

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UPRAVLJANJE OSNOVNEGA PREMOŽENJA KAPITALSKE
DRUŽBE D.D.**

Ljubljana, julij 2005

JANEZ ZAJEC

IZJAVA

Študent Janez Zajec izjavljam, da sem avtor tega dipomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
2. PREDSTAVITEV KAPITALSKE DRUŽBE D.D.	5
2.1. ZAKON O LASTNINSKEM PREOBLIKOVANJU PODJETIJ IN NASTANEK KAPITALSKE DRUŽBE D.D.	5
2.2. DEJAVNOSTI IN OSNOVNO PREMOŽENJE KAD.....	11
2.3. KAD NA TRGU KAPITALA	13
2.4. KAD KOT DELNIČAR.....	14
3. PROCES UPRAVLJANJA NALOŽB	16
3.1. DOLOČITEV NALOŽBENIH CILJEV IN OMEJITEV	17
3.2. IZBOR NALOŽBENE POLITIKE	18
3.3. DOLOČITEV ODLOČUJOČIH MAKROEKONOMSKIH IN SPECIFIČNIH DEJAVNIKOV	19
3.4. DOLOČITEV TRŽNIH PRIČAKOVANJ O POSAMEZNI NALOŽBI	19
3.5. OBLIKOVANJE OPTIMALNE SESTAVE NALOŽB TER NJIHOVO AKTIVNO IN PASIVNO UPRAVLJANJE.....	20
3.5.1. PASIVNI NAČIN INVESTIRANJA	21
3.5.2. AKTIVNI NAČIN INVESTIRANJA.....	21
3.6. MERJENJE USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA NALOŽB IN NADZOROVANJE SESTAVA	22
4. UPRAVLJANJE Z DOLGOROČNIMI FINANČNIMI NALOŽBAMI V KAPITALSKI DRUŽBI D.D.....	23
4.1. VIRI TVEGANJA PRI DOLGOROČNIH FINANČNIH NALOŽBAH.....	24
4.2. PROBLEMI KAD PRI UPRAVLJANJU Z LASTNIŠKIMI NALOŽBAMI	26
4.2.1. OPTIMIZIRANJE ZAČETNE STRUKTURE PREMOŽENJA	27
4.3. NALOŽBENA POLITIKA IN UPRAVLJANJE Z LASTNIŠKIMI NALOŽBAMI PO OBDOBJIH	28
4.3.1. UPRAVLJANJE LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DELEŽEV V OBDOBJU 1997–2000	29
4.3.2. UPRAVLJANJE LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DELEŽEV V OBDOBJU 2001–2004	34
4.4. TRANSFERJI KAD ZAVODU ZA POKOJNINSKO IN INVALIDSKO ZAVAROVANJE	37
4.5. PRIHODNOST KAD.....	38
5. SKLEP	39
LITERATURA	41
VIRI	42
PRILOGA	

1. UVOD

Sestavni del prehoda iz plansko usmerjenega gospodarstva v tržno je bila odprava družbene lastnine. Zakonsko osnovo za proces odprave družbenega premoženja je v Sloveniji predstavljal Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP), ki je določal, da se je podjetje samo odločilo o načinu preoblikovanja podjetja. Najpogosteje so se podjetja odločila, da prenesejo 60% premoženja prek notranjega odkupa in interne razdelitve med notranje lastnike, ostalih 40% pa na sklade, določene z ZLPP. Od teh 40% premoženja je bila polovica prenesena na Sklad RS za razvoj (kasneje se je preimenoval v Slovensko razvojno družbo), z namero nadaljnjega prenosa delnic pooblaščenim investicijskim družbam, vsak po 10% pa sta kot ustanovni kapital pridobila Odškodninski in Kapitalski sklad, ki sta se kasneje preimenovala v Slovensko odškodninsko družbo (v nadaljevanju SOD) in Kapitalsko družbo pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d. (v nadaljevanju KAD).

KAD je bil ustanovljen kot pravna oseba na podlagi Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju z namenom zagotavljanja dodatnih sredstev za pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Ustanovitelj in edini lastnik KAD je Republika Slovenija. Zametki KAD segajo v leto 1992, ko je bil organiziran kot notranja organizacijska enota Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (ZPIZ). Leta 1996 je na podlagi sprememb omenjenega zakona postal samostojna pravna oseba, leta 1999 je začel upravljati Prvi pokojninski sklad, konec istega leta sta nastala še dva sklada – Sklad obveznega dodatnega zavarovanja in Kapitalski vzajemni pokojninski sklad. V letu 2004 je začel upravljati še Zaprti vzajemni pokojninski sklad javnih uslužbencev. KAD, ki danes upravlja z okoli 300 milijardami SIT premoženja, se je tako začel ukvarjati z dejavnostmi, ki ne gredo skupaj – upravljanje skladov in upravljanje premoženja, ki ga je pridobil v postopku privatizacije.

Namen diplomskega dela je prikazati proces upravljanja naložb na primeru osnovnega premoženja (zlasti lastniških naložb), ki jih je KAD pridobil v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij oz. privatizacije. V začetku je imel KAD lastniške deleže v 1598 družbah. Takšna razpršenost pa prav gotovo s strani ekonomičnosti poslovanja in varnosti naložb ni bila primerna. Zato bom poskušal opisati, kako je KAD že od samega začetka izboljševal strukturo svojega premoženja z namenom, da si ustvari čim bolj optimalen portfelj.

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh delov. V prvem delu je opisano, kako in s kakšnim namenom je KAD nastal in kako je pridobil osnovno premoženje. V nadaljevanju bom prikazal dejavnosti KAD in njegovo osnovno premoženje. Izpostavil bom vlogo KAD na trgu kapitala in poskušal nakazati smeri razvoja trga kapitala v Sloveniji. V zaključku prvega dela bom poskušal prikazati vlogo, ki jo ima KAD kot delničar, in kakšno je njegovo delovanje na področju soupravljanja naložb v podjetjih.

V drugem, bolj teoretičnem delu je opisan proces upravljanja naložb, ki je sestavljen iz šestih faz: določitev naložbenih ciljev in omejitev, izbor naložbene politike, določitev tržnih pričakovanj, določitev odločujočih makroekonomskih in specifičnih dejavnikov, oblikovanje

optimalne sestave naložb, kjer bom predstavil aktivno in pasivno upravljanje naložb, ter iz zadnje faze – merjenje uspešnosti upravljanja naložb in nadzorovanje sestave naložb.

V zadnjem, bolj praktičnem delu diplomskega dela se bom osredotočil na upravljanje z lastniškimi naložbami. Na začetku bom predstavil vire tveganja pri upravljanju ter opozoril na probleme pri upravljanju z lastniškimi naložbami. V nadaljevanju bom poskušal predstaviti, kako je KAD v obdobju 1997–2004 upravljal z lastniškimi naložbami in kakšna je bila pri tem njegova naložbena politika. V zaključku bom opozoril na to, da se KAD sooča s problemom prevelikih odlivov sredstev v pokojninsko blagajno in bom zato predlagal določene rešitve pri privatizaciji portfelja KAD.

2. PREDSTAVITEV KAPITALSKE DRUŽBE D.D.

Preko faze lastninskega preoblikovanja podjetij se je na novo oblikovala lastniška struktura slovenskih družb. Način lastninskega preoblikovanja je povzročil, da so po zaključku privatizacije lastniško strukturo družb sestavljali institucionalni investitorji in veliko število malih delničarjev, zato najprej obravnavam glavne značilnosti ZLLP (1992). V nadaljevanju poglavja bom na kratko prikazal, s kakšnim namenom je KAD nastal in katere so naloge njegovih organov – skupščine, nadzornega sveta in uprave. Sledila bo predstavitev dejavnosti KAD in osnovnega premoženja, ki izvira iz delnic, ki jih je KAD, po deset 10% delniškega kapitala, pridobil v lastninskem preoblikovanju družbenih podjetij. Izpostavil bom vlogo KAD na trgu kapitala in v zaključku poglavja poskušal predstaviti, kakšno je njegovo delovanje na področju soupravljanja podjetij.

2.1. ZAKON O LASTNINSKEM PREOBLIKOVANJU PODJETIJ IN NASTANEK KAPITALSKE DRUŽBE D.D.

Prvi pogoj za nastanek tržnega gospodarstva je preoblikovanje družbene lastnine v privatno, kar je zelo težak in dolgotrajen proces s številnimi zapleti glede načinov preoblikovanja. Največji problem prehoda je, kako spremeniti obstoječo lastninsko strukturo v strukturo, ki odgovarja tržnemu gospodarstvu. V prejšnjem sistemu je večina bogastva pripadala ljudstvu – formalno je torej privatizacija urejen in zakonit prenos lastnine od ljudstva (države, javnih institucij) na posamezne gospodarske subjekte, pravne in fizične osebe (Mencinger, 1995, str. 120-122). Zakonsko podlago za proces odprave družbenega premoženja je predstavljal ZLPP. Sprejetje ZLPP je pomenilo tudi končno vzpodbudo državi in dokončno pripravo in sprejetje dveh temeljnih zakonov s področja gospodarskega prava, in sicer Zakona o gospodarskih družbah in Zakona o javnih gospodarskih službah, ki predstavljata osnovni pravni okvir za delovanje zasebnopravnih in javnopravnih gospodarskih družb.

Poglavitni cilj ZLPP je bil preoblikovanje družbene lastnine v privatno in državno, kar pomeni olastniniti podjetja in porazdeliti družbeni kapital med vse subjekte družbe, v podjetjih pa vzpostaviti kapitalsko-upravljalno funkcijo, ki bo omogočala bolj učinkovito

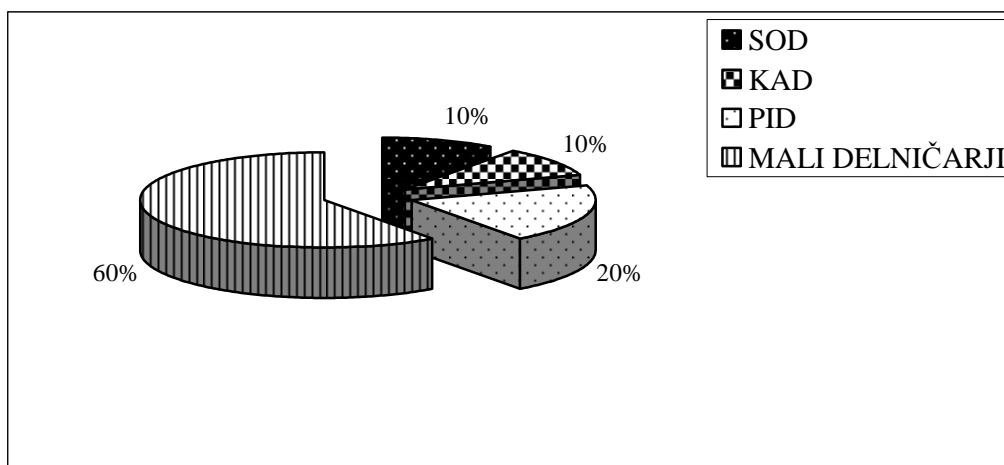
upravljanje s kapitalom podjetja. V ZLPP je bila predvidena tako odplačna kot brezplačna razdelitev družbenega kapitala državljanom Republike Slovenije ter zaposlenim v podjetjih v postopku privatizacije. Razdelitev družbenega kapitala naj bi po ZLPP potekala takole (ZLPP, 1992):

- 40% družbenega kapitala institucionalnim lastnikom, in sicer:
 - 20% je prejel Sklad za razvoj, in sicer z nalogo, da kapital naprej razdeli pooblaščenim investicijskim družbam;
 - 10% družbenega kapitala je dobil Odškodninski sklad, s katerim naj bi se pokrile finančne potrebe v denacionalizacijskih postopkih;
 - 10% se je prenesel na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja.
- brezplačni interni razdelitvi delnic privatiziranih podjetij je bilo v zameno za lastniške certifikate, ki jih je izdala Republika Slovenija vsem svojim državljanom, namenjeno 20% družbenega kapitala;
- preostalih 40% družbenega kapitala pa je bilo namenjenih odplačni privatizaciji na določen način oz. s kombinacijo le-teh (notranji odkup delnic, javni razpis z zbiranjem ponudb, javna prodaja delnic).

Podjetja so bila svobodna pri izbiri načinov privatizacije, upoštevati so morala le zahtevo prenosa 40% kapitala na institucionalne lastnike. Nadzor nad lastninskim preoblikovanjem podjetij ter izdajanje soglasij za programe privatizacije je v imenu države opravljala Agencija za privatizacijo (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 46-49).

Slika 1 prikazuje lastniško strukturo podjetij po ZLPP oz. kolikšen delež družbenega kapitala so morala podjetja po ZLPP prenesti na institucionalne investitorje (KAD, SOD in PID) in male delničarje.

Slika 1: Lastniška struktura podjetij po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij



Vir: ZLPP, 1992.

