprečiti (Zajec, 2000, str. 74).

V enem izmed intervjujev je g. Ivan Vizjak, direktor Pomurske investicijske družbe 1, ki je kandidat za preoblikovanje v vzajemni sklad, dejal: "Če morda namigujete, da bi najprej svoje kupone unovčili veliki delničarji, morda celo moji znanci in ljudje, ki so

nam zaupali in svoj denar naložili v delnice PID-a, se motite. Projekcije so pokazale, da bi bili ob takšni sestavi delničarjev in ob takšnem portfelju, kot ju ima Pomurska družba 1, izstopi zanemarljivi. Poleg tega naš sklad systemskega tveganja zaradi domnevne razprodaje gotovo ne bi povzročil. Presežne ponudbe delnic na kapitalskem trgu ne bi bilo prvič zaradi tega, ker ne bi bilo množičnega unovčevanja, in drugič, ker smo majhen sklad." (Toplak, 2001, str. 2).

Če se bodo ob morebitnem preoblikovanju Pomurske družbe 1 stvari res tako odvijale, bo pokazal čas. Destvo je, da so kandidati za preoblikovanje v vzajemni sklad praktično vsi še netransformirani PID-i v svojem tržnem portfelju. Glede na to, da zadnji predlog novele ZISDU predvideva preoblikovanje v vzajemni sklad, a hkrati ne predpisuje nobene izmed varovalk se lahko vprašamo kakšen bo odziv vlagateljev nekega večjega PID-a, ki se bo v večjem obsegu preoblikoval v vzajemni sklad. Visok diskont na čisto vrednost sredstev sklada, posameznika, ki je dobil delnico PID-a v procesu brezplačne razdelitvene privatizacije prav gotovo ne bo pustil ravnodušnega.

4.1.2. PREOBLIKOVANJE V INVESTICIJSKO DRUŽBO

Pogoji za preoblikovanje PID-ov v investicijsko družbo so manj strogi kot v primeru vzajemnega sklada. Za preoblikovanje v investicijsko družbo zadostuje 60% tržnih naložb med vsemi naložbami.

Eden glavnih motivov za ustanovitev zaprtih investicijskih skladov in za vlaganje v tak sklad v razvitem svetu, je investiranje sredstev v zelo specifične naložbe s pričakovano visoko stopnjo donosa predvsem na dolgi rok. To so naložbe v vrednostne papirje na razvijajočih se trgih kapitala, ki bodo morda šele čez nekaj let uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev, ali pa naložbe v majhna podjetja, ki so trenutno v krizi (in so zelo poceni), vendar pa se zanje pričakuje, da bodo v prihodnosti zelo uspešna. Številni zaprti investicijski skladi, ki investirajo sredstva v takšne naložbe, ne prodajo teh naložb, vse dokler ne postanejo tržne, oziroma dokler podjetja, v katera so investirali, ne postanejo uspešna (cena njihovih delnic se poveča). Takšni zaprti investicijski skladi lahko po uspešni prodaji naložb gredo v likvidacijo, se preoblikujejo v vzajemni sklad ali pa ponovno investirajo pridobljena sredstva kot zaprti investicijski sklad v že omenjeno vrsto naložb. Zaprti investicijski skladi niso ustanovljeni in ne poslujejo v takšni obliki, zato ker naj bi bila takšna oblika odnosa med vlagatelji in upravljalci boljša, temveč zato, da lahko daljše obdobje "zadržujejo" sredstva v netržnih, a dolgoročno perspektivnih naložbah (Zajec, 2000, str. 81).

Z institucijo investicijske družbe (v primerjavi z vzajemnim skladom) so povezane nekatere specifičnosti, kot so možnost popolnega osredotočanja zgolj na naložbeno dejavnost, manjša nevarnost odstopanja od začrtane investicijske politike, lažje zadolževanje ipd. (glej točko 2.2), ki so za delničarje učinkovitih investicijskih družb glede na vzajemni sklad pomembna pridobitev. Na račun možnosti kaznovanja

neučinkovitih upravljalcev s strani vlagateljev v vzajemni sklad z izhodom, ki je ob ustreznih varovalkah ključna prednost preoblikovanja v vzajemni sklad, preoblikovanje v investicijsko družbo pridobiva določene prednosti. Ker pa ni mogoče zagotoviti, da bo upravljalca naložb le-te plemenitil, obstaja tveganje večjega diskonta na čisto vrednost sredstev sklada. Prodaja delnic investicijske družbe s strani nezadovoljnih delničarjev pa ne sankcionira upravljalca sklada, saj se njegova nagrada v obliki odstotka od čiste vrednosti sredstev zaradi prodaj ne spremeni.

Pri opredeljevanju za eno ali drugo obliko investicijskih skladov so pomembne tudi značilnosti vlagateljev v posamezno obliko investicijskih skladov. V ZDA v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, katerih dohodki in celotna finančna sredstva so višja od investitorjev v odprte investicijske sklade. Značilno za investitorje v zaprte investicijske sklade v primerjavi z investitorji v odprte investicijske sklade v ZDA je tudi, da so praviloma starejši in bolj izobraženi ljudje. Nasploh je za razviti svet značilno, da v zaprte investicijske sklade vlagajo investitorji, ki so bolj premožni, in ki lahko prenesejo večje tveganje (Repovž, 1999, str. 33).

Ob projekciji nekaterih zgornjih spoznanj v slovenski prostor se kažejo nekatere možne poti preoblikovanj. V Sloveniji delničarji v PID-e niso vlagali svojih prihrankov, ampak so vanje vložili podarjene certifikate. Niso torej investirali vanje, da bi dolgoročno pridobili na podlagi njihove specifičnosti kot zaprtih skladov, ampak je bila takšna oblika investicijskih skladov edina možnost v procesu lastninskega preoblikovanja. Z namenom optimizacije naložb delničarjev PID-ov se preobrazba v investicijsko družbo ponuja zgolj kot začasna rešitev. Ker imajo lahko PID-i do 40% netržnih naložb, bi se moralo to priložnost izkoristiti. Predvsem za PID-e tistih pooblaščenih DZU, ki v prospektih za javno ponudbo niso obljubljali izključno aktivnega upravljanja s podjetji v portfelju sklada, a kljub temu še vedno izkazujejo večje deleže netržnih naložb, bi bilo v očeh vlagateljev v sklad preoblikovanje v investicijsko družbo smotrno. Ta bi bila oblikovana tako iz tržnih kot iz netržnih naložb v razmerju 60% : 40%, kot to dopušča zakon. Iz investicijske družbe bi morale biti zaradi omejitev glede izpostavljenosti posameznemu izdajatelju izključene tudi naložbe v kvalificirane deleže (nad 10%). S postopno kotacijo vse večjega dela netržnih naložb in prodajo le-teh ob trenutku, ki bi zagotavljal optimalni donos, bi se lahko delež tržnih naložb povečeval in bližal 90%.

Ta delež bi že zagotavljal pogoje za preoblikovanje v vzajemni sklad. V finančni holding bi bile vključene le tiste naložbe, ki v investicijsko družbo ne sodijo. S tem bi kar največji obseg sredstev PID-a v relativno kratkem obdobju preoblikovali v vzajemni sklad, ki institucionalno najbolj ustreza profilu delničarjev tistih PID-ov, ki nimajo v strukturi portfelja le netržnih naložb v kvalificirane deleže in ki se sklada z njihovo investicijsko politiko.

Ker sam predlog novele ZISDU za investicijsko družbo predvideva največ 10% netržnih naložb in v tem delu ne razlikuje več med investicijsko družbo in vzajemnim skladom, se

zdi uresničitev predlagane rešitve manj verjetna. Vendar vpogled v 214. člen predlagane novele preoblikovanje v investicijsko družbo zopet upraviči. Ta med drugim navaja, da prvih pet let po uveljavitvi predlagane novele vrednost netržnih in še nekaterih drugih naložb skupaj ne sme presegati 40% vrednosti premoženja investicijske družbe.

4.1.3. PREOBLIKOVANJE V REDNO DELNIŠKO DRUŽBO-HOLDING

Prvi holdingi so nastali že v letih 1996 in 1997. Med njimi najdemo celo paleto izidov: od tako rekoč izginulega Octansa (nekdanji PID Dadas 1), prek Megafina (Kompas sklad 3), s katerim se ne trguje na organiziranem trgu, pa vse do Avant Holdinga (Aktiva Avant III), Medaljona (Zlati medaljon) in Capite (Capinvest 1 PID), ki kotirajo na prostem trgu. Ker je šlo v teh primerih tudi za okoriščanje družb za upravljanje na račun delničarjev PID-ov, je Agencija za trg vrednostnih papirjev v začetku leta 1998 začasno zamrznila možnost preoblikovanja v redno delniško družbe. Navedena je bila edina možnost, da se prepreči hitro preoblikovanje PID-ov v finančni holding, posebej še, ker je preoblikovanje spremljalo tudi kupovanje delnic s strani pooblaščenih DZU izven organiziranega trga. Z zakonom o spremembah in dopolnitvah ZISDU so bili postavljeni sledeči pogoji preoblikovanja v redno delniško družbo-holding (Zakon o sprememb., 1998, 2. člen):

- Največ 2% vseh naložb so naložbe v tržne vrednostne papirje in likvidna sredstva z rokom dospelosti do šestih mesecev.
- Taka omejitev ne velja za vrednostne papirje tistih izdajateljev, pri katerih je posamezni PID že pridobil kvalificiran delež večji od 25%.
- Sestava naložb PID-ov iz prve alineje je v skladu z investicijsko politiko, določeno v statutu PID-ov, najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju.
- Delnice PID-ov so bile uvrščene na organiziran trg najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju.
- Sklep o spremembi dejavnosti sprejme skupščina PID-a s tričetrtinsko večino oddanih glasov.