ZLPP je obravnaval 7 načinov lastninskega preoblikovanja podjetij (ZLLP, 1992, 18. člen):

1. **Prenos navadnih delnic na sklade:** Najpogostejši način preoblikovanja podjetij je bil obvezen prenos 40% deleža družbenega kapitala na sklade, določene z ZLPP. Ostalih 60% družbenega kapitala pa se je preko interne razdelitve in notranjega odkupa razdelil med notranje lastnike. Podjetje je za družbeni kapital izdalo navadne delnice. Z delnicami se je preneslo 40% družbenega kapitala na sklade: 10% družbenega kapitala se je preneslo na Kapitalski sklad, 10% na Odškodninski sklad, 20% pa se je preneslo na Sklad za razvoj (kasneje se je preimenoval V Slovensko razvojno družbo), z namero nadaljnjega prenosa delnic pooblaščenim investicijskim družbam. Ta način naj bi bil tudi edini obvezni način preoblikovanja.
2. **Interna razdelitev delnic:** Interna razdelitev delnic je bil drugi možni način preoblikovanja podjetja, ki se je uporabljal v kombinaciji s prenosom delnic na sklade. S tem načinom se je razdelilo 20% družbenega kapitala (ZLPP, 1992, 23. in 24. člen). Upravičenci interne razdelitve so bili zaposleni, bivši zaposleni in upokojenci. Interna razdelitev delnic je bila torej zamenjava certifikatov (predstavljali so odškodnino za preteklo delo) za delnice. Če količina zbranih certifikatov ni dosegla 20% deleža, so se v zbiranje kvote certifikatov lahko vključili tudi ožji družinski člani upravičencev. Če so zbrani certifikati presegle kvoto 20%, pa se je ta presežek porabil za notranji odkup (Bohinc, 1992, str. 59).
3. **Notranji odkup delnic:** Podjetje je najprej izvršilo obvezen prenos delnic na sklade in interno razdelitev. Na ta način mu je za notranji odkup ostalo 40% družbenega kapitala. Le-tega so imeli možnost odkupiti zaposleni, bivši zaposleni, upokojenci. Odkupili so ga lahko s 50% popustom in možnostjo obročnega odplačevanja. Če se je podjetje odločilo za notranji odkup, je moralo vrednost deleža podjetja odkupiti v petih letih. Pri tem je moralo petino vrednosti plačati takoj, ostalo pa prenesti na Slovensko razvojno družbo. Ta način je bil zelo uporaben tudi zaradi tega, ker so zaposleni hitro pridobivali nadzor in samostojno odločali o delitvi dobička. Delnice, ki so jih upravičenci dobili, so bile navadne, z nekaj posebnostmi pri prenosu (Bohinc, 1992, str. 62). Podjetja, ki so opravila interno razdelitev in notranji odkup s potrdili o premalo izplačanih plačah, pa so morala na pokojninski sklad prenesti del delnic, ki je bil sorazmeren neplačanim prispevkom za socialno in pokojninsko zavarovanje.
4. **Prodaja delnic podjetja** na podlagi javnega razpisa z zbiranjem ponudb, z javno prodajo delnic ali s prodajo na javni dražbi: Pri tem načinu se je podjetje obrnilo k zunanjim lastnikom. Če se je podjetje odločilo za ta način, je po navadi potrebovalo močnega zunanjega partnerja.
5. **Prodaja vseh sredstev podjetja:** Prodaja vseh sredstev je bila smiselna, če nihče ni imel interesa za nadaljnje poslovanje, velikost ob prodaji pa je zadostovala za poravnavo do tretjih oseb. Ta način je bil tudi nekakšna alternativa likvidaciji.

6. **Preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala (dokapitalizacija):** Ta način preoblikovanja je bilo potrebno kombinirati z drugimi načini preoblikovanja – poleg kapitala, ki ima znanega lastnika, je bilo potrebno olastniti še obstoječi družbeni kapital. Načeloma se lastniška razmerja v primeru dokapitalizacije določajo z razmerjem med vrednostjo obstoječega lastniškega kapitala in vrednostjo na novo, dodatno vloženega kapitala. Pri normalno poslujočih podjetjih je to povsem sprejemljivo in tudi v praksi razvitih držav se cene novoizdanih delnic v že obstoječih podjetjih oblikujejo na ta način. To je edini način, pri katerem kupnina ostane v podjetju. Dokapitalizacija omogoča uresničevanje novih finančnih in poslovnih ciljev.
7. **Prenos delnic na Sklad RS za razvoj** (kasneje se je preimenoval v Slovensko razvojno družbo): To obliko so uporabljali v primeru, ko so se na sklad prenesli ostanki delnic, ki jih ni bilo mogoče drugače lastniti, ter pri celotnih podržavljenih podjetjih, kjer je Sklad določal način njihove privatizacije (Bohinjc, 1992, str. 60-62).

Šele šest let po sprejemu ZLPP se je proces privatizacije družbene lastnine zaključil, čeprav to ne pomeni, da so bili v tem času realizirani vsi elementi privatizacije. Dokončno pa je bila sprejetjem oz. z uveljavitvijo Zakona o zaključku lastninjenja iz bilanc podjetij odpravljena družbena lastnina. Privatizacija družbenega premoženja je bila torej s sprejetjem zakona o zaključku lastninjenja končana v smislu prenehanja obstoja družbenih podjetij. Tudi potem, ko bo privatizacija v celoti zaključena, bo potrebno še nekaj časa za oblikovanje "pravih" lastnikov. To obdobje bo spremljal intenziven razvoj in vključevanje institucionalnih lastnikov v upravljanje podjetij (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 50).

Rdeča nit težav z lastništvom v Sloveniji je pomanjkanje strateških in verjetno še bolj ključnih lastnikov, ki imajo večje, ne pa večinske deleže v podjetjih. Naši ključni lastniki so KAD, SOD in finančne institucije, ki nimajo prave motivacije za razvoj podjetij – zanima jih le nadzor oz. kratkoročna finančna uspešnost, nimajo sredstev in znanja, da bi kaj več naredili, niti ni to njihova funkcija. V Sloveniji je, kljub načeloma privatiziranemu gospodarstvu, vloga države v gospodarstvu prek njenih paradržavnih skladov (SOD in KAD) zelo močna. Ta dva sklada v povezavi z največjo, še vedno državno, zavarovalnico Triglav, v najbolj propulzivnih podjetjih obvladujeta tudi po tretjinske ali večje lastniške deleže, kar jima ob razpršenem preostalem lastništvu daje kontrolno moč in možnost vplivanja na poslovanje podjetij in njihove strateške odločitve. Gre za inherentno nezdrav odnos, ki vsakokratni politiki omogoča neposredni nadzor in možnost političnega manipuliranja v večini velikih slovenskih podjetij. Medtem ko bo SOD odmrll po naravni poti, je treba vlogo KAD spremeniti. Sprememba njegove vloge naj bo postopna (denimo v petih letih), da ne bo pretresa na borzi in v poslovanju podjetij v KAD portfelju. Pomembno je namreč, da se s transformacijo KAD država dokončno umakne tudi iz privatiziranega dela gospodarstva in s tem omogoči povečanje njegove učinkovitosti (Polanec, Damijan, Rojec, 2004, str. 8).

Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d. je bil pravna oseba, ki je bil ustanovljen z namenom ustvarjati dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Materialno-pravno podlago za oblikovanje premoženjske bilance sklada je predstavljala privatizacijska zakonodaja.

Kapitalski sklad, katerega edini ustanovitelj in delničar je bila Republika Slovenija, je posloval kot delniška družba s pravicami, obveznostmi in odgovornostmi, določenimi z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju in Zakonom o gospodarskih družbah ter s statutom, ki ga je prvič sprejela skupščina sklada dne 26. 10. 1996. Z zakonom o javnih skladih¹ je bil sklad v letu 2000 preimenovan v **Kapitalsko družbo pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d., Ljubljana** (v nadaljevanju **KAD**), katere edini ustanovitelj in lastnik je Republika Slovenija.

KAD, SOD ter PID so imeli kot kapitalski skladi podoben interes. To je ustvarjanje dobička iz lastniških deležev v podjetjih. Kapitalski skladi lahko ustvarjajo dobiček le v denarnem toku. Z drugimi besedami to pomeni, da ustvarjajo dobiček na podlagi izplačane dividende in z realizacijo razlike med nakupno in prodajno ceno delnic (tj. s prodajo delnice ali deleža). Pri tem pa skladu podjetje, ki ne izplačuje dividend, ustvarja le potencialni in ne dejanski dobiček. Če delnice podjetja kotirajo na borzi ali katerem drugem trgu, se zadržani dobiček odrazi v dvigu cene delnice. Šele s prodajo te delnice pa sklad realizira kapitalski dobiček od svoje naložbe v podjetju. In prav razumevanje in upoštevanje teh dejstev je bistveno in kot tako temeljno vodilo vsem investicijskim skladom (Filipič, 1996, str. 29).

Ker je KAD 100% v državni lasti, ga nadzira računsko sodišče. KAD posluje na podlagi statuta družbe, ki ga sprejme skupščina s soglasjem Vlade Republike Slovenije ter v skladu s sprejeto poslovno strategijo in politiko družbe.

Skupščina KAD je na svoji 27. seji sprejela nov statut družbe, h kateremu je dne 30. 9. 2004 podala soglasje Vlada Republike Slovenije, tako da se statut odslej glasi: STATUT Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d. Organi KAD so skupščina, nadzorni svet in uprava družbe.

Skupščino KAD, ki ima petnajst članov, imenuje Vlada Republike Slovenije tako, da je med vsemi člani ena tretjina predstavnikov upokojencev in delovnih invalidov, ena tretjina predstavnikov delodajalcev in zavarovancev ter ena tretjina predstavnikov Vlade Republike Slovenije. Mandat članov skupščine traja štiri leta in so lahko ponovno imenovani. Skupščino sklicuje predsednik skupščine samostojno in jo skliče tudi v primeru, če sklic predlagajo nadzorni svet, uprava ali tretjina članov skupščine. Skupščina sklepa o temeljnih zadevah KAD, zlasti pa (Statut Kapitalske družbe, 2004):

- sprejema statut KAD in njegove spremembe,
- sprejema dolgoročni načrt razvoja,

¹ Uradni list RS, št. 22/00.

- sprejema finančni načrt in letno poročilo na predlog uprave in na podlagi mnenja nadzornega sveta,
- odloča o uporabi bilančnega dobička na predlog uprave in nadzornega sveta,
- imenuje in razrešuje upravo in revizorja KAD,
- odloča o ukrepih za povečanje ali zmanjšanje osnovnega kapitala, če statut ali zakon ne določa drugače,
- odloča o prenehanju KAD in statusnih spremembah,
- podeljuje prokuro,
- odloča o drugih zadevah v skladu z zakonom in statutom.

Nadzorni svet KAD ima devet članov in ga imenuje Vlada Republike Slovenije. Mandat članov nadzornega sveta traja štiri leta in so lahko ponovno imenovani. Član nadzornega sveta ne more biti: član uprave in skupščine KAD, član nadzornega sveta že v petih družbah, prokurist ali poslovni pooblaščenec KAD in delavec ali član organov upravljanja konkurenčne družbe. Nadzorni svet nadzira zakonitost dela in finančno poslovanje KAD, pri čemer zlasti (Statut Kapitalske družbe, 2004):

- nadzoruje vodenje poslov KAD,
- pregleduje in daje mnenje o finančnem načrtu, načrtu dolgoročnega razvoja KAD in o letnem poročilu KAD,
- daje mnenje o povečanju ali zmanjšanju osnovnega kapitala,
- vodi, spremlja in koordinira aktivnosti v zvezi z imenovanjem in razrešitvijo uprave KAD,
- sklepa pogodbo o zaposlitvi s člani uprave KAD,
- hkrati pa ima druge pristojnosti v skladu z zakonom in statutom.

Poslovni organ KAD je uprava, ki ima tri člane. Člane uprave na podlagi javnega razpisa imenuje skupščina. Od članov uprave se en član imenuje za predsednika uprave. Mandat članov uprave traja pet let in so lahko ponovno imenovani, lahko pa se jih predčasno tudi razreši. Uprava organizira in vodi delo ter je pristojna in odgovorna za sprejem in izvrševanje vseh odločitev, ki so določene z zakonom, kot tudi tistih, za katere po zakonu ali statutu niso pristojni drugi organi KAD. Uprava je odgovorna tudi za zakonitost poslovanja KAD. Za svoje delo je neposredno odgovorna skupščini, pri čemer mora pri vodenju poslov ravnati s strokovno skrbnostjo dobrega gospodarstvenika, varovati mora poslovne skrivnosti KAD in spoštovati klavzulo o prepovedi konkurence (Statut Kapitalske družbe, 2004).

2.2. DEJAVNOSTI IN OSNOVNO PREMOŽENJE KAD

KAD je bil ustanovljen z namenom ustvarjati dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje z upravljanjem lastnega premoženja. Temeljno poslanstvo KAD je gospodarjenje s premoženjem, prejetim v postopku lastninjenja nekoč družbenega podjetja.² Dejavnosti KAD so naslednje (Modro jabolko, 2004, str. 8):

- upravljanje in razpolaganje z vrednostnimi papirji³ in drugimi sredstvi, pridobljenimi v postopku lastninskega preoblikovanja podjetij;
- upravljanje Sklada obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja (SODPZ), ki deluje pod nadzorom Ministrstva za delo, družino in socialne zadeve;
- upravljanje s Prvim pokojninskim skladom (PPS) Republike Slovenije, katerega pravilnost poslovanja je pod nadzorom računskega sodišča;
- upravljanje Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada (KVPS), katere delovanje nadzira Agencija za trg vrednostnih papirjev in
- upravljanje Zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada za javne uslužbence (ZVPSJU), ki ga KAD upravlja v svojem imenu in za račun članov.

Kapitalska družba upravlja vzajemne pokojninske sklade in hkrati osnovno premoženje, kar prikazuje Slika 2. Pri upravljanju osnovnega premoženja (lastniških naložb) sledi KAD portfeljskemu pristopu upravljanja in izvaja koncentracijo lastniških naložb s prodajo družb, pridobljenih v procesu privatizacije. Obe dejavnosti se medsebojno dopolnjujeta (Modro jabolko, 2004, str. 6).