Pooblaščen DZU iz delnic, katerih imetnik je, nima pravice glasovati o preoblikovanju in nihče drug ne more uresničevati glasovalne pravice iz teh delnic na njen račun.

Od 13. marca 2000, ko se je iztekel moratorij na preoblikovanje PID-ov v holdinge so se v holding preoblikovali trije PID-i v celoti in pet z oddelitvijo (glej tabelo v prilogi 5).

Za redno delniško družbo velja, da ni več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev. Zanja ne veljajo več določila ZISDU glede razpršenosti naložb, kot tudi ne glede razpršenosti lastništva. Z dokaj veliko verjetnostjo lahko predvidevamo, da se bodo holdinške naložbe zožile na nekaj podjetij in se bo po drugi plati tudi lastništvo holdingov

skoncentriralo v rokah strateških lastnikov⁷. Uspešnega poslovanja in učinkovitosti podjetij brez odprave omenjenih omejitev, večje podjetniške iniciative pri njihovem obvladovanju in možnosti financiranja v primeru njihove podkapitaliziranosti, verjetno ne bi bilo. Dovolj velik lastniški delež jim ne bo omogočal samo aktivnega upravljanja, ampak tudi večjo korist od uspešnega upravljanja.

Vendar pa naj se to izpelje ob kar najmanjšem možnem oškodovanju malih delničarjev. Omejitve glede najvišje provizije v holdinškem podjetju ni več. Delničarji lahko vplivajo na upravo delniške družbe samo preko na skupščini izvoljenih članov nadzornega sveta. V primeru razpršenih malih delničarjev pa je takšen nadzor močno omejen (Hočevar, 1998, str. 3). Zaradi tega bi bilo verjetno smiselno preoblikovanje v holding zelo podrobno urediti, zagotoviti transparentnost postopka in omogočiti večjim, premožnejšim in bolj izobraženim investitorjem odkup delnic po sprejemljivi ceni. Eno izmed možnosti je že leta 1998 predlagala Agencija za trg vrednostnih papirjev. Po njej naj bi se lahko PID-i preoblikovali v redne delniške družbe samo po Zakonu o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97), kar pomeni, da bi se moralo vsem dotedanjam delničarjem ponuditi odkup delnic po ustrezni ceni (Vsebinski predlogi za novelo ZISDU, 1998, str. 18). Druga možnost bi bila, da bi malim delničarjem, če bi ti imeli v lasti manj kot 50 odstotkov delnic, ponudili prednostne delnice s kumulativno dividendo, vezano na donose za netvegane naložbe. Pri upravljanju so ob koncentraciji že tako izločeni; lahko le izstopijo in izgubijo. S prednostno delnico bi imeli vsaj to prednost, da ob stečaju ali likvidaciji dobijo prednostno poplačilo. Rešitev je bližje zadnji nameri odločbe ZISDU. Holding je lahko tudi komanditna delniška družba. Torej bi lahko bili mali delničarji komanditorji. Vse te rešitve so za prizadete boljše od zdajšnjih pri preoblikovanju (Karner, 2001, str. 6).

4.2. USKLAJEVANJE STRUKTURE NALOŽB ŽELJENI OBLIKI PREOBLIKOVANJA

V prejšnji točki je kot pogoj preoblikovanja v holding navedena tudi zahteva, da je sestava naložb PID-a v skladu z investicijsko politiko, določeno v statutu PID-a najmanj šest mesecev pred zasedanjem skupščine, ki odloča o preoblikovanju. Glede na to, da je bila možnost preoblikovanja z oddelitvijo omogočena šele z ZPSPID, lahko to zahtevo v določenih mejah upoštevamo tudi za PID-e, ki se nameravajo le v svojem delu preoblikovati v holding. Pri tem moramo imeti vseskozi pred očmi dejstvo, da so PID-i šele pred kratkim zamenjali zadnje certifikate, in da so zanje dobili praktično le netržno premoženje. Če se rok za preoblikovanje ne bo ustrezno podaljšal, bo tudi to premoženje možno spremeniti le v holdinge.

⁷ V tej smeri sta bila že izpeljana dva prevzema. Avant Holding je konec lanskega leta na podlagi javne ponudbe za prevzem prevzela finančna skupina Aktiva group d.d.. Podobno se je zgodilo s holdingom Certius, ki ga je prevzela Aktiva Invest d.d., ki je v večinski lasti Aktive Group d.d.. Slednja obvladuje tudi pooblaščen DZU Atena, ki ima med drugim v upravljanju tudi dva PID-a.

Investicijska politika PID-a določa okvirno strukturo portfelja. Vsak vlagatelj se je ob vložitvi certifikata v PID ali ob nakupu delnice PID-a na organiziranem trgu prek prospekta lahko seznanil z njo. Ker je zavezujoče narave za PID-e, naj bi tudi usmerjala preoblikovanje le-teh. Investicijske politike PID-ov so bile v pretežni meri oblikovane v smislu kombinacije aktivnega in pasivnega lastništva v podjetjih portfelja PID-a. Takšna politika nudi PID-om več maneverskega prostora ob preoblikovanju kot politika izključno aktivnega ali pasivnega lastništva. Zlasti slednja bi bila glede na (ne)tržnost premoženja, ki se ga je predajalo PID-om, za večji PID v praksi neizvedljiva, dodatno še zaradi zapoznele zapolnitve privatizacijske vrzeli. Kakšne investicijske politike so izbirale pooblašcene DZU za svoje PID-e, prikazujem v točki 3.3.1..

Pri analizi usklajevanja portfelja preoblikovanju PID-ov sem izhajal iz sledečih predpostavk:

- Netržni portfelj PID-ov je nerealno vrednoten, kar v primeru precenjenosti vodi v prenos večjega obsega sredstev PID-a v holding glede na pošteno vrednost (glej točko 3.6).
- Zaradi postopnega prehajanja podjetij na organiziran trg prihaja do spontanega povečevanja tržnega portfelja. Za nekatera podjetja se pričakuje, da bodo v prihodnosti vključena na organiziran trg. Nekateri PID-i jih zato obravnavajo kot kandidate za investicijski sklad, seveda če preoblikovanje v eno izmed njegovih oblik tudi načrtujejo⁸. Prisoten je tudi obraten proces, a je zanemarljiv.
- Lastninske certifikate glede na možnost upravljanja in plemenitenja obravnavam kot mrtvo naložbo, zato jih iz analize izločam. Spreminjanje njihove izkazane vrednosti zgolj zamegljuje preglednost ključnih sprememb med ostalimi naložbami.

Podatki v tabeli 6 prikazujejo spreminjanje posameznih vrst naložb po kriteriju tržnosti naložbe. Tabela je oblikovana za obdobje od 31.03.2000 do 30.11.2001. V tem obdobju ni bilo nobenega izmed javnih razpisov PID-ov, zato se izhodiščni obseg naložb v realno premoženje iz tega naslova ni spreminjal. V odstotkih so prikazane spremembe deležev posameznih oblik naložb v strukturi vseh naložb. Torej je lahko odstotek kljub absolutnem povečanju naložbe negativen in sicer ko se vrednost posamezne oblike naložb relativno poveča za manj kot je relativno povečanje vseh sredstev in obratno.

Podatki v tabeli 7 so za obdobje od 30.09.2000 do 30.06.2001 in so v oporo analizi iz tabele 6. Prikazujejo spreminjanje števila naložb glede na koncentracijo naložbe v podjetje.

Ugotovitve, do katerih sem prišel na podlagi omenjenih dveh tabel, tabele o preoblikovanju PID-ov (glej prilogo 5) in tabele o izbrani investicijski politiki, so sledeče:

⁸ Od 1.4.2000 pa do 31.09.2001 je bilo na organiziranem trgu uvrščenih 19 delniških družb, če izvzamemo od PID-ov oddeljene finančne holdinge. Skupna tržna kapitalizacija trgovanih delnic podjetij je znašala približno 57 milijard SIT na dan 14.12.2001.

- Pet od šestih polnih PID-ov, ki nastanejo pred vstopom na organiziran trg z združitvijo in takoj zatem razdružitvijo na polni in prazni PID, izkazuje v obdobju od 31.3.2000 do 30.11.2001 povečanje tržnih vrednostnih papirjev v strukturi PID-ovskih naložb. Največje povečanje beleži Zlata Moneta 1. Tako se delež tržnih vrednostnih papirjev v strukturi vseh naložb omenjenega PID-a poveča kar z 20,5% na 61,8%. V Triglav Stebru 1 je beležen porast za 14%, s čimer je bil dosežen nivo 65,5%. Podoben nivo dosega tudi NFD1. Vsi trije PID-i so se odločili za kombinacijo aktivne in bolj ali manj poudarjene pasivne investicijske politike lastništva. PID Pomurska investicijska družba nekoliko odstopa od omenjenih, saj se je v strukturi njegovih naložb delež netržnih v obravnavanem obdobju zmanjšal za 27,1%, tako da znaša le 10,1%. Ostale naložbe so na nivojih, ki praktično zadoščajo pogojem preoblikovanja v vzajemni sklad, katerega ustanovitev podpira tudi nadzorni svet PID-a. Tudi PID Vipa Nanos je v omenjenem obdobju povečeval delež tržnih vrednostnih papirjev (14,8%). Glede na združitve s PID-om Vipa Soča v PID Vipa Invest in omenjeno povečevanje tržnih vrednostnih papirjev ter predvsem investicijsko politiko postopnega prehajanja h pasivnem upravljanju s podjetji, lahko pričakujemo preoblikovanje v investicijsko družbo sedaj združenih tržnih naložb PID-a. Da podobni investicijski politiki PID-a vedno ne sledi struktura naložb, dokazuje PID Zvon ena, ki je še konec junija leta 2001 izkazoval 51,3% tržnih vrednostnih papirjev v vseh sredstvih. Do 30.11. je beležen upad na 45,9%. Tudi tabela 7 kaže na izločanje portfeljskih naložb. Vse skupaj dodatno potrjuje namera o preoblikovanju PID-a, ki predvideva prenos v investicijsko družbo zgolj 16,5% osnovnega kapitala. H tako nizkemu odstotku prispevajo tudi lastniški deleži v "kotirajočih" podjetjih, ki presegajo 25 odstotkov kapitala, ki so za PID Zvon ena značilni. Ti se v skladu z zakonom lahko vključijo v finančni holding.
- Preostalih šest, t.i. polpraznih PID-ov, ima v strukturi investiranih sredstev še vedno prevladujoč delež netržnih naložb. Glede na to, da so za certifikate tudi na zadnjem razpisu premoženja, ki ga je sklical SRD, dobili v glavnem netržno premoženje, je težko pričakovati večje premike v smeri povečevanja tržnega portfelja. Ne glede na to, da je PID NFD 2 v obravnavanem obdobju najbolj povečeval delež tržnih vrednostnih papirjev (5,9%) v investiranih sredstvih, pa v vseh sredstvih ta delež še vedno ne presega 6%.