V svoje pokojninske sklade ima KAD vključeno največje število zavarovancev, saj je najpomembnejši in največji izvajalec dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji. Upravlja z več kot 300 milijardami SIT sredstev, od tega z 250 milijardami lastnih sredstev ter 74 milijardami sredstev v lasti zavarovancev. Zaposleni na KAD so visoko usposobljeni in motivirani, dve tretjini imata vsaj visokošolsko izobrazbo, petina pa magistrsko. Med njegove največje primerjalne prednosti gotovo sodi učinkovit, varen in tehnološko sodoben informacijski sistem za upravljanje vzajemnih pokojninskih skladov, preverjen pri pooblaščenem revizorju informacijskega sistema. Pomembne izkušnje pridobiva tudi pri naložbah v tujini, saj mu upravljanje premoženja na tujih finančnih trgih že dolgo ni več neznanka.

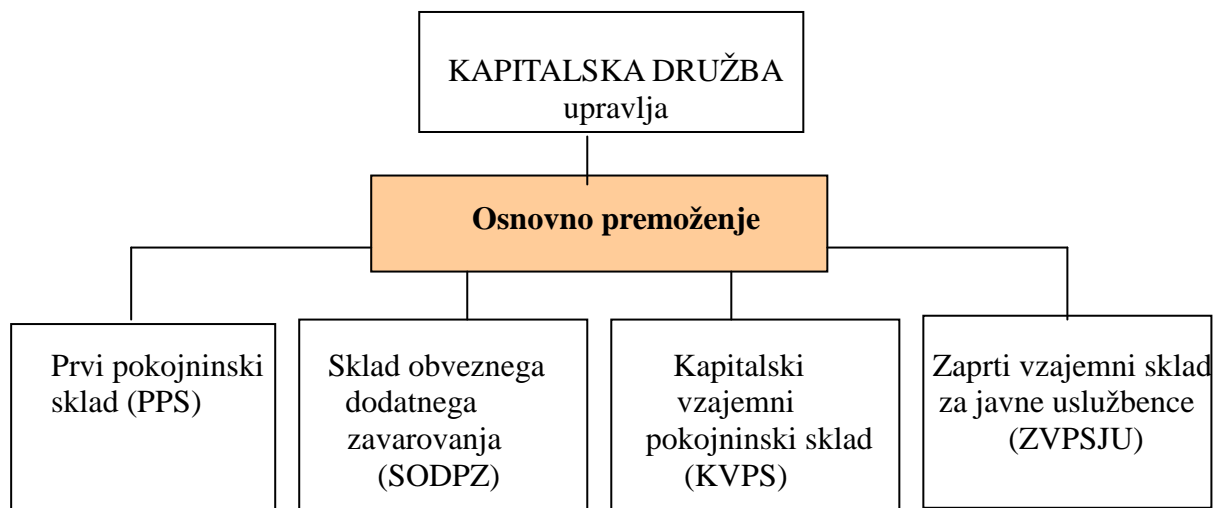
Rezultati poslovanja, ki jih dosega KAD, sledijo trem temeljnim usmeritvam pri upravljanju lastnih sredstev in sredstev zavarovancev, tj. doseganju čim višjih donosov ob hkratni

² Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93, 32/94 in 1/96), Zakon o zaključku lastninjenja in privatizacije pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/98, 72/98, 12/99, 16/99/12/01, 79/01), Zakon o lastninskem preoblikovanju pravnih oseb z družbenim kapitalom, ki prirejajo posebne igre na srečo in strukturi kapitala pravnih oseb, ki opravljajo dejavnost prirejanja posebnih iger na srečo (Uradni list RS, št. 40/97).

³ Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 32/98, 37/98, 84/98, 6/99, 54/99, 45/01, 59/01), Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99, 31/00), Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/00, 31/00, 91/00, 12/01) in Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/97, 56/99).

zadostni varnosti naložbenih sredstev in stroškovno učinkovitem poslovanju. Z upravljanjem osnovnega premoženja in premoženja štirih pokojninskih skladov (KVPS, SODPZ, PPS in ZVPSJU). KAD lahko izkorišča sinergijske učinke upravljanja, kar pomeni nižje stroške in večjo učinkovitost pri upravljanju (Modro jabolko, 2004, str. 15).

Slika 2: Dejavnosti KAD



Vir: Modro jabolko, 2004, str. 15.

Po določilu 246. člena Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZPIZ-B) sestavljajo osnovno premoženje KAD delnice, deleži in kupnine iz prodaj podjetij na podlagi predpisov o lastninskem preoblikovanju podjetij, del kapitala v višini neplačanih davkov in prispevkov podjetij v primeru izdaje t.i. zadolžnic za manj izplačane plače v postopkih lastninskega preoblikovanja podjetij in premoženje, vrnjeno v skladu s predpisi o denacionalizaciji.

Po ZLPP je pripadalo Kapitalskemu skladu 10% navadnih delnic, ki jih je podjetje izdalo za družbeni kapital. Na podlagi Zakona o ureditvi obračunavanja in plačevanja določenih davkov in prispevkov v postopkih lastninskega preoblikovanja podjetij so pripadali Kapitalskemu skladu obračunani davki in prispevki od tega dela plač v obliki delnic takih podjetij (Rupnik, 1995, str. 59). Za vrednost delnic se je zmanjšala vrednost družbenega kapitala, ki ga je podjetje po programu lastninskega preoblikovanja namenilo za interno razdelitev delnic ali notranji odkup. Ker je bilo torej za vsako neto potrdilo, ki ga je delavec v podjetju prejel in uporabil v interni razdelitvi oz. v notranjem odkupu, nujno prenesti delnice v višini še neplačanih davkov in prispevkov na Kapitalski sklad, je postal le-ta v praksi več kot 10% lastnik premoženja podjetja.

ZBIZ-B je prinesel spremembe tudi na področju denacionalizacije. V skladu s 247. členom ZPIZ-A je bil Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje ter s tem posredno tudi Kapitalski sklad kot denacionalizacijski upravičenec upravičen do odškodnine, če vrnitev premoženja ni bila možna iz razlogov v skladu z 19. členom Zakona o denacionalizaciji, za katero je bil zavezanec SOD. ZBIZ-B je določal, da v primeru, če vrnitev premoženja ni bila možna iz razlogov določenih v Zakonu o denacionalizaciji, se je lahko odškodnina določila v

obliki lastniškega deleža v pravni osebi, ki je razpolagala s tem premoženjem, ki je bil predmet denacionalizacije. O vračanju nepremičnin odloča na prvi stopnji republiški upravni organ, ki je pristojen za varstvo okolja in urejanje prostora. O vračanju premičnih stvari pa odloča republiški upravni organ, ki je pristojen za delo.

2.3. KAD NA TRGU KAPITALA

KAD nastopa na trgu vrednostnih papirjev kot zelo pomemben subjekt. Njegove aktivnosti potekajo tako na organiziranem kot tudi na neorganiziranem borznem trgu, kjer si KAD s kupovanjem in prodajanjem delnic poizkuša izboljšati svoj portfelj in ga optimizirati do take mere, da prinaša kar najvišjo donosnost. V procesu privatizacije je KAD pridobil veliko število deležev in delnic v podjetjih, v katerih se je pokazalo, da ne bodo ravno donosna, ter zato ne bodo predstavljala strateške naložbe. Zato je že od samega začetka "čistil" svoj portfelj z namenom, da bi si ustvaril fleksibilen portfelj, ki bo prinašal zelene donose. To je počel tako, da se je iz podpovrečno uspešnih družb umikal s prodajami za gotovino in zamenjavami in povečeval naložbe v nadpovprečno uspešnih družbah, v katerih se je pričakovalo, da bodo dolgoročno prinašale dividende in/ali kapitalske dobičke. Dolgoročni cilj KAD je namreč skoncentrirati premoženje v 150 nadpovprečno kvalitetnih naložbah.

Pogoji na trgu kapitala so se v zadnjih letih precej zaostriili, saj so se nadaljevali nekateri, v preteklosti začetni, procesi, ki resno postavljajo pod vprašaj portfeljsko opredeljeno naložbeno politiko KAD (Interno gradivo KAD, 2003):

- Pidi so se lastniško in vsebinsko preoblikovali in jasno opredelili svoje naložbene profile. Večina družb je sprejela politiko koncentracije in aktivnega obvladovanja svojih naložb.
- Izpeljanih je bilo nekaj prevzemov, ki so sicer pripomogli k dvigu tečajev vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi, a so dolgoročno ogrozili likvidnost in globino slovenskega kapitalskega trga. Ti prevzemi so se, žal, mnogokrat odvijali tudi prikrito.
- Začele so delovati sheme prostovoljnega pokojninskega zavarovanja. Zaradi zakonsko opredeljenega zjamčenega donosa denarni prilivi niso aktivneje posegli na delniški trg, ampak so bili večinoma investirani v obveznice in depozite.
- Slovenske delniške družbe so se zelo redko odločale za financiranje svojih projektov z izdajo vrednostnih papirjev, raje so nadaljevale zgodovinsko prakso financiranja prek bank.
- SOD je moral zaradi pokrivanja svojih obveznosti intenzivneje izstopati iz lastništva gospodarskih družb. Kljub dobremu sodelovanju s SOD v prihodnje ne bo mogoče vedno računati na dolgoročna zavezništva.

Zaradi teh trendov na trgu kapitala lahko pričakujemo, da bo moral KAD resno razmisliti o svoji portfeljski usmeritvi na domačem trgu in alternativno večji obseg naložb plasirati na tujih trgih (Interno gradivo KAD, 2003). Za razvoj slovenskega trga kapitala bo to posledično pomenilo, da bodo na splošno vse več trgovali s tujimi vrednostnimi papirji, povečalo se bo

število tujih vlaganj v Slovenijo, intenzivnejše bo investiranje v tuje lastniške vrednostne papirje. V prihodnosti pa bodo potrebne predvsem naslednje spremembe (Bakšič, 2001, str. 8-9):

- Ureditev sistemskih nesorazmerij: Privatizacija državnega premoženja dokonča razrešitev problema privatizacijske luknje, ureditev vseh odnosov s celotno bivšo Jugoslavijo in enaka obdavčitev različnih oblik finančnega premoženja.
- Pokojninska reforma: S sprejeto pokojninsko reformo so se pojavili pokojninski skladi kot pomemben dejavnik za razvoj trga kapitala. Izkušnje razvitih kapitalskih trgov kažejo, da pokojninski skladi pozitivno vplivajo na razmere na trgu.
- Prihod tujih portfeljskih naložbenikov: Banka Slovenije je z odločitvijo, da s 1. 7. 2001 odpravi omejitve v tuja vlaganja, ki so bile postavljene prek skrbniških računov, že storila prvi korak v tej smeri. Odprava teh omejitev je posledično pripomogla tudi k temu, da je KAD v letu 2001 pričel z investiranjem v tuje lastniške vrednostne papirje.
- Ustreznejše obnašanje podjetij do lastniškega kapitala in delničarjev: Slovenska podjetja bodo morala v odnosu do svojih lastnikov postati bolj primerljiva (cena lastniškega kapitala, odnosi nadzorni svet–uprava ...) s podjetji iz gospodarsko in finančno bolj razvitih držav.

2.4. KAD KOT DELNIČAR

Odprava družbene lastnine podjetij pomeni odpravo razmer, ko nima nihče (nobena pravna ali fizična oseba) terjatev do podjetij v višini tistega dela pasive ali desne strani premoženjske bilance podjetij, kjer ne gre za dolgove do bank in drugih upnikov. Nihče ni dolžnik nedolžniškega kapitala podjetij. S tem, ko ni nihče lastnik nedolžniškega kapitala podjetij, je ustvarjena praznina, ki se mora napolniti. Napolni se z družbo in od tod izraz družbena lastnina. Odprava teh razmer, to je družbene lastnine, pomeni uvedbo lastnine (brez prilastka) – to je lahko zasebna (privatna) ali državna lastnina (Ribnikar, 1998, str. 60).

Veliko število slovenskih podjetij je v procesu lastninskega preoblikovanja izbralo takšno inačico preoblikovanja, po kateri so postali zaposleni v podjetju večinski lastniki v teh podjetjih. Predvsem je to veljalo za podjetja, ki so bila vezana na določena območja. Zakon jim je omogočil, da so odkupili 60% podjetja. Večinski notranji lastniki so potem na podlagi večinskega lastniškega deleža odločali o pomembnejših stvareh, med katerimi je izstopalo izplačilo dividend. Notranji lastniki so nastopili proti izplačilu dividend. Le-teh niso uporabljali samo za izboljšanje poslovanja podjetja, kar bi bilo tudi v skladu z željami zunanjih lastnikov, temveč za potrebe notranjega odkupa, večjih plač zaposlenih in različnih ugodnosti zaposlenih (Mramor, 1995, str. 20-23).

Zunanji lastniki, med katerimi je bil tudi KAD, so se lahko hitro znašli v vlogi manjšinjskih delničarjev. Posledica tega je bila, da so se institucionalni delničarji med seboj pričeli povezovati, sklepati koalicijske povezave, z namenom zaščititi svoje skupne interese. Ta zaščita se je nanašala na zaščito nadzornih pravic, ki jih je vodstvo želelo uvesti s

spremembami statuta ali kako drugače (delniški sporazumi, ki postavljajo management v prioritetni položaj).