Tabela 6: Spreminjanje posameznih oblik naložb v obdobju od 31.03.2000 do 30.11.2001 (v 1000 sit in v % glede na delež v strukturi vseh obravnavanih sredstev)

Družba za upravljanje	ARKADA		AKTIVA				AVIP		CAP-INVEST					
Pooblaščen investicijska družba	ARKADA ***		ATENA 1. SKLAD ***		AKTIVA AVANT I **		VIPA INVEST ***		CAPINVEST 2		KS 1 **		KS 2	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	510.810	5,6%	2.083.110	5,4%	-144.333	-1,6%	-14.278	-0,1%	15.908	1,7%	49.016	0,6%	667.888	10,1%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	-146.657	-16,8%	-193.689	-9,3%	-755.574	-5,1%	1.097.094	-1,0%	91.819	-1,4%	11.602	1,9%	318.584	-8,1%
2.1 Obveznice (skupaj)	0	0,0%	390.520	1,0%	0	0,0%	100.433	0,3%	0	0,0%	103.738	1,3%	0	0,0%
2.2 Delnice (skupaj)	-146.657	-16,8%	-584.209	-10,3%	-755.574	-5,1%	996.661	-1,3%	91.819	-1,4%	-92.136	0,6%	318.584	-8,1%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	-982.086	-17,6%	-1.224.846	-6,3%	-97.209	-0,4%	1.750.890	9,2%	-4.039	-2,9%	-19.383	-0,1%	-1.038.868	-21,2%
2.2.2 Na neorganiz. trgu vred. papirjev	835.429	0,8%	640.637	-4,0%	-658.364	-4,6%	-754.229	-10,4%	95.858	1,5%	-72.753	0,7%	1.357.453	13,1%
3. Ostali vrednostni papirji	80.668	-0,6%	958.897	1,7%	-60.836	0,8%	390.619	0,4%	8.445	-0,1%	34.087	0,7%	153.875	-0,2%
4. Ostalo	1.060.839	11,8%	827.566	2,2%	486.120	5,9%	106.841	0,6%	-1.702	-0,2%	-262.828	-3,3%	-45.057	-1,7%
5. Skupaj 1.,2.,3.,4.	1.505.660		3.675.885		-474.622		1.580.276		114.470		-168.123		1.095.291	
Družba za upravljanje	CAPINVEST		CERTIUS						INTARA					
Pooblaščen investicijska družba	KS 4		CERTIUS *		NIKA PID		NIKA PID1		NIKA PID2		MERCATA*		MERCATA 1*	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	-95.583	-3,3%	22.478	0,3%	1.354.925	36,6%	440.767	13,1%	202.279	15,5%	402.955	6,2%	-1.211	0,0%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	565.424	11,6%	3.461	-2,5%	-1.286.194	-38,4%	-267.398	-15,1%	-166.132	-21,4%	-293.699	-4,5%	179.287	1,1%
2.1 Obveznice (skupaj)	0	0,0%	-3.219	-0,1%	360.523	9,7%	40.015	1,2%	5.690	0,4%	4	0,0%	4	0,0%
2.2 Delnice (skupaj)	565.424	11,6%	6.680	-2,4%	-1.646.717	-48,1%	-307.413	-16,3%	-171.822	-21,9%	-293.703	-4,5%	179.283	1,1%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	-18.961	-0,7%	-30.525	-1,0%	-1.140.179	-32,2%	-162.499	-6,8%	-107.912	-9,4%	-439.290	-6,8%	-389.045	-6,9%
2.2.2 Na neorganiz. trgu vred. papirjev	584.385	12,3%	37.205	-1,3%	-506.538	-15,9%	-144.914	-9,6%	-63.910	-12,4%	145.587	2,3%	568.328	7,9%
3. Ostali vrednostni papirji	67.286	-2,1%	18.796	0,6%	33.803	0,6%	-41.174	-2,6%	9.278	-1,3%	4.012	0,1%	57.534	0,5%
4. Ostalo	-182.347	-6,2%	50.633	1,6%	55.282	1,2%	176.776	4,6%	103.026	7,2%	-119.348	-1,8%	-88.641	-1,5%
5. Skupaj 1.,2.,3.,4.	354.781		95.368		157.816		308.971		148.451		-6.080		146.969	
Družba za upravljanje	KBM-INFOND		KMEČKA DRUŽBA DZU		KREKOVA DRUŽBA				DUS KRONA				LB MAKSIMA	
Pooblaščen investicijska družba	INFOND-ZLAT		KMEČKA DRUŽBA*		PID ZVON ENA		PID ZVON DVA		KRONA SENIOR		KRONA KRONA		MAKSIMA 1*	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	452.232	0,8%	-9.184	0,0%	121.227	0,5%	229.755	3,1%	346.623	3,8%	-10.422	-0,7%	1.571.349	6,4%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	3.559.699	-4,0%	-1.507.634	-0,8%	2.129.533	0,0%	-2.569.626	-22,6%	634.561	-1,8%	146.395	2,4%	-1.252.525	-11,1%
2.1 Obveznice (skupaj)	213.087	0,4%	-391.484	-1,1%	0	0,0%	-376	0,0%	103.619	1,2%	6.797	0,4%	113.634	0,4%
2.2 Delnice (skupaj)	3.346.612	-4,4%	-1.116.150	0,3%	2.129.533	0,0%	-2.569.250	-22,6%	530.942	-2,9%	139.598	2,0%	-1.366.159	-11,5%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	4.468.829	5,5%	-1.409.816	-3,2%	350.467	-2,7%	1.194	0,9%	1.421.087	14,0%	-711.306	-46,0%	2.530.346	8,5%
2.2.2 Na neorganiz. trgu vred. papirjev	-1.122.217	-9,9%	293.666	3,5%	1.779.066	2,7%	-2.570.444	-23,5%	-890.145	-16,9%	850.904	48,0%	-3.896.505	-19,9%
3. Ostali vrednostni papirji	587.242	-0,9%	147.853	1,0%	5.705	0,0%	150.574	6,0%	17.861	-0,1%	26.749	0,0%	10.411	0,0%
4. Ostalo	2.364.189	4,0%	-69.523	-0,2%	-111.133	-0,5%	1.006.488	13,5%	-138.843	-1,9%	-18.223	-1,7%	1.136.093	4,7%
5. Skupaj 1.,2.,3.,4.	6.963.362		-1.438.488		2.145.331		-1.182.808		860.202		144.499		1.465.329	