Zaradi načina privatizacije je lastništvo nad podjetji v Sloveniji še vedno precej razpršeno, kar predstavlja določeno slabost v smislu nadzora podjetij. Poleg tega precej lastnikov ne kaže prav velikega zanimanja, kaj se dogaja z njihovimi delnicami in poslovanjem "njihovih" podjetij, kar omogoča ostalim interesnim skupinam precej večji vpliv na poslovanje podjetij. Gre predvsem za zaposlene, katerih glavni cilj je povečanje plač in ostalih prejemkov ter uprav podjetij, ki zasledujejo lastne cilje. Z večjim koncentriranjem lastništva bo nadzor in s tem vpliv na upravljanje precej večji, kar bo pripomoglo k večji poslovni učinkovitosti in dobičkonosnosti podjetij (Bužan, 2001, str. 32).

KAD se je kot delničar pri vključevanju v gospodarske družbe srečeval z vrsto težav. V podjetjih, ki so se lastninsko preoblikovala, so njihovi organi vse pomembne odločitve (način preoblikovanja, oblikovanje statuta ipd.) pripravili pred njihovim preoblikovanjem. To dejstvo pa poleg tega, da je večina družb preoblikovanih tako, da imajo zaposleni 60% lastniški delež, pomeni, da so institucionalni lastniki le stežka uveljavili svoje predloge na ustanovnih skupščinah. V nadzorne svete podjetij so bili na prvi skupščini imenovani isti člani, ki so bili v začasem nadzornem svetu in so nato sami potrdili "staro" upravo. Tako v večini primerov sestava nadzornega sveta ni odražala lastniške strukture. Po navadi so si institucionalni lastniki komaj izborili pravico za imenovanje enega skupnega kandidata za članstvo v nadzornem svetu, ki pa nato velikokrat ni bil izvoljen.

Ker nerazvitost trga vrednostnih papirjev v Sloveniji omejuje njihovo prenosljivost, to od delničarjev, še zlasti pa od privatizacijskih skladov, zahteva aktivno delovanje na področju soupravljanja njihovih naložb v podjetjih. KAD preko skupščine delničarjev voli v nadzorne svete svoje predstavnike, in to predvsem v tiste, kjer imajo relativno velik delež, ter tiste, ki želijo imeti nadzorni svet s pretežno zunanji člani. KAD se preko svojih predstavnikov v nadzornih svetih seznanja s problemi poslovanja družbe. Njihov cilj je namreč, da se čimbolj celovito seznanijo s poslovanjem družb in da so njihovi osebni interesi usklajeni z interesi KAD in družb, v organih katerih zastopajo interese KAD (Interno gradivo KAD, 2002).

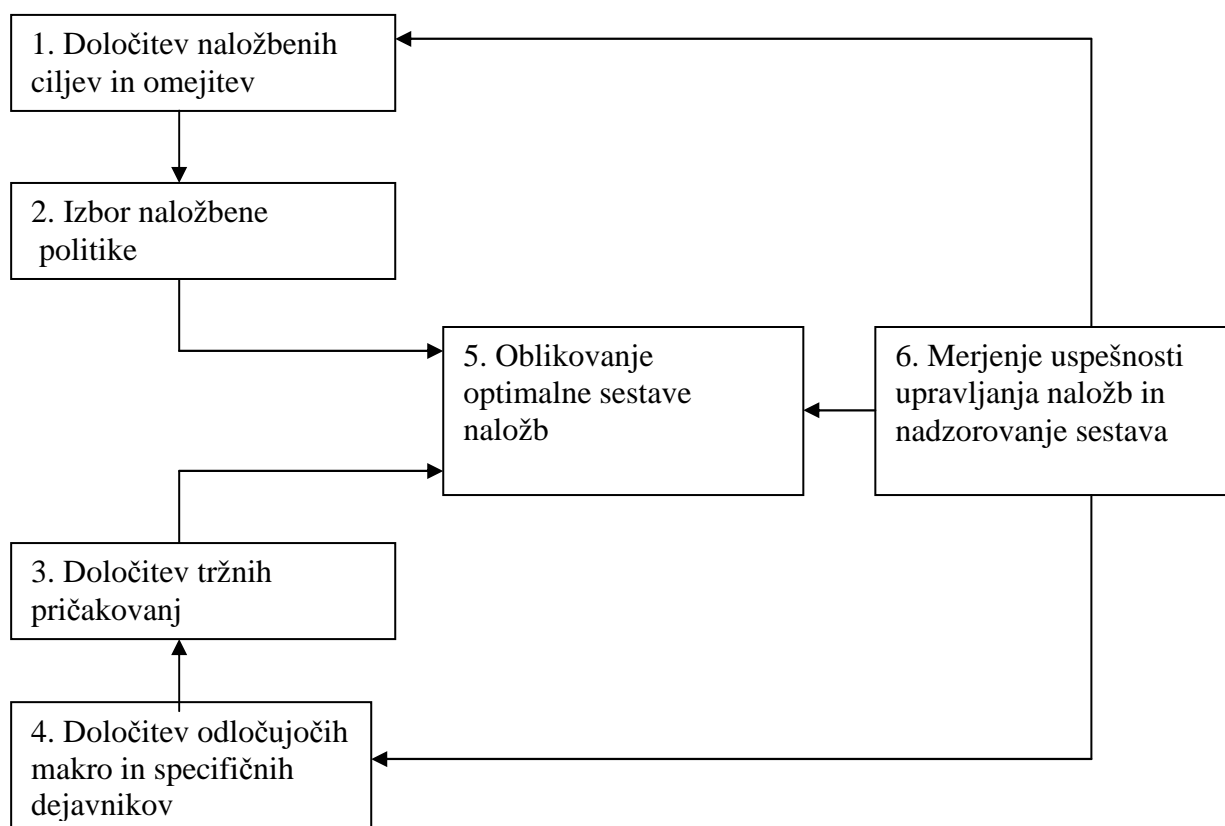
Jasno pa je, da ima KAD kot pomembni lastnik v večjih podjetjih možnost odločilno vplivati na kadrovska vprašanja v teh podjetjih, in to formalno prek nadzornih svetov, ki jih (so)oblikuje, neformalno pa tudi prek drugih poti, ki se velikim lastnikom vedno odpirajo. KAD v imenu države odloča tudi o kapitalskem povezovanju gospodarskih družb, ker svoje delnice prodaja ali pa tudi ne prodaja in oblikuje svoj portfelj tako, da je močen zlasti v tistih družbah, kjer je to v interesu vlade. Dejstvo pa je, da pri upravljanju portfeljev in podjetij večkrat vzniknejo konflikti, ki izhajajo iz prepletenosti deležnikov. Zdi se, da je tovrstne težave mogoče najlažje reševati v sodelovanju s preostalimi lastniki in predvsem s poslovodstvi podjetij.

3. PROCES UPRAVLJANJA NALOŽB

Proces upravljanja naložb moramo razumeti kot dinamičen proces, ki skupaj s povratnimi informacijami tvori zaključen sistem. Proces upravljanja naložb, ki ga bom predstavil v tem poglavju, je v praksi primeren predvsem za profesionalne upravljalce premoženja, kamor štejemo tudi KAD, in za večino finančnih institucij, ki se ukvarjajo z investicijsko dejavnostjo.

Za institucijo, kot je KAD, se proces upravljanja naložb začne z opredelitvijo naložbenega cilja, definiranjem omejitev in s postavitvijo naložbene politike. Na osnovi načrtane politike profesionalni upravljalci premoženja izberejo primerno naložbeno politiko. To ponavadi vključuje način izbora optimalne kombinacije naložb. Pri tem je potrebno upoštevati tržna pričakovanja o lastnosti posameznih naložb, ki jih oblikujejo na podlagi odločujočih makroekonomskih in specifičnih dejavnikov. Proces upravljanja naložb postane zaključena zanka, če menedžerji z nadziranjem razmer na trgu in nadzorovanjem sestave naložb ugotovijo potrebo po preureditvi naložb. Proces upravljanja naložb lahko prikažemo tako, kot kaže Slika 3.

Slika 3: Proces upravljanja naložb



Vir: Maginn, Tuttle, 1990, str. 1-4.

3.1. DOLOČITEV NALOŽBENIH CILJEV IN OMEJITEV

Prvi korak procesa upravljanja lastniških naložb v KAD kot delniški družbi je maksimiranje premoženja lastnikov, torej tržne vrednosti lastniškega kapitala. Naložbeni cilj je torej tak kot v drugih finančnih institucijah in podjetjih (Mramor, 1995a, 2-5). Cilji portfelja so osredotočeni na **povračilo tveganja** med pričakovanim dobičkom (glej *donosnost* v prvem stolpcu v Tabeli 1) in stopnjo tveganja (*odnos do tveganja*). Profesionalni upravljalci premoženja se morajo zavedati sprejemljive stopnje tveganja v pričakovanju po višji stopnji donosa.

Z naložbenimi cilji so identificirani rezultati upravljanja s portfeljem, ki jih profesionalni upravljalci ocenjuje kot uspešne. Izvajanje naložbene politike je olajšano, če naložbeni cilji zadostijo naslednjim kriterijem (Fabozzi, 1997, str. 21-22):

- so jasno določeni in izmerljivi,
- so skladni s poslanstvom podjetja,
- odražajo upraviteljev odnos do tveganja.

Pri oblikovanju naložbene politike imajo naložbeni cilji tako prospektivno kot tudi retrospektivno funkcijo. V začetni fazi služijo kot okvir za določitev strukture premoženja in izbiro naložbenih menedžerjev. Če je cilj nalaganja doseganje pozitivne realne stopnje donosa, bo to zahtevalo strukturo premoženja s precejšnjim deležem lastniških vrednostnih papirjev.

Če predpostavimo, da so vse obveznosti KAD do virov sredstev pri oblikovanju naložbene politike poznane in nespremenljive, je naložbeni cilj maksimizacije tržne vrednosti lastniškega kapitala enakovreden cilju maksimizacije tržne vrednosti sredstev. Med sredstvi, ki jih ima KAD v aktivni bilanci stanja, pa so poleg naložb tudi sredstva, ki jih KAD investira zato, da lahko posluje. Zato postane naložbeni cilj maksimizacije tržne vrednosti lastniškega kapitala pravzaprav enakovreden maksimizaciji tržne vrednosti naložb (Čok, 1997, str. 15).

Tabela 1: Določanja politik portfelja

Cilji	Omejitve	Politike
Donosnost Odnos oz. nagnjenost do tveganja	Likvidnost Horizont Predpisi Davki Posebne potrebe	Razporeditev sredstev Diverzifikacija Uravnavanje tveganja Uravnavanje davkov Ustvarjanje prihodkov

Vir: Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 811.

Pri oblikovanju naložbene politike je potrebno poleg naložbenih ciljev poznati tudi omejitve. Omejitve so posledica specifičnih okoliščin in identifikacija le-teh vpliva na izbor naložbene politike. Glavne omejitve, s katerimi se sooča KAD, so: likvidnost, načrtovano obdobje

investiranja, zakonodaja, davki in posebne zahteve posameznega investitorja (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 816-817).

Likvidnost je zmožnost prodaje ali nakupa naložbe kadar želimo, ne da bi pri tem plačali previsoke stroške ali s prodajo močno znižali ceno (oz. jo z nakupom zvišali) ob predpostavki, da na trgu ni novih informacij. Pod pojmom likvidnost torej razumemo čas in strošek, potreben za unovčenje ali pridobitev naložbe (Lončarski, 2002, str. 52). To načelo predstavlja na slovenskem trgu velik problem, zlasti v primeru velikih investitorjev, kar KAD je.

Načrtovano obdobje investiranja pomembno vpliva na izbiro naložb v premoženju predvsem z vidika ročnosti teh naložb. Gre za dolžino obdobja, za katerega je investitor pripravljen naložiti svoja sredstva, kar pomembno vpliva na pravilno izbiro investicijske politike. KAD mora kot profesionalni upravljelec naložb upoštevati tudi zakonodajo in davke.

3.2. IZBOR NALOŽBENE POLITIKE

Ko določimo cilje in spoznamo omejitve, določimo naložbeno politiko. V splošnem lahko rečemo, da je glavni faktor naložbene politike omejena naklonjenost tveganju. Končni rezultat določitve naložbene politike je izjava o naložbeni politiki, v kateri opišemo vsak faktor (zahteve po donosnosti, naklonjenost tveganju, likvidnostne zahteve, davčne predpise, regulative države in KAD ter posebne preference), ki vpliva nanjo. Na podlagi naložbene politike se KAD odloča, kako bo razporedil svoje naložbe, da bi dosegel zastavljen cilj. Koristnost naložbene politike se pokaže zlasti v času neugodnih gospodarskih razmer. Takrat so profesionalni upravljalci premoženja v največji skušnjavi, da bi, v strahu pred še večjo katastrofo, spremenili sicer ustrezno naložbeno strategijo, kar pa se običajno izkaže za zelo drago. Zasledovanje dosledne naložbene politike v takšnih razmerah deluje stabilizacijsko. Upravljalce sili k premisleku, s kakšnim namenom je pravzaprav bila oblikovana in ali so bili trenutni neugodni tržni pogoji predvidljivi. Preprečuje hitre in nepremišljene spremembe naložbene strukture in spodbuja dolgoročno delovanje. Stabilizacijsko deluje naložbena politika tudi v izrazito ugodnih tržnih razmerah, ko upravljalci ekstrapolirajo trenutne tržne pogoje v prihodnost in razmišljajo o bolj agresivnih naložbenih strategijah.

Proces razporeditve naložb je sestavljen iz naslednjih korakov (Bodie, Kane, Marcus, 2002 str. 817):

1. Določitev razredov za portfelj. Najpomembnejši razredi finančnih naložb so ponavadi:
 - instrumenti denarnega trga (*gotovina*),
 - obveznice s fiksnim donosom (*obveznice*),
 - delnice,
 - nepremičnine,
 - dragocene kovine,
 - drugo.

2. Določitev pričakovanj kapitalskega trga. Ta korak vključuje tako analizo zgodovinskih podatkov kot gospodarsko analizo za določitev pričakovanj po bodočih stopnjah donosa v določenem časovnem obdobju za naložbe, ki so del portfelja.
3. Določitev meje učinkovitega portfelja. Ta korak pomeni iskanje portfeljev, ki dosegajo maksimalni pričakovani donos pri katerikoli stopnji tveganja.
4. Določitev optimalnega skupka naložb. Pri tem koraku gre za izbiro učinkovitega portfelja, ki najbolj ustreza tako našim ciljem tveganja in stopnji donosa kot omejitvam.

3.3. DOLOČITEV ODLOČUJOČIH MAKROEKONOMSKIH IN SPECIFIČNIH DEJAVNIKOV

Za določitev optimalne sestave naložb moramo določiti, kakšne donosnosti pravzaprav lahko pričakujemo na trgu pri investiranju v posamezne naložbe. Pred tem moramo najprej spoznati splošno sliko oz. definirati makroekonomske faktorje, ki vplivajo na pričakovanja glede tržne donosnosti, ter specifične faktorje, ki vplivajo na posamezno naložbo. Zato je potrebno, da ima upravljalca naložb jasno sliko o odločujočih makrospremenljivkah in o njihovem vplivu na tržno donosnost. Cene vrednostnih papirjev, premičnin in nepremičnin ter z njimi povezane donosnosti se določajo na osnovi pričakovanj investitorjev. Na ta pričakovanja pa vplivajo splošne razmere v gospodarstvu, kot so pričakovana inflacijska stopnja, višina obrestnih mer, predvidena potrošnja, devizni tečajji, stopnja gospodarske rasti in podobno. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo. Gre za vpliv makroekonomskih spremenljivk na tržno donosnost in na donosnost posameznih vrednostnih papirjev. To so dejavniki tveganja, ki jim je izpostavljeno celotno gospodarstvo, kar imenujemo sistematično tveganje in se mu z diverzifikacijo ni mogoče izogniti (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 950).

Pri določanju specifičnih faktorjev je najpomembnejše, da spoznamo lastnosti posamezne naložbe in njenih izdajateljev (npr. določiti prihodnje rezultate podjetja, kot so dobiček, denarni tok in rast; določiti premijo za tveganost, ki je odvisna predvsem od zadolženosti podjetja, ključnih kadrov) ter tiste faktorje, na katere izdajatelji nimajo vpliva, a hkrati niso makroekonomskega izvora (npr. manipulacije s ceno, razmere in trendi v gospodarski panogi podjetja). Izpostavljenost tem dejavnikom imenujemo nesistematično tveganje, za katero je značilno, da se z diverzifikacijo močno zmanjša ali celo odpravi (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 950). Zato napovedovanje posameznih specifičnih faktorjev zahteva dobro poznavanje razmer na trgu in obnašanja posameznih večjih investitorjev.

3.4. DOLOČITEV TRŽNIH PRIČAKOVANJ O POSAMEZNI NALOŽBI

Ko smo določili glavne makroekonomske in specifične faktorje, lahko oblikujemo pričakovanja glede donosnosti posameznih naložb. Pričakovanja o posamezni naložbi morata poznati vsaj dva. To sta analitik, ki proučuje vrednostne papirje, in upravljalca naložb, ki skrbi za optimalno porazdelitev naložb po posameznih razredih. Za določitev vrednosti

naložbe je potrebno poznati denarne tokove, ki jih naložba prinaša ali zahteva, in diskontno stopnjo, s katero privedemo denarne tokove iz prihodnosti v sedanjost. Tak model določanja vrednosti je uporaben ne glede na vrsto naložbe in je v literaturi poznan kot model diskontiranih denarnih tokov (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 98).

Velikokrat so povezave med makroekonomskimi faktorji in pričakovanji o posamezni naložbi zapletene in implicitne. V takih primerih si običajno pomagamo z analizo scenarijev ali pa s stohastičnim napovedovanjem. Pri obeh metodah najprej določimo neko omejeno število spremenljivk, ki naj bi vplivale na posamezno naložbo. Nato pa razvijemo več aliaternativnih scenarijev okrog verjetnega. Lahko pa tudi stohastično določamo vrednosti spremenljivk in opazujemo variabilnost rezultata (Čok, 1997, str. 22-23).

3.5. OBLIKOVANJE OPTIMALNE SESTAVE NALOŽB TER NJIHOVO AKTIVNO IN PASIVNO UPRAVLJANJE

Šele potem ko profesionalni upravljalci premoženja določijo prve štiri korake, lahko določijo sestavo naložb. Pri tem morajo vseskozi slediti naložbenemu cilju. V praksi upravljalci naložb ne ugotavljajo optimalne sestave na celotnem naboru naložb. Zaradi numerične zahtevnosti ugotavljajo optimalno sestavo tako, da naložbe združujejo v posamezne razrede. Optimizacijo tako najprej izvedejo na razredih naložb, nato pa znotraj njih izberejo najboljšo naložbo. Ta način se imenuje dvostopenjsko določanje najboljše sestave naložb. Pri tem moramo paziti na korelacijo med posameznimi donosnostmi naložb različnih razredov (Torkar, 2003, str. 42).

Pomembna naložbena odločitev je tudi način investiranja. Potrebno je odločiti ali bodo sredstva nalagali aktivno in skušali "premagati" trg ali pa bodo ubrali strategijo pasivnega investiranja in skušali "biti" trg.

Izbira strategije je odvisna predvsem od tega, kako upravljalci gledajo na učinkovitost trga, na katerem poslujejo. Med zagovorniki aktivnega in pasivnega načina finančnega investiranja namreč že desetletja poteka živahna polemika. Bistveno za razumevanje spora je poznavanje hipoteze o učinkovitosti trga kapitala. Temeljna predpostavka hipoteze je, da tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin v vsakem trenutku odražajo vse razpoložljive informacije. Nove informacije prihajajo naključno, zato jih ne moremo predvidevati. Velja tudi, da se ob nastopu novih informacij cene v trenutku prilagodijo, tako da ni priložnosti za dodatne zasluzke. Na učinkovitem trgu kapitala so torej vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

Oblikovalci naložbene politike morajo skrbno pretehtati svoje mnenje o učinkovitosti trgov in se odločiti, kolikšen del premoženja nameniti aktivnemu in kolikšen pasivnemu finančnemu investiranju.

3.5.1. PASIVNI NAČIN INVESTIRANJA

Zagovorniki pasivnih naložbenih strategij podpirajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Ne ukvarja se z iskanjem precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev ter z napovedovanjem splošnih tržnih gibanj, saj je po njihovem mnenju na dolgi rok nemogoče dosegati nadpovprečne donose; še zlasti zato ne, ker pogosto trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča višje transakcijske stroške in negativne davčne učinke (Kleindienst, 2001, str. 77). Cilj pasivnega nalaganja je sestaviti premoženje, ki ustreza načrtovanemu naložbenemu tveganju in pričakovanjem glede donosnosti. Edina res pomembna naložbena odločitev je oblikovanje strateške razporeditve premoženja. Ko profesionalni upravljaec premoženje strateško razporedi, opravlja zelo malo transakcij z njim. V prid pasivnemu finančnemu investiranju so tudi precej nižji stroški od stroškov aktivno upravljanega premoženja. Nižji transakcijski stroški in provizije so posledica majhnega obsega transakcij in enostavnosti upravljanja premoženja.

3.5.2. AKTIVNI NAČIN INVESTIRANJA

Aktivne naložbene strategije zavračajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala in predpostavljajo, da so trgi dovolj neučinkoviti, da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja z iskanjem napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev, sektorjev ali trgov. Uspešnost nalaganja skušajo izboljšati s povečanjem deležev naložbenih skupin, ki so v določenem trenutku podcenjene, in z zmanjševanjem naložbenih skupin. Obseg transakcij, ki jih zahteva aktivno razporejanje premoženja, je precej večji od obsega transakcij pasivne razporeditve premoženja. Eden glavnih problemov, s katerimi se soočajo aktivni investitorji, so zato transakcijski stroški. Ti vključujejo predvsem provizije borznim posrednikom, razliko med prodajno in nakupno ceno ter spremembe cen, ki so posledica velikosti transakcij. Poleg tega aktivno upravljanje premoženja zahteva bolj poglobljeno analizo trga kot pasivno upravljanje, kar povečuje stroške upravljanja (Kleindienst, 1996, str. 32).

Tudi aktivno finančno investiranje se prične z določitvijo strateške razporeditve premoženja, vendar profesionalni upravljalci na lovu za višjimi donosnostmi strukturo premoženja brez oklevanja spreminjajo. Temeljni metodi aktivnega finančnega investiranja sta taktična razporeditev premoženja in tempiranje trga. Gre za dinamični in kratkoročni strategiji. Taktična razporeditev oz. taktična alokacija premoženja predpostavlja, da se cene naložb gibljejo okoli ravnotežnih vrednosti. V primeru, da se kratkoročne tržne cene razlikujejo od dolgoročnih, se taktični investitorji odločajo za (kratkoročen) odmik (strukture premoženja) od strateške razporeditve premoženja. Struktura premoženja taktične razporeditve se razlikuje od strateške le v okviru vnaprej določenih aktivnih razponov. To so največji in najmanjši dovoljeni deleži posameznih naložbenih skupin v celotnem premoženju ali drugače povedano, maksimalna dovoljena odstopanja posameznih naložbenih skupin od strateške razporeditve premoženja. Njihova širina je odvisna od investitorjeve nagnjenosti k tveganju. Premoženjski deleži posameznih naložbenih skupin so navzdol omejeni s spodnjimi mejami aktivnih razponov, kar pomeni, da premoženje v vsakem trenutku vsebuje vse naložbene skupine, opredeljene s strateško razporeditvijo premoženja (Kleindienst, 1996, str. 19).

Cilj taktične razporeditve je maksimizacija donosnosti premoženja, omejena s tveganjem, ki je še sprejemljivo za investitorja. Uspešnost taktične razporeditve premoženja se meri na podlagi primerjave stopnje donosa investitorjevega premoženja s stopnjo donosa normalnega premoženja (Kleindienst, 1996, str. 21). Normalno premoženje je premoženje, opredeljeno s strateško razporeditvijo premoženja.

Če se profesionalni upravljaec premoženja odloči za izvajanje taktične razporeditve premoženja, mora (v naložbeni politiki) natančno opredeliti aktivne razpore in izbrati odločitveni model, s pomočjo katerega bo potekalo odločanje o nakupih ali prodajah posameznih naložb in o spremembah deležev posameznih naložbenih skupin (v strukturi celotnega premoženja).

Tempiranje trga je kratkoročna strategija, pri kateri se investitor ne odloča med aktivnim vlaganjem v posamezne vrednostne papirje, temveč samo o tem, v katere osnovne skupine finančnih naložb bo v določenem obdobju vlagal premoženje. Metoda skuša na osnovi analize tržnih trendov napovedati obrate trga in jih izkoristiti. V najbolj čisti obliki pomeni odločanje o tem, kolikšen delež investirati na trg delnic in kolikšen v netvegano naložbo v posameznih časovnih obdobjih. Lahko pa se investitor odloči za uporabo tempiranja trga na več delih finančnega trga hkrati, kar poveča možne pridobitve tempiranja trga (Kleindienst, 1996, str. 29). Če se npr. pričakuje, da bo splošna rast tečajev delnic v določenem obdobju večja od donosnosti bančnih vlog, bo večino premoženja v tem obdobju naložil v delnice.

3.6. MERJENJE USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA NALOŽB IN NADZOROVANJE SESTAVA

Merjenje uspešnosti ni samo sebi namen. Ponavadi lastnike premoženja zanima, ali so bili cilji pri upravljanju z naložbami doseženi ter kateri razlogi (npr. sposobnost upravljavca, srečne okoliščine, dobro izdelana naložbena politika) so vplivali na dobljeni rezultat. Tudi učinek razporejanja naložb po razredih je merljiv. Z njim določijo razliko med donosnostjo dejanskega premoženja po razredih naložb in donosnostjo sestava naložb, ki so si ga zamislili pri postavitvi naložbene politike. Pri merjenju uspešnosti upravljanja naložb naletimo na težave, kot so prepogoste meritve, razni pritiski na upravljalce naložb ter merjenje uspešnosti upravljalca v primerjavi z drugimi (Torkar, 2003, str. 43). Izdelanih je bilo kar nekaj kazalcev za merjenje uspešnosti naložb (notranja donosnost, časovna utežena donosnost, Treynorjeva mera, Sharpova mera, Jensenova mera, APT)⁴.

Zaradi spreminjajočih se tržnih razmer (npr. novih naložbenih možnosti, sprememb donosnosti naložb, tveganosti, ročnosti, gospodarskih nihanj, ukrepov centralne banke), zahtev lastnikov ter sprememb v lastnostih posameznih naložb (npr. odstop vodilnih delavcev, zgrešene ali nove investicije, sklenitev velikega posla, vremenske razmere) je potrebno naložbe vsaj od časa do časa preurediti. Naložbe lahko podjetja razporejajo po razredih

⁴ Več o teh kazalcih glej Čok, 1997, str. 52-54.

občasno ali neprestano. Glede na število korakov razporejanja ločimo več vrst razporejanja naložb - integrirano, strateško in taktično razporejanje naložb⁵.