Družba za upravljanje	LB MAKSIMA				N F D				PRIMORSKI SKLADI		PROBANKA			
	POMURSKA INV. DR.1		POMURSKA INV. DR.2 **		NFD1 I S		NFD2 IS		MODRA LINIJA ***		Zlata MONETA I		Zlata MONETA II	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	1.089.598	16,0%	84	0,0%	298.530	0,9%	25.343	0,1%	199.111	1,8%	608.221	4,5%	26.114	0,5%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	-399.187	-15,8%	281.980	4,0%	2.993.902	-2,9%	391.017	-3,6%	1.396.978	-0,4%	1.566.196	0,5%	-175.430	-3,3%
2.1 Obveznice (skupaj)	45.444	0,7%	0	0,0%	101.814	-0,2%	-65.617	-0,3%	-5.280	-0,1%	385.884	2,8%	15.536	0,3%
2.2 Delnice (skupaj)	-444.632	-16,4%	281.980	4,0%	2.892.088	-2,7%	456.635	-3,3%	1.402.258	-0,3%	1.180.311	-2,3%	-190.966	-3,6%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev	1.132.138	10,4%	-20.261	-1,0%	3.931.053	5,0%	1.404.211	6,2%	1.140.303	4,3%	3.069.385	17,7%	62.860	1,3%
2.2.2 Na neorganiz. trgu vred. papirjev	-1.576.770	-26,9%	302.241	4,9%	-1.038.965	-7,7%	-947.576	-9,5%	261.955	-4,6%	-1.889.074	-20,0%	-253.826	-4,9%
3. Ostali vrednostni papirji	-13.711	-0,3%	-28.841	-3,7%	12.633	0,0%	536.617	0,8%	-303.476	-5,0%	-210.411	-1,8%	131.529	3,1%
4. Ostalo	5.211	0,1%	-4.955	-0,2%	671.225	2,0%	576.831	2,7%	410.113	3,5%	-379.327	-3,2%	-14.304	-0,3%
5. Skupaj 1.,2.,3.,4.	681.911		248.268		3.976.290		1.529.808		1.702.726		1.584.679		-32.091	
Družba za upravljanje	PULSAR				S HRAM				TRIGLAV		VIZIJA			
Pooblaščen investicijska družba	PULSAR **		TRDNJAVA		TRDNJAVA 1		SETEV *		TRIGLAV STEBER I		TRIGLAV STEBER II		DPB VIZIJA	
	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %	v 1000 SIT	v %
1. Depoziti v banki, DFO, den. sredstva	5.666	-1,0%	-1.114	0,0%	101.215	6,3%	-57.908	-1,4%	303.639	0,8%	-30.894	-0,4%	1.930.656	30,5%
2. Dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	229.463	2,7%	359.762	10,6%	13.662	-6,5%	194.690	0,4%	5.486.503	1,6%	1.235.237	4,5%	-1.256.948	-31,0%
2.1 Obveznice (skupaj)	929	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	620.543	1,8%	-2.173	0,0%	22.464	0,3%
2.2 Delnice (skupaj)	228.534	2,6%	359.762	10,6%	13.662	-6,5%	194.690	0,4%	4.865.961	-0,2%	1.237.410	4,5%	-1.279.412	-31,3%
2.2.1 Na organiziranem trgu vred. papirjev)	19.113	1,4%	58.079	2,0%	-116.504	-7,9%	125.873	2,4%	6.805.062	12,2%	-123.851	-2,5%	-1.648.739	-31,7%
2.2.2 Na neorganiz. trgu vred. papirjev	209.421	1,2%	301.682	8,6%	130.166	1,4%	68.817	-2,0%	-1.939.101	-12,5%	1.361.261	7,0%	369.327	0,4%
3. Ostali vrednostni papirji	-20.528	-1,8%	-91.841	-3,6%	1.980	0,1%	-33.260	-1,0%	-81.594	-0,3%	-164.914	-3,9%	-57.034	-1,1%
4. Ostalo	5.505	0,1%	-175.087	-6,9%	2.936	0,1%	86.693	2,0%	-586.397	-2,1%	-16.292	-0,2%	98.602	1,6%
5. Skupaj 1.,2.,3.,4.	220.107		91.721		119.793		190.215		5.122.151		1.023.137		715.276	

Opombe:

* Za obdobje od 31.03.2000 do 31.10.2000

** Za obdobje od 31.03.2000 do 30.06.2001

*** Združeni PID-i ene DZU

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

Tabela 7: Porast oz. upad števila naložb v podjetja glede na lastniški delež za obdobje od 30.09.2000 do 30.06.2001

Spreminjanje št. naložb v lastniški delež ↓	Aktiva Avant*	Atena 1. Sklad*	PID-i DZU Arkada*	Capinvest 2 PID***	Kompas sklad 1****	Kompas Sklad 2****	Kompas Sklad 4****	Vipa Invest	Nika PID	Nika PID 1	Nika PID 2	Mercata****
Do 10%	-7	-9	-4					-3	-4	-9	-5	
10 - 20%	+1	+1	-1					-4	/	/	/	
Nad 20%	/	-9	/					/	/	-1	-1	
	Mercata 1****	Infond Zlat*	Kmečka družba****	Zvon ena	Zvon dva	Krona Senior	Krona Krona	Maksima 1	NFD 1	NFD 2	Pomurska invest. družba 1	Pomurska invest. družba 2
Do 10%		/		-14	+2	-10	-4	-19	-10	-7	-4	+1
10 - 20%		-6		-2	-4	-2	-1	-7	-4	-3	-1	/
Nad 20%		-9		+1	-1	-1	/	-6	-4	-3	-1	/
	Modra linija	Zlata Moneta I	Zlata Moneta II	Pulsar***	Trdnjava***	Trdnjava 2****	PID-i DZU S hram**	Triglav Steber I	Triglav Steber II	DPB Vizija	Certius****	
Do 10%	+6	+3	+2				-2	-7	-17	-18		
10 - 20%	-1	-6	/				/	-5	/	-2		
Nad 20%	-5	-3	-1				-1	-2	-1	+1		

Opombe:

* za obdobje od 30.09.2000 do 31.01.2001

** za obdobje od 31.01.2001 do 30.06.2001

*** podatki niso bili dosegljivi

**** v letu 2000 preoblikovani PID-i

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

- Za štiri PID-e Infond Zlat, Kmečka družba, LB Maksima in Modra linija, nastale z združitvijo svojih predhodnikov, je značilna kombinacija aktivne in pasivne investicijske politike lastništva. Vsi PID-i razen Kmečke družbe v obravnavanem obdobju povečujejo delež tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih in sicer LB Maksima za 8,9%, Infond Zlat za 5,9%, in Modra linija za 4,2%. Kmečka družba je oktobra leta 2000 že oddala vlogo za preoblikovanje z delitvenim načrtom, tako, da lahko zmanjšanje tržnih vrednostnih papirjev (4,3%) pripišemo predvsem spremembam tečajev vrednostnih papirjev na organiziranem trgu. Da je temu tako, kaže tudi podatek o zmanjšanju vrednosti vseh investiranih sredstev za skoraj milijardo in pol tolarjev. PID Kmečka družba se je decembra istega leta tudi preoblikovala s prenosom tretjine sredstev med posamezne naslednice PID-a. Preostali trije PID-i prav tako načrtujejo preoblikovanje v investicijsko družbo. PID Infond Zlat naj bi nanjo prenesel 24%, LB Maksima 36% in PID Modra linija okoli 40% osnovnega kapitala. Zahteva za preoblikovanje PID-a Modra linija na PID, investicijsko družbo in holding je bila sicer zavrnjena zaradi glasovanja pooblaščenega DZU o preoblikovanju. Čeprav se po zadnji skupščini predvideva preoblikovanje zgolj v PID in holding, pa sklad še vedno izkazuje visok delež tržnih vrednostnih papirjev. V skladu z investicijsko politiko PID-a je moč pričakovati, da se bo po uspelem sedaj načrtovanem preoblikovanju po zapolnitvi vrzeli zgodilo še preoblikovanje novega PID-a v holding in investicijsko družbo.
- Za preostale štiri PID-e Certius, Aktiva Avant 1, Atena 1. sklad in DBP Vizija, nastale z združitvijo, se kot možna oblika preoblikovanja kaže zgolj holding. Za prve tri je tudi značilna investicijska politika aktivnega lastništva v podjetjih. Zato tudi preoblikovanje Certiusa v celoti v holding in Aktive Avant 1 z razdelitvijo na PID in holding ni nepričakovano. Podobno lahko ugotovimo za namero Atene 1. sklad o preoblikovanju v PID in holding. Za razliko od omenjenih pa je za PID DPB Vizija značilna kombinacija aktivne in pasivne investicijske politike lastništva. Glede na to, da je PID konec meseca junija leta 2001 izkazoval še 43,7% tržnih vrednostnih papirjih v vseh investiranih sredstvih, je upad na 18,9% konec novembra nepričakovan. Temu v prid govori tudi podatek iz tabele 7, ki prikazuje zmanjšanje t.i. portfeljskih naložb v sedemnajstih podjetjih. Dolgoročni depoziti, ki so prikazani v prvi postavki v tabeli 6, beležijo porast v strukturi investiranih naložb za dobrih 30%. Ker je to naložba, ki že ustreza vključitvi v finančni holding, postaja preoblikovanje v investicijsko družbo tako vse manj verjetno. Oddana vloga za preoblikovanje s prenosom približno polovice osnovnega kapitala na PID in polovico na holding to tudi potrjuje.
- Tudi od preostalih sedemnajst PID-ov bo šla večina premoženja med holdinge. Edina izjema med njimi je PID Krona Senior, za katerega je značilna kombinacija aktivne in pasivne investicijske politike lastništva s poudarkom na slednji. Tudi povečanje tržnih vrednostnih papirjev za 15,2% je v skladu s tem. PID-e Arkada prikazujem združene, čeprav delujejo ločeno. Razlog je v naložbah posameznih Arkadinih skladov, ki se ne

razlikujejo bistveno. Naložbe, ki so v Arkadi tri, so praviloma tudi v preostalih dveh in naložbe Arkade dve so praviloma tudi v Arkadi ena, ki ima največ zamenjanih certifikatov. Za te PID-e je značilno zmanjševanje deleža tržnih vrednostnih papirjev. Čeprav to obliko zamenjujejo naložbe, primerne za holding kot so terjatve, ostali vrednostni papirji in depoziti v banki, pa je koncentracija naložb v podjetjih, ki jo dosegajo vsi Arkadini PID-i, majhna (glej tabelo 4). Morda lahko pričakujemo večjo aktivnost v tej smeri v prihodnje. Podobno kot sklad DPB Vizija, tudi Nikini skladi beležijo v obravnavanem obdobju zmanjšanje deleža tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih ne glede na to, da zanje velja kombinacija aktivne in pasivne investicijske politike lastništva. Tako na primer PID Nika beleži upad omenjenega deleža z 22,5% na 11,9%. Tudi namera o preoblikovanju 74% osnovnega kapitala v holding je v skladu s temi ugotovitvami. Tudi ostala PID-a predvidevata preoblikovanje v holding več kot polovice sklada. Ob dosedanjem trendu zmanjševanja deleža tržnih vrednostnih papirjev tudi v nadaljevanju preoblikovanje v investicijsko družbo ne bo mogoče. Med preostalimi PID-i je le za PID-e Krona Krona, Trdnjava in Trdnjava 1, ki sta bila do odvzema licence v upravljanju pooblaščenega DZU A Trust, značilna aktivna politika lastništva, ki jo Krona Krona in Trdnjava 1 tudi uresničujeta z izkazano namero o preoblikovanju v holding. Tudi zmanjšanje deleža tržnih vrednostnih papirjev v PID-u Krona Krona (45,6%), Trdnjava 1 (7,9%) je s tem v skladu. PID Trdnjava že tako dosega le 3% te oblike naložb v vseh sredstvih. Za PID-e Capinvest 2, Kompas sklad 1, Kompas sklad 2, Kompas sklad 4, Pulsar ter PID-e pooblaščenega DZU S Hram, je značilna kombinacija aktivne in pasivne politike lastništva. Ne glede na to jih je večina v obravnavanem obdobju zmanjšala delež tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih. Tudi PID Pulsar in Kompas sklad 1 se medtem preoblikujeta v holding. Med ostalimi, še nepreoblikovanimi PID-i, imajo največji delež tržnih vrednostnih papirjev v investiranih sredstvih (13,2%) PID-i pooblaščenega DZU S Hram, ki jih prikazujem združene glede na pred kratkim izkazano namero o združitvi. Tudi v tem primeru pa je delež zanemarljiv in ni pričakovati namere za preoblikovanje v investicijsko družbo.