Tako kot druge finančne institucije in podjetja tudi KAD prilagaja svoj sestav sredstev tako, da kompenzira spremembe v faktorjih, ki vplivajo na tveganje. Če pričakujejo recesijo v ekonomiji, lahko zmanjšajo imetje v podjetniških delnicah in v nepremičninah. Če pričakujejo višje obrestne mere, lahko zmanjšajo svoja imetja v obveznicah z nespremenljivo obrestno mero in hipotekarnih posojilih. Za premagovanje obstoječih oblik tveganj poskuša KAD izravnati svoj portfelj tako, da kakršnakoli nasprotno spremembo v tržni vrednosti nekaterih sredstev pokrije z ugodnimi (ravno nasprotnimi) gibanji drugih vrst sredstev.

Pri preoblikovanju sestava morajo biti pozorni tudi na stroške, in sicer na stroške preurejanja (transakcijski stroški, davki, stroški učinka transakcije na trg in tržne cene) ter stroške netrgovanja (držanje precenjenih vrednostnih papirjev; hranjenje papirjev, ki lastnikom ne odgovarjajo več; nastanek portfelja, ki je slabo razpršen in zato preveč tvegan). Zato bi se morali preoblikovanja naložb lotiti le v primeru, ko bi bila mejna koristnost preoblikovanja večja ali najmanj enaka tem stroškom (Torkar, 2003, str. 44).

Pomembno je tudi, da se profesionalni upravljalci premoženja opredelijo do učinkovitosti trga kapitala. Če verjamejo, da so trgi neučinkoviti, se bodo najbrž odločili za taktično (zelo pogosto) premeščanje sredstev. V nasprotnem primeru se odločijo za bolj pasivno strategijo. Za slovenski trg kapitala zaenkrat še ne moremo govoriti, da je učinkovit, vendar se njegova učinkovitost le nekoliko izboljšuje (Prelogar, 2002, str. 196). Zaradi neučinkovitosti se na njem pojavljajo podcenjeni in precenjeni vrednostni papirji. Zato lahko trdimo, da je za slovenski trg trenutno primernejša aktivna strategija.

4. UPRAVLJANJE Z DOLGOROČNIMI FINANČNIMI NALOŽBAMI V KAPITALSKI DRUŽBI D.D.

Sestava premoženja KAD zajema raznovrstne naložbe v lastniške in dolžniške vrednostne papirje. Premoženje **lastniških dolgoročnih finančnih naložb** sestavljajo delnice gospodarskih družb, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi, delnice družb na neorganiziranem (zunajborznem) trgu, deleži v družbah z omejeno odgovornostjo in lastniški vrednostni papirji tujih izdajateljev (Interno gradivo KAD, 2004).

Kratkoročni trgovalni portfelj je namenjen ustvarjanju kapitalskih dobičkov na podlagi dnevnega trgovanja z likvidnimi vrednostnimi papirji. Tako je ta portfelj sestavljen skoraj izključno iz delnic in likvidnih izdaj obveznic, uvrščenih v kotacijo na Ljubljanski borzi (Interno gradivo KAD, 2004).

⁵ Več o tem glej Maginn, Tuttle, 1990, str. 7-18.

V tem poglavju se bom osredotočil na upravljanje lastniških naložb. Predstavil bom vire tveganja, s katerimi se KAD srečuje na finančnem trgu, opozoril na probleme pri upravljanju naložb. Poskušal bom tudi predstaviti, kako so v obdobju 1997–2004 upravljali z lastniškimi naložbami in kakšna je bila pri tem njihova naložbena politika. Na koncu poglavja se bom usmeril v prihodnost KAD in skušal poudariti, da se KAD sooča s problemom prevelikih odlivov sredstev v pokojninsko blagajno in da bi to utegnilo negativno vplivati na njegovo poslovanje v prihodnosti.

4.1. VIRI TVEGANJA PRI DOLGOROČNIH FINANČNIH NALOŽBAH

Glavni viri tveganja, s katerimi se KAD srečuje pri svojih dolgoročnih finančnih naložbah, so (Interno gradivo KAD, 2004):

1. **Tveganje spremembe obrestne mere:** Tveganje spremembe obrestne mere je možna variabilnost donosnosti finančne naložbe, ki jo povzročajo nepričakovane spremembe obrestne mere. Obrestna mera oz. stopnja donosa se na trgu kapitala pod vplivom različnih dejavnikov ves čas spreminja, kar pomeni, da je nalagatelj ves čas izpostavljen tveganju, da bo njegov donos drugačen od tistega, ki ga je pričakoval (Prohaska, 2004, str. 188). Spreminjanje obrestne mere neposredno vpliva na tržno vrednost obveznic. Pred vplivom obrestnih mer na tržno ceno obveznic se je mogoče zaščititi z imunizacijo⁶. Vendar je tak postopek na osnovnem premoženju težko izvajati, ker ročnosti obveznic ni mogoče natančno določiti. Zaradi tega se tehnika imunizacije uporablja le na delu portfelja obveznic, kjer je mogoče dokaj natančno določiti ročnost obveznic. Drugi možen način varovanja pred tveganjem obrestne mere je uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Za zdaj te tehnike v KAD ne uporabljajo. Tretja oblika obvladovanja tveganja obrestne mere je aktivno upravljanje portfeljev obveznic. Pri tem je treba napovedovati prihodnje gibanje obrestnih mer. Na podlagi teh napovedi se skuša prestrukturirati portfelj na način, da je pričakovana donosnost portfelja optimalna. Tveganost obrestne mere merimo s trajanjem naložbe (ang. Duration)⁷.
2. **Kreditno tveganje:** Kreditno tveganje je tveganje izostanka plačila, ki bi ga izdajatelj obveznice moral plačati imetniku le-te ob dospelosti kuponov in na koncu ob dospelosti glavnice. Z večjo stopnjo tveganje se povečuje tudi donosnost (Prohaska, 2004, str. 188).
3. **Tržno tveganje:** Kot vlagatelj na kapitalskem trgu je KAD izpostavljen tržnim nihanjem tečajev vrednostnih papirjev. Vzroki za tržna nihanja cen so številni.

⁶ Z imunizacijo razumemo pasivno obliko strategije, kjer skušamo doseči določeno donosnost premoženja iz obveznic v obdobju, ki je prilagojeno vlagateljevim preferencam glede roka vezave sredstev (ang. horizon matching).

⁷ Duration (trajanje naložbe): Meri občutljivost naložbe na spremembo v obrestnih merah, to je – za koliko odstotkov se spremeni cena naložbe, če se spremeni obrestna mera za odstotek. Merilo uporabljamo samo za obveznice.

Posebej dobrodošla je možnost nalaganja na tujih trgih, saj so bili ti v preteklosti slabo korelirani s slovenskim kapitalnim trgom. Posebno pozornost je treba nameniti naložbam z največjim deležem. Tržno tveganost merimo s standardnim odklonom donosnosti naložb ali z metodo VaR⁸. Za netržne naložbe pa taka meritev ni mogoča.

4. **Inflacijsko tveganje:** Inflacijsko tveganje pomeni tveganje za imetnika obveznice, da bo inflacija v naložbenem obdobju večja od pričakovane in bo zaradi nje prišlo do manjše realne vrednosti donosov v primerjavi s tistim, ki jih je pričakoval ob nakupu obveznice. Ob nastopu nepričakovane inflacije bodo enaki izplačani nominalni zneski pomenili manjšo kupno moč in bodo zato povzročili imetniku obveznice nepričakovano izgubo (Prohaska, 2004, str. 189).
5. **Valutno tveganje:** Z valutnim tveganjem na splošno razumemo nevarnost spremembe deviznega tečaja v obdobju od trenutka nalaganja do vrnitve kapitala, naloženega v tujo valuto (Prohaska, 2004, str. 190). Ker je del naložb normiranih v evrih in dolarjih (od leta 2001 dalje), so v KAD izpostavljeni tudi tveganju spreminjanja teh dveh tečajev glede na tolar. Teoretično se pred takim tveganjem lahko zavarujemo z nakupom izvedenih finančnih instrumentov ali pa z zadolževanjem v teh valutah. Leta 2003 so se pred tveganjem spremenljivosti deviznih tečajev ščitili z razprševanjem naložb v različnih valutah in z zadolževanjem v tuji valuti. V letu 2004 so svojo dolarsko izpostavljenost začeli ščititi tudi s terminskimi pogodbami.
6. **Likvidnostno tveganje:** Likvidnostno tveganje je tveganje, ki ga nosi nalagatelj v tem smislu, da svojih obveznic v primeru, ko bi jih hotel predčasno prodati, ne more prodati po zanj ugodni ceni (Prohaska, 2004, str. 190). Zaradi nizke likvidnosti slovenskega kapitalnega trga je tveganje likvidnosti prisotno pri večini domačih lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Največje je pri domačih netržnih naložbah. Pri naložbah v tujini je bistveno manjše. Obvladovanje tveganja, povezanega z likvidnostjo, uravnavajo na naslednja načina:
 - z načrtovanjem in rednim spremljanjem pritokov denarnih sredstev in
 - z naložbami omejenega dela premoženja v visoko likvidne finančne instrumente denarnega trga.
7. **Deželno tveganje** ali tveganje nalaganja po državah zajema široko področje tveganj, vključujoč politično in ekonomsko tveganje, lahko ga opredelimo kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi okoliščin, ki nastanejo zaradi vpliva ali vmešavanja države v te posle (Prohaska, 2004, str.194).

⁸ VaR: Value at risk: Meri velikost pričakovane izgube vrednosti portfelja, ki je pri podanem intervalu zaupanja portfelj ne bo presegel.

4.2. PROBLEMI KAD PRI UPRAVLJANJU Z LASTNIŠKIMI NALOŽBAMI

KAD na svojo začetno strukturo naložb ni mogel vplivati, temveč je bila "dana". Na dan 31. 12. 1996 naj bi KAD imel lastniške deleže v 1598 družbah, ki so se lastninsko preoblikovale. Naložbe je torej pridobival na podlagi zakonov iz postopka lastninjenja. Tako pridobljene naložbe pa so bile dobre in slabe. Takšna razpršenost pa prav gotovo s strani ekonomičnosti poslovanja in varnosti naložb ni bila primerna (Interno gradivo KAD, 1998). To je bil prvi problem, s katerim se je soočal KAD v preteklosti, saj je s tako ogromnim portfeljem delnic preoblikovanih podjetij težko upravljal. Razen v redkih primerih lastniški delež v gospodarskih družbah ni presegal 10% kapitala, kar KAD ni omogočalo aktivnejšega upravljanja naložb. Zato interesov največkrat ni bilo možno uskladiti. V taki situaciji zato lastnik, ki razplolaga z večinskim deležem, prevlada, kar lahko zmanjša vrednost naložbe manjšinskega lastnika, v tem primeru je to KAD. Zaradi spreminjajočih se tržnih razmer (npr. novih naložbenih možnosti, sprememb donosnosti naložb, tveganosti, ročnosti, gospodarskih nihanj, ukrepov centralne banke), zahtev lastnikov ter sprememb v lastnostih posameznih naložb pa je zato KAD še bolj s težavo preurejal svoje naložbe.

KAD se je soočal tudi s problemom nedobičkonosnega premoženja. KAD je imel v svojem premoženju delnice in deleže gospodarskih družb, ki zaradi vzrokov niso zagotavljale dobičkonosnosti premoženja, kar je pomenilo, da družbe niso delile dividend, tečaji njihovih delnic oz. deleži pa niso rastle. Poleg tega je imel KAD težave z likvidnostjo premoženja. KAD je namreč imel v lasti gospodarske družbe, ki so po lastninskem preoblikovanju večinoma postale delniške družbe, za katere bi bilo smiselno, da se njihove delnice uvrstijo v kotacijo na Ljubljanski borzi, s čimer bi se zagotovila večja transparentnost poslovanja družb in določena tržna vrednost delnic. Ker veliko podjetij, v katerih je imel KAD lastniški delež, ni uvrstil svojih delnic na borzo, je imel KAD težave pri vrednotenju in prodaji te vrste premoženja.

Navedeno kaže na to, da je moral KAD izvajati politiko koncentracije kapitala (od leta 1996 dalje) kot sestavni del svoje strateške opredelitve, da koncentrira svoje naložbe v okrog 150 gospodarskih družbah. Takšna velikost portfelja bi še vedno predstavljala relativno obvladljiv, po donosu primeren ter glede diverzifikacije še vedno dovolj varen portfelj. Varnost naložb pa je primarnega pomena zaradi zakonsko določene obveznosti KAD, da ustvarja dodatna sredstva za pokojninski sistem Slovenije. Varnost pa bodo morali zagotoviti z enakomernejšo diverzifikacijo naložb med posamezne oblike sredstev (Filipič, 1996a, str. 105). Tako bodo morali povečati delež naložb v manj tveganih oblikah naložb. Pri tem pa je pomembno vprašanje, kakšna bo dejanska vloga KAD v pokojninski reformi, kajti od tega bo tudi odvisno nadaljnje upravljanje z njegovim portfeljem. Tu se skriva glavni problem KAD v prihodnosti, saj bo KAD slej ko prej zmanjkalo premoženje, če bi se nadaljeval dosedanji trend prispevkov v pokojninsko blagajno.