SKLEP

Za pooblaščenimi investicijskimi družbami je pestro obdobje delovanja. Leto 2002 lahko označimo kot prelomno, ko se bodo dokončno otreli vloge privatizacijskega posrednika in postali finančni posrednik. V vlogi privatizacijskega posrednika so šli skozi dve fazi. Da so se v prvi pooblaščenih DZU, ki upravljajo s PID-i, dobro znašle, govori podatek o več kot 1.3 milijona vlagateljih, ki so v PID-e vložili svoje certifikate. Iz tega izhaja tudi velika odgovornost upravljalcev, ki jim jo nalaga zakon, ki pravi, da morajo pri opravljanju poslovanja za investicijsko družbo v vsem paziti na interese investicijske družbe. V drugi fazi so certifikate zamenjali v realno premoženje. S preknjižbami premoženja, ki so ga dobili na zadnjem SRD-ovem razpisu na račune PID-ov, doživlja svoj epilog. Tudi to fazo so uspešno opravili, saj so z enotnim nastopanjem na prvih javnih dražbah kupovali ponujeno premoženje po nižjih cenah, kot so jih predvideli snovalci procesa lastninskega preoblikovanja. To je tudi eden izmed razlogov, da je privatizacijska vrzela. Z njeno zapolnitvijo se je v PID-ih nabralo več premoženja, kot bi se ga sicer. Ti dve fazi v veliki meri zaznamuje skladnost interesa malih delničarjev (donos naložbe) PID-a z interesi pooblaščenih DZU (provizija), ki upravlja PID.

S prehodom v tretjo fazo bodo PID-i postali finančni posredniki, ki jih poznajo razvite tržne ekonomije. To bodo dosegli prek procesa pravnoorganizacijskega preoblikovanja. Večina netržnega portfelja bo s preoblikovanjem prešla v holding, preostanek pa skupaj s tržnim v investicijski sklad. Ker je zakonodajalec za PID-e predvidel tudi aktivno poseganje v poslovanje podjetij, je preoblikovanje v holding neizbežen proces, čeprav je glede zaščite malih delničarjev najmanj ugoden. S preoblikovanjem v holding se njegovi upravljalci izognejo nadzoru Agencije za trg vrednostnih papirjev. Da bi zagotovili transparentnost procesa, se kot možna oblika zaščite nevesočih delničarjev ponuja možnost predhodnega izstopa. To bi izpeljal strateški delničar, ki je običajno pooblaščen DZU in njej prijateljska podjetja, prek javne ponudbe za prevzem. Možne so tudi druge poti, vsem pa je značilno, da so pri preoblikovanju za prizadete boljše od zdajšnjih.

Vendar pa se tudi znotraj preoblikovanja v investicijski sklad pojavljajo nekateri problemi. Ker zdaj veljavna zakonodaja ne predvideva preoblikovanja v vzajemni sklad kot obliko investicijskih skladov, se poraja dvom v aktualnost tega procesa. Kanček upanja vanj daje zadnji predlog novele ZISDU, ki to možnost predvidi. Ključna prednost preoblikovanja v vzajemni sklad glede na preoblikovanje v investicijsko družbo je, da lahko vlagatelji kaznujejo neučinkovitega upravljalca sklada z izstopom, saj se z njim zmanjša premoženje sklada in s tem nagrada upravljalca. V primeru investicijske družbe se z izstopom delničarja obseg premoženja v upravljanju ne zmanjša, zato upravljalec, katerega upravljalška provizija ni ustrezno definirana, pogosto ni ustrezno motiviran za povečanje obsega premoženja delničarjev. To je ključna prednost, ki je povezana s preoblikovanjem v vzajemni sklad, ki odtehta vse njegove pomanjkljivosti na drugi strani.

V splošnem lahko rečemo, da idealnega modela preoblikovanja ni. Diplomsko nalogo lahko sklenem z mislijo, ki jo je pred časom izrekel prof. Dušan Mramor: "Ne mislim, da je vzajemni sklad najboljša rešitev za naše PID-e, je pa po mojem mnenju najmanj slaba."

LITERATURA

1. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual funds work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
2. Hočevar Borut: Pidem ne pristoji vloga holdingov. Finance, 1998, 98, str. 3.
3. Jašovič Božo: Dileme o preoblikovanju pidov. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 10, str. 29-32.
4. Karner Harald: V holding s čistimi računi. Finance, Ljubljana, 2001, 14, str. 6.
5. Kukar Monika: Trženje finančnih storitev na primeru pooblaščenih družb za upravljanje. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 55 str., 40 pril.
6. Meir Kohn: Financial institutions and Markets. Singapore: Mcgraw – Hill Book Co., 1994. 868 str.
7. Pavlin Branko: Model upravljanja in vodenja investicijskih skladov. Magistrsko delo. Maribor: Univerza v Mariboru, 1995. 147 str.
8. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
9. Raymond James: Yield Enhancement Using Closed-End Funds. [URL:http://www.closed-endfunds.com/new_releases/news10.htm], Closed-End Fund Center, 24.8.1999.
10. Repovž Mija: Dr. Dušan Mramor o slovenskem trgu kapitala. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 3.7.1999, str. 33.
11. Ribnikar Ivan: Investicijska podjetja in investicijski skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 39 (1990), 4, str. 137-138.
12. Simoneti Marko: Institucionalni problemi poslovanja pidov v Sloveniji in predlogi sprememb. Ljubljana: CEEPN, 1997. 62 str.
13. Toplak Simona: Zaupanja v vzajemni sklad niso izgubili. Finance, Ljubljana, 2001, 30, str. 2.
14. Toplak Simona: Pidi preoblikovani poleti. Finance, Ljubljana, 2001, 237, str. 5.
15. Viršek Damjan: Vzajemni sklad kot ideal pida. Delo, Ljubljana, 18.11.1999, str 4.
16. Zajec Matej: Preoblikovanje pidov. Magistrsko delo. Ljubljana: Univerza v Ljubljani, 2000. 95 str.
17. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 419 str.

VIRI

1. Bilance uspeha za leto 1998, 1999, 2000. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001.
2. Federal Reserve. [URL: <http://www.federalreserve.gov/releases>], 2001.
3. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Ljubljana: Vlada Republike Slovenije, 9.5.2001. 102 str.
4. Prospekti za uvrstitev delnic PID-ov na borzo v letih 1997 in 1998.
5. Sklep o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 5/95, 23/95, 16/96).
6. Vsebinski predlogi za novelo Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 28.10.1998. 20 str.
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
8. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov (Uradni list RS, št. 50/99).
9. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU - B) (Uradni list RS, št. 10/98).
10. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov. [URL: <http://www.giz-zdu.si>]

PRILOGE

PRILOGA ŠT. 1: Lastništvo pooblaščenih družb za upravljanje (december 1998) in zbran kapital po družbah za upravljanje po vrednosti certifikatov na dan 1.1.1993

Št.	DZU	Največji lastniki	Zbran kapital (mio SIT)
1	Aktiva d.o.o.	Aktiva Group / 100%	8.243
2	Arkada d.o.o.	Faktor banka / 40%	6.858
3	Atena d.o.o.	SKB banka / 40%, SILVI d.o.o. / 40%	28.553
4	A Trust d.d.	Fizične osebe / 100%	3.366
5	Avip d.o.o.	Banka Vipra / 100%	10.019
6	Cap Invest d.o.o.	BA-ZA / 100%	1.138
7	Certius d.o.o.	SA investicije / 100%	1.798
8	Divida d.d.	Eurosit / 30%, Fizične osebe 65%	14.748
9	Intara S&P d.o.o.	Intara d.d. / 35%, Sali fin / 35%	10.773
10	KBM Infond d.o.o.	Nova KBM / 68%	32.281
11	Kmečka družba d.d.	Razpršeno	27.274
12	Krekova družba d.d.	Fizične osebe / 100%	27.127
13	Krona d.o.o.	UBK Banka / 51%	20.916
14	LB Maksima d.o.o.	Nova LB / 83%	8.377
15	NFD d.o.o.	Štiri banke in zavarovalnica / 93%	44.073
16	Nika d.d.	Fizične osebe / 63%	7.733
17	Pomurska družba d.d.	Pomurska banka / 97%	8.213
18	Primorski skladi d.o.o.	PFCI Koper / 33% Fizične osebe / 32%	5.906
19	Probanka d.d.	Probanka / 100%	17.367
20	Pulsar d.o.o.	Dve fizični osebi / 80%	0.675
21	S Hram d.d.	SVEMA / 27%	4.185
22	Triglav d.o.o.	Zavarovalnica Triglav / 77%	33.308
23	Vizija d.o.o.	Zavarovalnica Tilia / 96%	4.211
SKUPAJ			327.142

Vir: Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 70,71,74.

PRILOGA ŠT. 2: Ocena privatizacijskega primanjkljaja v času

Datum	Analizo pripravil	Privatizacijski primanjkljaj v mrd SIT			
		Izračuni družb za upravljanje			Izračuni države
		Sredstva zbrana v PID	Skupaj primanjkljaj	Primanjkljaj v PID	
27.11.1995	DZU	273	165	134	
December 1995					0
Januar 1996					10-15
7.1.1996	DZU	273	165	129	
11.3.1996	Agencija za privatizacijo	273	177	133	
28.3.1996	DZU	273	177	133	
20.5.1996	Komisija MEOR				128-148
30.6.1997	Agencija za privatizacijo	305 336			165 196
10.11.1997	MEOR				103,1
23.10.1998	Uradni list 72/98	327			119,9 8,5

Vir: Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 165.

PRILOGA ŠT. 3: Bilanca uspeha in donos na kapital pooblaščenih investicijskih družb v letih 1999 in 2000 (v 1000 Sit in v odstotkih glede na vrste prihodkov v skupnih prihodkih in glede na vrste odhodkov v skupnih odhodkih)

	PULSAR**			TRIGLAV STEBER 1			TRDNJAVA 1**			KOMPAS SKLAD 4			PLOD			ZVON ENA								
	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999						
PRIHODKI	180.076		71.505	3.180.262		3.604.183	129.606		56.735	437.200		6.864	155.640		100.202	1.006.560		955.220						
Obr., div.	160.992	89%	33.283	47%	890.026	28%	547.167	15%	127.759	99%	2.891	5%	52.021	12%	6.473	94%	9.043	6%	22.488	22%	352.529	35%	338.734	35%
Real. kap. dob.	18.778	10%	37.139	52%	1.900.887	60%	2.556.289	71%	1.847	1%	50.637	89%	385.178	88%	344	5%	74.174	48%	75.081	75%	652.689	65%	580.019	61%
Drugi prih.	306	0%	1.083	2%	389.349	12%	500.727	14%	0	0%	3.207	6%	1	0%	47	1%	72.423	47%	2.633	3%	1.342	0%	36.467	4%
ODHODKI	121.844		65.062	2.596.376		3.034.110	103.872		57.329	322.661		81.026	142.025		285.638	829.335		737.089						
Provizije DZU		0%	18.831	29%	596.817	23%	586.283	19%	0	0%	10.702	19%	64.393	20%	28.493	35%	25.374	18%	23.498	8%	515.767	62%	532.447	72%
Čiste NKI		0%	24.967	38%	156.942	6%	0	0%	0	0%	38.684	67%	5.050	2%	51.542	64%	0	0%	58.737	21%	0	0%	0	0%
Real. kap. izg.		0%	14.272	22%	472.681	18%	1.526.140	50%	0	0%	3.637	6%	55.390	17%	0	0%	22.878	16%	49.289	17%	108.100	13%	90.769	12%
Popravki vred.		0%	0	0%	1.306.598	50%	851.583	28%	0	0%	3.198	6%	152.865	47%	0	0%	82.170	58%	131.508	46%	172.874	21%	74.337	10%
Drugi odh.		0%	6.992	11%	63.338	2%	70.104	2%	103.872	100%	1.108	2%	44.963	14%	991	1%	11.603	8%	22.606	8%	32.594	4%	39.536	5%
Posl. izid	58.232		6.443	583.886		570.073	25.734		-594	114.539		-74.162	13.615		-185.436	177.225		218.131						
<i>Donos na kap.</i>	<i>4,40%</i>		<i>0,54%</i>	<i>1,86%</i>		<i>1,97%</i>	<i>1,61%</i>		<i>-0,04%</i>	<i>1,27%</i>		<i>-8,71%</i>	<i>0,94%</i>		<i>-13,83%</i>	<i>0,73%</i>		<i>0,99%</i>						
	CAPINVEST 2			VIPA INVEST SOČA			KOMPAS SKLAD 2			INFOND ZLAT			MODRA LINIJA 3			ZVON DVA								
	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999						
PRIHODKI	35.223		6.328	64.954		101.435	436.600		105.829	1.629.755		1.425.854	11.845		17.128	6.749.741		455.946						
Obr., div.	4.243	12%	5.366	85%	34.529	53%	44.251	44%	62.737	14%	44.269	42%	686.285	42%	544.005	38%	5.738	48%	4.228	25%	73.062	1%	14.725	3%
Real. kap. dob.	26.880	76%	490	8%	20.232	31%	7.162	7%	366.636	84%	60.293	57%	942.976	58%	770.686	54%	0	0%	12.215	71%	214.473	3%	44.668	10%
Drugi prih.	4.100	12%	472	7%	10.193	16%	50.022	49%	7.227	2%	1.267	1%	494	0%	111.163	8%	6.107	52%	685	4%	6.462.206	96%	396.553	87%
ODHODKI	29.484		37.121	350.859		287.933	650.492		394.609	3.249.417		999.711	55.482		26.184	7.739.418		541.544						
Provizije DZU	17.064	58%	10.756	29%	151.735	43%	83.617	29%	115.926	18%	98.718	25%	898.832	28%	675.661	68%	12.746	23%	6.122	23%	168.155	2%	85.629	16%
Čiste NKI	2.995	10%	7.596	20%	43.553	12%	167.279	58%	0	0%	137.480	35%	1.540.997	47%	129.221	13%	17.368	31%	4.511	17%	164.313	2%	0	0%
Real. kap. izg.	2.546	9%	16.874	45%	80	0%	29.077	10%	390.391	60%	137.902	35%	423.690	13%	127.816	13%	263	0%	14.371	55%	696.903	9%	104.536	19%
Popravki vred.	6.208	21%	0	0%	0	0%	0	0%	111.897	17%	0	0%	318.119	10%	0	0%	23.950	43%	0	0%	6.666.809	86%	340.330	63%
Drugi odh.	671	2%	1.895	5%	155.491	44%	7.960	3%	32.278	5%	20.509	5%	67.779	2%	67.013	7%	1.155	2%	1.180	5%	43.238	1%	11.049	2%
Posl. izid	5.739		-30.793	-285.905		-186.498	-213.892		-288.780	-1.619.662		426.143	-43.637		-9.056	-989.677		-85.598						
<i>Donos na kap.</i>	<i>0,48%</i>		<i>-2,71%</i>	<i>-1,97%</i>		<i>-1,37%</i>	<i>-2,42%</i>		<i>-3,40%</i>	<i>-2,65%</i>		<i>0,74%</i>	<i>-4,30%</i>		<i>-0,88%</i>	<i>-4,44%</i>		<i>-0,40%</i>						
	TRDNJAVA**			MODRA LINIJA 2			MODRA LINIJA			VIPA INVEST NANOS			KOMPAS SKLAD 1			NFD 1								
	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999						
PRIHODKI	142.281		106.783	138.298		109.027	202.647		256.688	276.531		399.416	244.785		81.490	1.563.228		1.455.610						
Obr., div.	42.832	30%	73.068	68%	41.470	30%	25.498	23%	102.143	50%	91.848	36%	120.657	44%	110.020	28%	38.519	16%	927	1%	633.829	41%	489.056	34%
Real. kap. dob.	14.129	10%	30.336	28%	86.983	63%	82.587	76%	96.536	48%	164.593	64%	154.114	56%	243.219	61%	196.961	80%	27.499	34%	766.492	49%	947.924	65%
Drugi prih.	85.320	60%	3.379	3%	9.845	7%	942	1%	3.968	2%	247	0%	1.760	1%	46.177	12%	9.305	4%	53.064	65%	162.907	10%	18.630	1%
ODHODKI	382.914		307.928	393.915		195.332	614.436		399.865	777.250		355.557	892.213		166.084	4.399.603		3.572.265						
Provizije DZU		0%	54.909	18%	63.618	16%	44.950	23%	143.140	23%	108.504	27%	136.565	18%	154.437	43%	164.100	18%	94.475	57%	601.674	14%	698.076	20%
Čiste NKI		0%	0	0%	72.859	18%	94.257	48%	198.040	32%	132.329	33%	413.546	53%	0	0%	122.942	14%	61.362	37%	2.553.880	58%	2.460.481	69%
Real. kap. izg.		0%	199.131	65%	11.064	3%	48.838	25%	20.206	3%	61.232	15%	6.856	1%	64.947	18%	529.894	59%	0	0%	721.376	16%	290.583	8%
Popravki vred.		0%	0	0%	233.292	59%	0	0%	218.349	36%	0	0%	0	0%	0	0%	36.048	4%	0	0%	0	0%	0	0%
Drugi odh.	382.914	100%	53.888	18%	13.082	3%	7.287	4%	34.701	6%	97.800	24%	220.283	28%	136.173	38%	39.229	4%	10.247	6%	522.673	12%	123.125	3%
Posl. izid	-240.633		-201.145	-255.617		-86.305	-411.789		-143.177	-500.719		43.859	-647.428		-84.594	-2.836.375		-2.116.655						
<i>Donos na kap.</i>	<i>-5,53%</i>		<i>-4,62%</i>	<i>-5,99%</i>		<i>-1,99%</i>	<i>-6,69%</i>		<i>-2,33%</i>	<i>-7,53%</i>		<i>0,66%</i>	<i>-8,19%</i>		<i>-1,05%</i>	<i>-9,72%</i>		<i>-7,20%</i>						