Proces upravljanja naložb preko koncentracije kapitala je zaradi nerazvitega trga vrednostnih papirjev potekal izredno počasi. K temu je pripomogla tudi neklasična sestava lastništva v slovenskih podjetjih.

4.2.1. OPTIMIZIRANJE ZAČETNE STRUKTURE PREMOŽENJA

S sprejemom Metodologije portfolio managementa in Pravilnika o trgovanju z delnicami in deleži gospodarskih družb iz lastninskega preoblikovanja podjetij so bili postavljeni temelji za začetek optimizacije začetne strukture premoženja KAD. Optimiziranje portfelja KAD je potekalo med drugim tudi na posebnem trgu med KAD, SOD in PID (danes ne obstajajo več, lastniško in vsebinsko so se preoblikovali in jasno opredelili svoje naložbene profile⁹), ki so v letu 1998 podpisali sporazum o sodelovanju na tem trgu. Ta sporazum je veljal, dokler so še obstajali PID. Kljub dobremu sodelovanju s SOD v prihodnje ne bo mogoče vedno računati na dolgoročna zaveznitva, saj je moral SOD zaradi pokrivanja svojih obveznosti intenzivneje izstopati iz lastništva gospodarskih družb. Podpisniki zgoraj omenjenega sporazuma, ki so bili zainteresirani, da se delnice prodajajo tretjim osebam v paketu 40 %, so sklenili določena pravila za delovanje trga pooblaščenih investicijskih družb in skladov (vključno s KAD):

- Medsebojno trgovanje je bilo prosto. Udeleženec trga je obvestil druge lastnike o prodaji najmanj sedem dni pred izdajo ponudbe.
- Pri prodaji udeleženca tretjim osebam je obveljal naslednji postopek. Udeleženec je dal ponudbo za nakup delnic drugim udeležencem pod enakimi pogoji, ko jih je prejel v ponudbi tretje osebe. Če drugi udeleženci niso sprejeli ponudbe v roku sedmih dni, so se udeleženci trga dogovorili o prodaji paketa pod skupno določenimi pogoji. Če dogovor v desetih dneh ni bil sklenjen, je udeleženec lahko prodal delnice tretjim osebam.
- Udeleženec je lahko ponudil delnice v odkup tretjim osebam z javnim razpisom, vendar je moral o tem obvestiti udeležence tega trga. Ponudba je bila sprejeta, ko je kupec deponiral gotovino ali drug vrednostni papir, ki ga je sprejel prodajalec ali predložil bančno poročstvo na prvi poziv.
- Prodajalec je moral obvezno poročati o sklenjenih poslih na rednih tedenskih sestankih.

Metoda upravljanja premoženja, ki jo uporablja KAD, temelji na računalniško podprti temeljni analizi posameznih podjetij v njihovem premoženju. V datoteko so vključili bilančne podatke posameznih podjetij iz njihovega premoženja¹⁰ ter izračunali kazalnike poslovanja. Te kazalnike poslovanja so nato združili v štiri kombinirane kazalnike, ki prikazujejo plačilno sposobnost podjetij, sestavo financiranja, obračanje sredstev ter donosnost poslovanja. S pomočjo izbranih ponderjev so povezali štiri kombinirane kazalnike v končni kombinirani

⁹ Iz pidov so se leta konec 2003 nepovratno izoblikovali finančni holdingi z dolgoročnimi finančnimi naložbami v povezanih osebah, ki jih posredno ali neposredno obvladujejo. Večina tovrstnih družb v celoti obvladuje denarni tok podjetij in s tem diskriminira manjšinske lastnike.

¹⁰ KAD pridobiva podatke in informacije o družbah, katerih solastnik je, na podlagi podatkov Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo, Agencije RS za plačilni promet, na podlagi neposrednega sodelovanja z družbami ter na druge možne načine. Poleg tega so podjetjem poslali tudi vprašalnike, iz katerih so razbrali osnovne značilnosti in kvaliteto njihovega poslovanja (Interno gradivo KAD, 1997).

kazalnik finančnega stanja podjetja. Programska rešitev je tako dobro podprta z grafičnimi prikazi ter v celoti temelji na prikazu stanja podjetja v prostoru, v katerem so se nahajala vsa ali pa le izbrana podjetja. Na ta način izdelana temeljna analiza podjetij se je v praksi zelo dobro izkazala. Analitiku namreč zagotavlja stalno primerjavo poslovanja podjetja na vseh nivojih analize s primerljivim poslovnim okoljem. Ta paket je zgrajen od končnega rezultata k posameznim analitskim delcem. Ta način omogoča analitiku primerjavo podjetij tako po finančnem stanju, kot po drugih analitičnih kazalnikih poslovanja podjetij. Temu paketu so dogradili modul za izračunavanje cene podjetja, ki poleg finančnih pokazateljev upošteva tudi mehke pokazatelje (Interno gradivo KAD, 1997).

Z omenjenim paketom so pridobili podatke, ki so jim omogočili sestavo treh portfolio matrik. Prva matrika je predstavljala tedanjo zgradbo premoženja KAD, druga predvideno zgradbo premoženja ob zaključku lastninjenja, tretja pa je predstavljala želeno strukturo premoženja KAD. Te matrike so bile sestavljene iz polj podjetij, ki so bili istega ranga velikosti in istega ranga finančnega stanja. V matrike premoženj so bile vrisane linije, ki so združevale polja v skupine. Za vsako od teh skupin v KAD pripravljajo metodo upravljanja premoženja. Te skupine lahko v grobem imenujemo: skupino dobrih velikih podjetij, skupino večjih in velikih slabih podjetij, skupino srednjih dobrih podjetij, skupino manjših perspektivnih podjetij, skupino srednjih in manjših slabih podjetij, ipd. (Interno gradivo KAD, 1997). Torej je od velikosti in uspešnosti poslovanja podjetij odvisna njihova metoda upravljanja premoženja.

V preteklih nekaj letih je bila ključna naloga KAD preoblikovanje njegovega portfelja v smeri koncentracije kapitala v smislu bistveno manjšega števila naložb. KAD se je v svoji poslovni politiki vseskozi pripravljala na izpolnjevanje investicijskih kriterijev, ki jih je moral imeti v skladu z 249. členom ZPIZ-B. Le-ta določa, da mora imeti KAD strukturo naložb usklajeno, kot to določa Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, 1994).

Sredstva KAD so lahko naložena v bančne depozite največ 25% od celotne aktive, naložbe v vrednostne papirje tujih izdajateljev lahko znašajo največ 10% celotne aktive. KAD ima lahko nadalje 70% celotne aktive naložene v vrednostne papirje, ki jih izdaja ali za njih jamči Republika Slovenija. KAD ima lahko največ 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja. Naložbe v netržne vrednostne papirje (tiste, ki ne kotirajo na trgu) pa lahko znašajo največ 40% celotne aktive (Interno gradivo KAD, 1997).

Pri tem je pomemben časovni rok za prilagoditev naložbene strukture, ki ga mora upoštevati KAD. Svoje naložbe mora uskladiti z zakonskimi določbami do leta 2004 (ZISDU, 1994).

4.3. NALOŽBENA POLITIKA IN UPRAVLJANJE Z LASTNIŠKIMI NALOŽBAMI PO OBDOBJIH

KAD pridobiva delnice in poslovne deleže na trgu kot institucionalni investitor v skladu s svojo naložbeno politiko z nakupom ali menjavo za druge vrednostne papirje na podlagi pogodb in poslov, sklenjenih na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Pri izvajanju naložbene politike KAD upošteva načela varnosti, likvidnosti, razpršenosti naložb in dolgoročne rasti vrednosti premoženja. Pri nalaganju sredstev in ohranjanju realne vrednosti premoženja mora KAD upoštevati določila statuta, ki dajejo prednost varnosti in donosnosti naložb. Minimalni dolgoročni cilj poslovanja¹¹ je definiran z donosi na pretežno netvegane (dolgoročne) naložbe. Varnost sredstev zagotavljata primerna struktura premoženja in nabor posameznih naložb. Ta temelji na oceni vrednostnega papirja, izdajatelja na trgu, na katerem se z vrednostnim papirjem trguje. Likvidnost naložb pa KAD zagotavlja s strukturo premoženja – prevladujejo predvsem tržne naložbe, s katerimi se trguje na denarnih in kapitalskih trgih vrednostnih papirjev. Na uspešnost poslovanja in izvajanja naložbene politike vplivajo notranji in zunanji dejavniki, ki jih določajo dogajanja na finančnih trgih v Sloveniji in tujini. Gibanja finančnih trgov med seboj niso popolnoma povezana, saj na dogajanja vplivajo različni dejavniki tako na ravni podjetja kot na splošni gospodarsko-politični ravni. Z mednarodno razpršitvijo naložb se zato lahko zmanjša tveganje, ki bi ga imeli, če bi vlagali le v naložbe v eni državi (Modro jabolko, 2004, str. 6-7).

V nadaljevanju tega poglavja bom skušal predstaviti, kako so v KAD upravljali z osnovnim premoženjem. Osnovno premoženje je sestavljeno iz lastniških naložb, dolžniških naložb in nepremičnin. Nepremičnine predstavljajo zelo majhen del premoženja KAD (manj kot 1% celotnega premoženja), dolžniške naložbe pa predstavljajo okrog 15% celotnega premoženja, največji del osnovnega premoženja pa predstavljajo lastniške naložbe (okrog 85% celotnega premoženja), na katere se bom osredotočil v nadaljevanju diplomskega dela. Skušal bom predstaviti, kako so v KAD upravljali z lastniškimi naložbami, kakšna je bila kakovost tovrstnih naložb, kako je bilo z nakupi oz. prodajami lastniških vrednostnih papirjev in deležev ter kakšna je bila pri tem njihova naložbena politika. Na koncu poglavja bom opozoril na probleme, ki jih ima KAD pri upravljanju z likvidnostjo in nakazal prihodnost KAD.

4.3.1. UPRAVLJANJE LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DELEŽEV V OBDOBJU 1997–2000

Do konca leta 1997 je Kapitalski sklad od prejetih 1471 začasnih delnic prejel v svojo bilanco stanja (kot dolgoročne finančne naložbe) kapital 829 gospodarskih družb. Od teh je bilo 537 družb vključenih neposredno, premoženje 298 prodanih družb pa je bilo vključeno posredno – bodisi kot denarna naložba iz izkupička od prodaje bodisi kot povečani delež v 36 gospodarskih družbah.

Konec leta 1997 je imel Kapitalski sklad v povprečju 11,6% delež v osnovnem kapitalu 537 gospodarskih družb, ki jih je imel v svojem portfelju. Konec leta 1996 je bil solastnik 271 delniških družb in 50 družb z omejeno odgovornostjo, konec leta 1998 pa je bil solastnik 446 delniških družb in 91 družb z omejeno odgovornostjo. Na trgu (borzi, OTB in OTC) so konec leta 1997 kotirale le delnice 55 družb ali 10,2% vseh gospodarskih družb, katerih solastnik je bil Kapitalski sklad (Interno gradivo KAD, 1998). Naložbe v tržne delnice so dosegale 19,1

¹¹ Poslovna strategija in dolgoročni načrt razvoja Kapitalskega sklada (KAD) pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d., sprejet na skupščini dne 23.11.1998.

milijarde SIT ali 22% bilančne vsote Kapitalskega sklada. Zanimanje gospodarskih družb za kotacijo na borzi je bilo namreč majhno, saj so cene na trgu precej nihale in niso bile v sorazmerju s finančnim položajem družbe (Interno gradivo KAD, 1999).

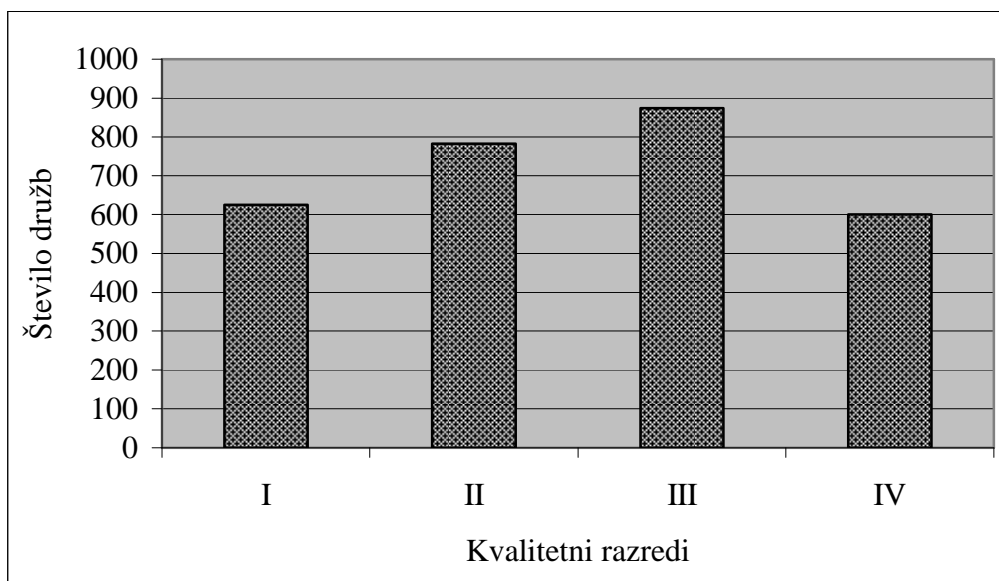
Kapitalski sklad se je ravnal po politiki koncentracije kapitala. V letu 1997 je prodal delež v 113 družbah in povečal delež v 17 družbah. V celotnem obdobju poslovanja pa vse do konca leta 1997 je prodal deleže in delnice v 298 družbah in povečal delež v 36 gospodarskih družbah. Vrednost prodajnih poslov je v letu 1997 znašala 4,1 milijarde SIT. Med večjimi prodajami naj omenim dve prodaji tujcem (prodajo Tovarne sladkorja v Ormožu in Saturnusa Avtoopreme).