	ATENA 1. SKLAD*				MERCATA				MERCATA 1				DPB VIZIJA				ZLATA MONETA 1				KMEČKA DRUŽBA			
	2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999	
PRIHODKI	1.364.181		974.373		386.296		239.598		248.782		129.641		254.112		360.200		560.768		989.337		2.733.450		1.464.532	
Obr., div.	847.834	62%	507.877	52%	97.841	25%	96.568	40%	57.236	23%	57.581	44%	124.751	49%	108.505	30%	394.139	70%	548.263	55%	482.496	18%	262.589	18%
Real. kap. dob.	513.530	38%	389.454	40%	271.082	70%	140.663	59%	174.500	70%	68.920	53%	68.485	27%	247.069	69%	164.602	29%	430.405	44%	256.222	9%	722.602	49%
Drugi prih.	2.817	0%	77.042	8%	17.373	4%	2.367	1%	17.046	7%	3.140	2%	60.876	24%	4.626	1%	2.027	0%	10.669	1%	1.994.732	73%	479.341	33%
ODHODKI	6.306.032		1.850.764		1.455.886		754.186		1.238.819		773.227		1.220.197		297.341		2.090.376		829.683		9.693.385		1.954.663	
Provizije DZU	936.941	15%	659.280	36%	174.730	12%	126.294	17%	137.273	11%	98.858	13%	108.511	9%	113.690	38%	311.835	15%	261.971	32%	837.260	9%	528.070	27%
Čiste NKI	1.266.730	20%	935.432	51%	282.896	19%	346.401	46%	185.404	15%	442.601	57%	345.520	28%	157.002	53%	670.252	32%	356.634	43%	1.101.086	11%	0	0%
Real. kap. izg.	810.191	13%	121.902	7%	73.382	5%	268.461	36%	70.226	6%	82.711	11%	211.752	17%	17.820	6%	831.339	40%	59.773	7%	876.048	9%	357.813	18%
Popravki vred.	3.077.528	49%	98.641	5%	877.199	60%	4.682	1%	807.707	65%	142.514	18%	547.132	45%	0	0%	241.430	12%	117.402	14%	4.799.048	50%	990.661	51%
Drugi odh.	214.642	3%	35.509	2%	47.679	3%	8.348	1%	38.209	3%	6.543	1%	7.282	1%	8.829	3%	35.520	2%	33.903	4%	2.079.943	21%	78.119	4%
Posl. izid	-4.941.851		-876.391		-1.069.590		-514.588		-990.037		-643.586		-966.085		62.859		-1.529.608		159.654		-6.959.935		-490.131	
<i>Donos na kap.</i>	<i>-10,10%</i>		<i>-1,71%</i>		<i>-10,47%</i>		<i>-4,97%</i>		<i>-9,93%</i>		<i>-1,71%</i>		<i>-12,62%</i>		<i>0,79%</i>		<i>-13,32%</i>		<i>1,32%</i>		<i>-14,37%</i>		<i>-0,96%</i>	
	KRONA KRONA				ZLATA MONETA 2				PID 1				ARKADA 3				TRGATEV				SETEV			
	2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999	
PRIHODKI	268.180		59.866		73.507		2.193		204.417		611.232		38.615		48.864		123.724		123.867		180.601		144.594	
Obr., div.	180.463	67%	28.606	48%	9.168	12%	0	0%	120.363	59%	88.410	14%	9.913	26%	11.854	24%	8.830	7%	9.626	8%	7.574	4%	22.079	15%
Real. kap. dob.	75.969	28%	17.987	30%	64.302	87%	0	0%	78.621	38%	429.182	70%	28.337	73%	27.441	56%	67.956	55%	98.459	79%	106.750	59%	73.133	51%
Drugi prih.	11.748	4%	13.273	22%	37	0%	2.193	100%	5.433	3%	93.640	15%	365	1%	9.569	20%	46.938	38%	15.782	13%	66.277	37%	49.382	34%
ODHODKI	548.809		65.833		2.390.003		25.044		1.266.526		486.701		686.222		233.335		706.808		261.105		624.422		422.284	
Provizije DZU	33.973	6%	32.316	49%	113.959	5%	0	0%	101.149	8%	114.957	24%	32.058	5%	28.760	12%	34.765	5%	27.984	11%	51.403	8%	37.156	9%
Čiste NKI	0	0%	0	0%	56.051	2%	0	0%	515.447	41%	111.745	23%	174.201	25%	103.204	44%	1.597	0%	48.940	19%	2.700	0%	28.284	7%
Real. kap. izg.	191.997	35%	5.881	9%	226.351	9%	0	0%	332.773	26%	177.693	37%	6.274	1%	10.092	4%	16.572	2%	62.771	24%	69.225	11%	150.165	36%
Popravki vred.	301.947	55%	14.039	21%	1.861.387	78%	0	0%	277.355	22%	57.299	12%	442.218	64%	87.646	38%	606.942	86%	96.162	37%	470.858	75%	184.937	44%
Drugi odh.	20.892	4%	13.597	21%	132.255	6%	25.044	100%	39.802	3%	25.007	5%	31.471	5%	3.633	2%	46.932	7%	25.248	10%	30.236	5%	21.742	5%
Posl. izid	-280.629		-5.967		-2.316.496		-22.851		-1.062.109		124.531		-647.607		-184.471		-583.084		-137.238		-443.821		-277.690	
<i>Donos na kap.</i>	<i>-16,25%</i>		<i>-0,32%</i>		<i>-17,45%</i>		<i>-0,16%</i>		<i>-18,63%</i>		<i>1,97%</i>		<i>-20,59%</i>		<i>-5,07%</i>		<i>-20,79%</i>		<i>-4,20%</i>		<i>-21,20%</i>		<i>-11,61%</i>	
	KRONA SENIOR				AKTIVA AVANT				NIKA 2				MAKSIMA 1				NIKA 1				MAKSIMA 2			
	2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999		2000		1999	
PRIHODKI	396.587		147.616		749.467		596.691		44.525		86.159		274.093		569.367		162.663		211.974		177.038		517.020	
Obr., div.	216.842	55%	85.393	58%	84.070	11%	81.947	14%	11.964	27%	20.620	24%	223.579	82%	184.154	32%	71.245	44%	99.332	47%	144.419	82%	127.167	25%
Real. kap. dob.	70.964	18%	10.667	7%	616.020	82%	486.355	82%	7.725	17%	28.956	34%	48.884	18%	338.813	60%	16.519	10%	49.498	23%	31.016	18%	360.634	70%
Drugi prih.	108.781	27%	51.556	35%	49.377	7%	28.389	5%	24.836	56%	36.583	42%	1.630	1%	46.400	8%	74.899	46%	63.144	30%	1.603	1%	29.219	6%
ODHODKI	2.999.692		473.606		3.633.925		1.240.570		493.312		345.223		3.887.590		1.254.520		1.269.216		1.011.281		3.321.801		948.599	
Provizije DZU	127.315	4%	100.278	21%	208.675	6%	148.855	12%	24.716	5%	18.657	5%	272.610	7%	205.841	16%	69.555	5%	56.246	6%	192.894	6%	150.250	16%
Čiste NKI	228.074	8%	119.189	25%	1.431.048	39%	758.157	61%	11.149	2%	75.745	22%	1.446.717	37%	99.330	8%	260.060	20%	170.066	17%	1.302.839	39%	0	0%
Real. kap. izg.	288.466	10%	44.692	9%	723.386	20%	289.590	23%	344	0%	5.393	2%	87.985	2%	142.269	11%	74.145	6%	8.274	1%	76.228	2%	87.143	9%
Popravki vred.	2.228.892	74%	195.900	41%	1.197.543	33%	0	0%	382.881	78%	0	0%	1.955.585	50%	788.095	63%	712.646	56%	0	0%	1.645.916	50%	689.175	73%
Drugi odh.	126.945	4%	13.547	3%	73.273	2%	34.968	3%	74.222	15%	245.428	71%	124.693	3%	18.985	2%	152.810	12%	776.695	77%	103.924	3%	22.031	2%
Posl. izid	-2.603.105		-325.990		-2.884.458		-643.879		-448.787		-259.064		-3.613.497		-685.153		-1.106.553		-799.307		-3.144.763		-431.579	
<i>Donos na kap.</i>	<i>-22,17%</i>		<i>-2,47%</i>		<i>-23,19%</i>		<i>-4,43%</i>		<i>-23,97%</i>		<i>-11,53%</i>		<i>-24,78%</i>		<i>-4,10%</i>		<i>-26,68%</i>		<i>-15,92%</i>		<i>-28,18%</i>		<i>-3,29%</i>	

	NIKA			NFD 2			PID 2			TRIGLAV STEBER 2				ARKADA 1			ARKADA 2		
	2000	1999	v%	2000	1999		2000	1999		2000	1999		2000	1999		2000	1999		
PRIHODKI	215.771	300.976		497.800	308.466		196.848	62.255		720.106	450.956		68.680	244.358		44.482	103.224		
Obr., div.	108.427	148.594	50%	149.346	105.164	30%	11.077	16.435	6%	140.636	71.922	20%	38.972	50.123	21%	23.908	25.468		
Real. kap. dob.	6.224	48.714	3%	339.857	185.822	68%	185.770	45.817	94%	213.212	350.114	78%	28.946	185.102	76%	17.498	69.917		
Drugi prih.	101.120	103.668	47%	8.597	17.480	2%	1	3	0%	366.258	28.920	6%	762	9.133	4%	3.076	7.839		
ODHODKI	1.400.428	1.347.318		14.714.219	704.649		2.487.919	50.165		10.763.632	598.670		1.623.614	308.069		1.027.396	224.527		
Provizije DZU	97.123	70.896	7%	393.947	216.744	31%	52.041	24.935	50%	192.786	143.455	24%	97.119	80.015	26%	49.102	51.691		
Čiste NKI	367.195	0	26%	532.132	404.053	4%	2.875	15.302	31%	54.167	338.720	57%	762.682	122.283	40%	502.028	98.681		
Real. kap. izg.	124.468	22.306	9%	386.892	65.469	3%	20.484	0	0%	504.494	94.818	5%	15.854	17.916	6%	10.966	12.302		
Popravki vred.	565.850	1.247.211	40%	10.548.501	0	0%	2.283.032	0	0%	9.999.006	0	0%	695.378	77.747	25%	431.156	56.645		
Drugi odh.	245.792	6.905	18%	2.852.747	18.383	3%	129.487	9.928	20%	13.179	21.677	4%	52.581	10.108	3%	34.144	5.208		
Posl. izid	-1.184.657	-1.046.342		-14.216.419	-396.183		-2.291.071	12.090		-10.043.526	-147.714		-1.554.934	-63.711		-982.914	-121.303		
<i>Donos na kap.</i>	<i>-29,44%</i>	<i>-21,25%</i>		<i>-30,80%</i>	<i>-0,72%</i>		<i>-31,67%</i>	<i>0,14%</i>		<i>-32,15%</i>	<i>-0,39%</i>		<i>-32,99%</i>	<i>-1,08%</i>		<i>-33,42%</i>	<i>-3,28%</i>		
MAKSIMA 3																			
	2000	1999																	
PRIHODKI	75.284	274.020																	
Obr., div.	63.196	56.373	84%																
Real. kap. dob.	7.910	194.407	11%																
Drugi prih.	4.178	23.240	6%																
ODHODKI	2.501.554	575.223																	
Provizije DZU	106.787	86.045	4%																
Čiste NKI	479.101	23.747	19%																
Real. kap. izg.	68.659	38.759	3%																
Popravki vred.	1.736.984	416.916	69%																
Drugi odh.	110.023	9.756	4%																
Posl. izid	-2.426.270	-301.203																	
<i>Donos na kap.</i>	<i>-36,93%</i>	<i>-3,65%</i>																	

Opombe:

* Združeni PID-i Atena Ena, Atena dve in Atena tri v PID Atena 1. sklad

** Za PID-e v upravljanju pooblaščenca DZU Pulsar vsi podatki niso bili na razpolago

Legenda:

Obr., div. – obresti, dividende

Real. kap. dob. – realizirani kapitalski dobički

Drugi prih. – drugi prihodki

Provizije DZU – odhodki v zvezi z družbo za upravljanje

Čiste NKI – čiste nerealizirane kapitalske izgube

Real. kap. izg. – realizirane kapitalske izgube

Popravki vred. – popravki vrednosti

Drugi odh. – Drugi odhodki

Posl. izid. – poslovni izid

Donos na kap. – Donos na kapital

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

PRILOGA ŠT. 4: Dve vrsti diskontov glede na opredelitev sredstev PID-ov dne 15.02.2002

PID	KV1	KV2	TRŽ	Diskont na KV1	Diskontna KV2
Aktiva Avant 1	87,31	87,31	30,00	65,64	65,64
Arkada ena	163,91	163,91	42,00	74,38	74,38
Arkada dva	158,51	158,51	42,10	73,44	73,44
Arkada tri	127,63	127,63	31,28	75,49	75,49
Atena 1. sklad	151,53	151,53	46,76	69,14	69,14
Vipa Invest	200,29	200,29	56,30	71,89	71,89
Capinvest 2	210,69	194,98	39,90	81,06	79,54
Kompas sklad 2	218,3	175,22	39,77	81,78	77,30
Kompas sklad 4	201,22	110,52	33,81	83,20	69,41
Nika PID	141,07	117,32	35,15	75,08	70,04
Nika PID 1	125,13	125,13	34,90	72,11	72,11
Nika PID 2	145,49	116,31	33,00	77,32	71,63
Mercata	176,61	113,41	31,64	82,08	72,10
Mercata 1	154,06	114,56	31,94	79,27	72,12
Infond Zlat	194,53	179,23	59,96	69,18	66,55
ID KD	181,17	181,17	86,88	52,05	52,05
PID KD	135,92	57,77	38,20	71,90	33,88
PID Zvon ENA	194,71	194,71	82,30	57,73	57,73
PID Zvon DVA	128,94	97,84	41,65	67,70	57,43
Krona Senior	143,33	143,33	41,30	71,19	71,19
Krona Krona	129,89	129,89	37,00	71,51	71,51
Maksima 1	147,37	147,37	58,22	60,49	60,49
NFD1	213,79	213,79	119,32	44,19	44,19
NFD2	131,67	113,86	43,97	66,61	61,38
Pomurska inv. dr. 1	195,31	195,31	146,66	24,91	24,91
Poobl. Pom. inv. dr.	98,13	79,76	38,58	60,68	51,63
Modra linija	224,17	224,17	68,68	69,36	69,36
Zlata Moneta I	194,42	194,42	90,74	53,33	53,33
Zlata Moneta II	121,71	113,34	40,76	66,51	64,04
Trdnjava	124,02	121,94	28,10	77,34	76,96
Trdnjava 1	175,55	175,55	29,00	83,48	83,48
Plod	131,97	131,97	31,00	76,51	76,51
Trgatev	152,45	152,45	31,61	79,27	79,27
Setev	122,56	122,56	32,20	73,73	73,73
Triglav Steber I	233,48	233,48	131,25	43,79	43,79
Triglav Steber II	135,39	77,09	43,95	67,54	42,99
Vizija PID	164,62	157,23	42,64	74,10	72,88

Legenda:

KV 1 - knjigovodska vrednost ob upoštevanju certifikatov

KV 2 - knjigovodska vrednost brez certifikatov

Diskont na KV 1 – popust oz. premija, ki ga predstavlja tržna cena delnice PID-a glede na knjigovodsko vrednost delnice ob upoštevanju certifikatov (TRŽ-KV1/KV1)

Diskont na KV 2 – popust oz. premija, ki ga predstavlja tržna cena delnice PID-a glede na knjigovodsko vrednost delnice brez certifikatov (TRŽ-KV2/KV2)

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

PRILOGA ŠT. 5: PID-i, ki so se že preoblikovali in tisti, ki na to še čakajo

pid	način preoblikovanja	ново ime	oddaja vloge	izdaja dovoljenja
PREOBLIKOVANI PRED UVELJAVITVIJO MORATORIJA LETA 1997 IN 1998				
Capinvest 1	v celoti holding	Capita		
Zlati medaljon	v celoti holding	Zlati medaljon		
Kompas sklad 3	v celoti holding	Megafin		
Aktiva Avant 3	v celoti holding	Avant holding		
Dadas 1	v celoti holding	Octans		
PREOBLIKOVANI LETA 2000 IN 2001				
Kmečka družba	1/3 pid 1/3 id 1/3 holding	PID Kmečka družba ID Kmečka družba Kmečka družba holding	okt. 2000	dec. 2000
Mercata	50% pid 50% holding	Mercata PID Mercata holding	avg. 2000	dec. 2000
Mercata 1	50% pid 50% holding	Mercata 1 PID Mercata 1 holding	avg. 2000	dec. 2000
Certius	v celoti holding	Certius holding	okt. 2000	dec. 2000
Kompas sklad 1	v celoti holding	KS 1 naložbe	dec. 2000	jul. 2001
Pomurska 2	50% pid 50% holding	Poobl. pomurska inv. dr. Pom Invest	feb. 2001	jul. 2001
Pulsar	v celoti holding	Pulsar holding	dec. 2000	jul. 2001
Aktiva Avant 1	38% pid 62% holding	Aktiva Avant	mar. 2001	jul. 2001
V POSTOPKU PREOBLIKOVANJA				
Kompas sklad 4	70% pid 30% holding	KS sklad 4 KS 4 naložbe	jan. 2001	
Trdnjava 1	v celoti holding		dec. 2000	
Atena 1. sklad	46% pid 54% holding	Atena PID Aktiva FIN	jul. 2001	
Infond Zlat	26% pid 24% id 50% holding	Infond PID Infond ID Infond holding	jun. 2001	
DBP Vizija PID	48% pid 52% holding	Vizija PID Vizija holding	nov. 2001	
PID Zvon 1	16,5% id 83,5% holding	Zvon 1 ID Zvon 1 holding	okt. 2001	
Modra linija	44% pid 56% holding	Modra linija Modra linija , holding	nov. 2001	
Triglav steber II	48% pid 52% holding	Triglav Steber PID Triglav, finančna družba	še niso vložili	
Nika PID	23% pid 77% holding	Nika PID 3 Certius Invest	še niso vložili	
Nika PID 1	32% pid 68% holding	Nika PID 4 Certius Invest 1	še niso vložili	
Nika PID 2	42% pid 58% holding	Nika PID 5 Certius Invest 2	še niso vložili	
Maksima 1	34% pid 36% id 30% holding	PID Maksima ID Maksima Holding Maksima	še niso vložili	
DOSLEJ ZAVRNJENE ZAHTEVE ZA PREOBLIKOVANJE				
Arkada Ena	35% pid 65% holding	Arkada Ena Arkada Invest	dec. 2001	
Krona Krona	v celoti holding	Krona holding	jul. 2001	
Modra linija	27% pid 40% id 33% holding	Modra linija PID Modra linija ID Modra linija holding	maj. 2001	

Vir: Toplak, Preoblikovanje PID-ov se vleče kot jara kača, Finance, 2002, 8, str. 7.