Ob koncu leta 1998 je bil Kapitalski sklad solastnik v 712 gospodarskih družbah (konec leta 1997 v 537). Premoženjska bilanca Kapitalskega sklada se je povečala na dobrih 129 milijard SIT (konec leta 1997 je znašala 86 milijard SIT). Premoženje Kapitalskega sklada je bilo večje za 51% v primerjavi s koncem leta 1997, zato je bil večji tudi obseg dela. V bilanco stanja Kapitalskega sklada so bili do konca leta 1998 vključeni kapitalski deleži oz. naložbe v 1135 gospodarskih družbah, od tega 712 neposredno. Preostalih 423 družb je Kapitalski sklad prodal oz. zamenjal in protivrednost uporabil za denarne naložbe oz. povečanje deležev v strateških družbah (Interno gradivo KAD, 1999).

V povprečju se je kakovost naložb poslabšala za okrog 2%. Vzroki so bili predvsem v poslabšanih mednarodnih pogojih poslovanja (ruska in azijska kriza). Najbolj kakovostni so bili vrednostni papirji tistih družb, ki so kotirali na borzi. Vsi tovrstni papirji so praviloma spadali med t.i. strateške družbe, ki naj jih bi jih Kapitalski sklad držal v portfelju na dolgi rok.

Kakovost naložb je bila merjena s kazalcem (dolgoročne) uspešnosti portfelja, to je s kazalcem finančnega stanja. V skladu z Metodologijo portfolio managmenta je Kapitalski sklad za vsako lastniško naložbo ocenil finančno stanje (v nadaljevanju FS) za potrebe rangiranja svojih naložb v portfelju po kakovosti. Gibalo se je od nič navzgor. Povprečna vrednost kazalca je bila približno med 10 in 11. Povprečno FS 2882 gospodarskih družb v postopku lastninjenja, za katere imam podatke, je znašalo v letu 1998 10,3, leto poprej pa 10,62 (Interno gradivo KAD, 1999). Na podlagi štirih razredov v frekvenčni porazdelitvi lahko sklepam, da se je kakovost naložb po FS gospodarskih družb porazdeljevala normalno, kar za leto 1998 kaže Slika 4.

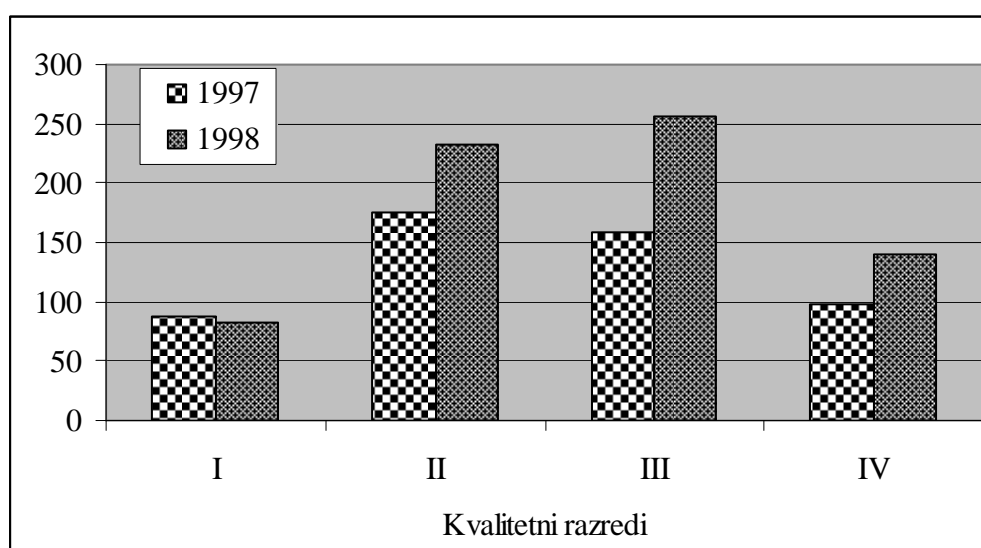
Slika 4: Frekvenčna porazdelitev kvalitete naložb v letu 1998



Vir: Interno gradivo KAD, 1999.

Pomembna je ugotovitev, da se je delež družb z nadpovprečnim FS v letu 1998 v primerjavi z letom 1997 povečal, kar prikazuje Slika 5. V kakovostno najvišjem razredu se je obseg naložb povečal za 7,9 milijarde SIT, v III. razredu se je celo podvojil, v II. razredu se je povečal za slabe 3 milijarde SIT, medtem ko se je v najnižjem kakovostnem razredu celo zmanjšal. Iz povedanega sledi, da se je v letu 1998 kakovost naložb v portfelju Kapitalskega sklada precej povečala (Interno gradivo KAD, 1999).

Slika 5: Frekvenčna porazdelitev gospodarskih družb, ki so bile v lasti KAD, po razredih kakovosti v letih 1997–1998



Vir: Interno gradivo KAD, 1999.

Konec leta 1998 je imel Kapitalski sklad v 712 gospodarskih družbah v povprečju 11,9% delež v osnovnem kapitalu. Lastniške naložbe so konec tega leta predstavljale že 89% od vseh naložb Kapitalskega sklada (leto poprej 88%).

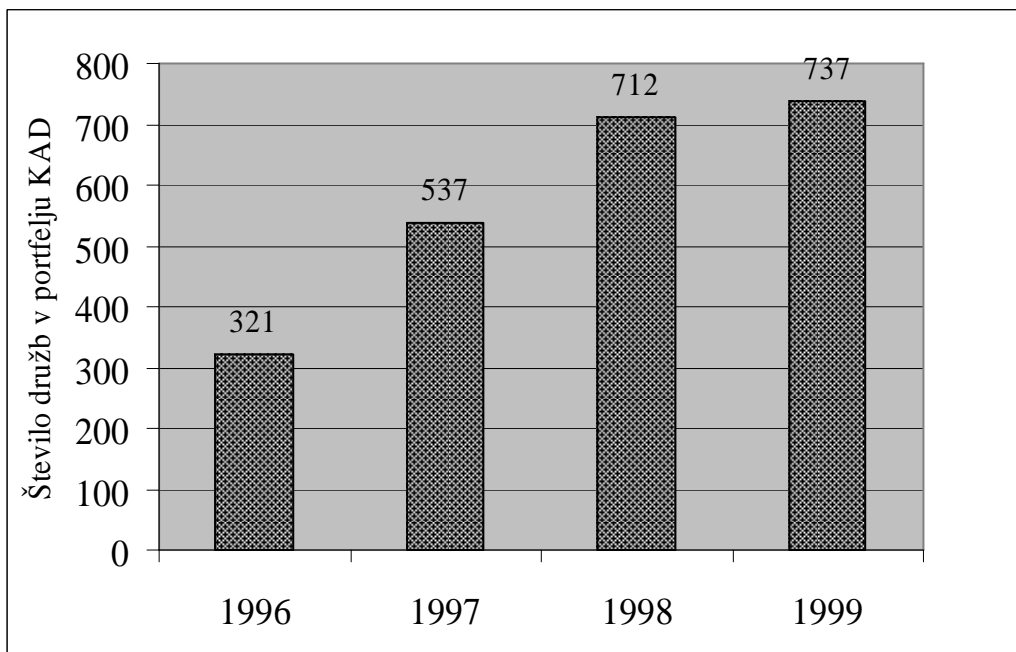
V letu 1999 je Kapitalski sklad postal na novo solastnik v 154 gospodarskih družbah in je prodal svoj delež v celoti v 128 gospodarskih družbah. Kljub temu da je plan prodaj ponovno presešel, je bil Kapitalski sklad na dan 31. 12. 1999 še vedno solastnik v 737 gospodarskih družbah. Nadaljevali so s politiko koncentracije naložb v boljših – strateških družbah. Kljub pospešeni prodaji deležev v slabših družbah, je število podjetij v portfelju Kapitalskega sklada zaradi novih registracij družb še vedno naraščalo. Glede na interne kazalce je kakovost celotnega portfelja zaradi pridobitve deleža v novih (slabših) družbah rahlo padla, močno pa se je na podlagi istih kazalcev povečala kakovost v strateških družbah, predvsem tistih, ki so kotirala na borzi (Interno gradivo KAD, 2000).

Dolgoročni cilj, po katerem naj bi se do leta 2005 osredotočili na delnice 150 nadpovprečno uspešnih družb, se je v letu 1998 in 1999 še odmikal. Kakovost portfelja se je nekoliko poslabšala. Deloma je to še vedno bila posledica lastninjenja. Kapitalski sklad je lahko delnice v svojih bilancah seveda knjižil šele, ko je prejel registracijsko dokumentacijo. Ker jih olastninjena podjetja niso bila zavezana pošiljati lastniku, se je bilanca Kapitalskega sklada povečevala pač tedaj, ko je sam pridobil ustrezne dokumente s sodišč, in sicer največ v letu 1998 in 1999. Nad razpršenostjo svojih naložb se seveda niso pritoževali, saj je bila prevelika. Glede tega se zdi tudi majhen slovenski prostor kar dovolj širok. Vendar pa je za večjega in dolgoročno usmerjenega investitorja razmeroma manj priložnosti za prvovrstne in varne naložbe. Zato se je Kapitalski sklad postopoma in previdno odpravil po nakupih v tujino (Jurančič, 1999, str. 12-14).

Borzni nakupi so seveda sledili dolgoročnemu cilju Kapitalskega sklada, da bodo vlagali le v prvovrstne in razmeroma varne papirje. Po notranjem pravilu nakupi na borzi niso presegli desetine njenega prometa. Na plitkem trgu so se drugi investitorji zelo hitro odzvali na nakupe Kapitalskega sklada, kar je povzročilo večje stroške nakupa določenih delnic. Drugače pa v Kapitalskem skladu niso špekulirali s kratkoročnim nihanjem borznih cen. Praviloma niso trgovali, če je bila cena delnic visoka, marveč so jih kupovali, ko so ocenili, da so dovolj nizke (Jurančič, 1999, str. 12-14).

Dolgoročna naložbena politika Kapitalskega sklada je bila skratka konservativna, kot se le da. Varnost naložb je bila pred donosnostjo, dolgoročni cilj pa je bil ohraniti in povečati realno vrednost premoženja. Kljub pazljivi politiki so v letu 1998 in 1999 poslovali z izgubami, ki so znašale po dobre tri milijarde SIT. Pretežno so bile posledica odpisov in popravkov naložb, ki so jih v skladu knjižili po konservativni metodi vrednotenja. Donosnost premoženja je bila na primer v letu 1998 še negativna, kakovost naložb pa se je v povprečju poslabšala za 2%. Odvisna je bila med drugim od tega, kako hitro se je Kapitalski sklad uspel umakniti iz družb, ki jih ni nameraval zadržati v portfelju (Jurančič, 1999, str. 12-14). Slika 6 kaže število gospodarskih družb v portfelju KAD v obdobju od 1996 do 1999.

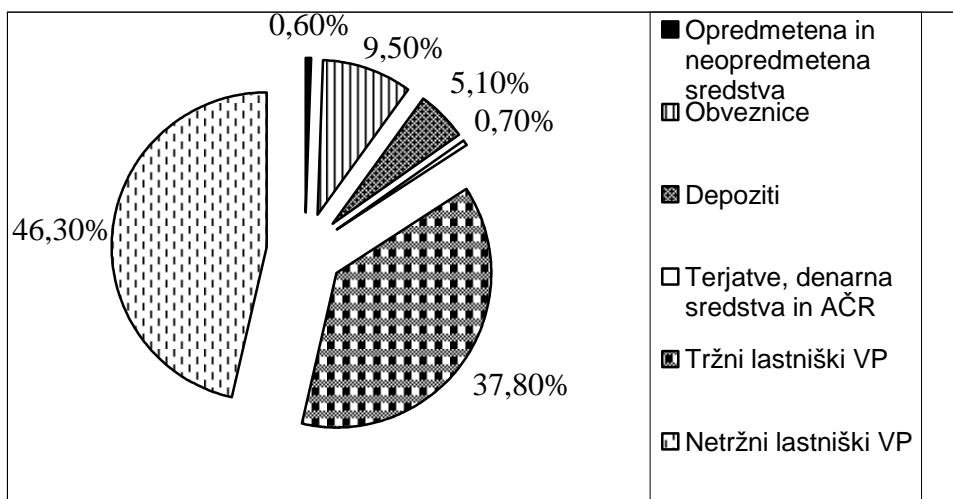
Slika 6: Število gospodarskih družb v portfelju KAD v obdobju 1996–1999



Vir: Interno gradivo KAD, 2000.

KAD je imel na dan 31. 12. 2000 največ naložb v obliki netržnih lastniških vrednostnih papirjev. Sledijo jim tržni lastniški vrednostni papirji in obveznice. Strukturo osnovnega premoženja KAD konec leta 200 prikazuje Slika 7.

Slika 7: Struktura osnovnega premoženja KAD na dan 31. 12. 2000



Vir: Interno gradivo KAD, 2001.

V letu 2000 je KAD povečal svoje lastniške deleže v 49 gospodarskih družbah in v celoti prodal svoj delež v 309 gospodarskih družbah. Kljub temu da je bil plan prodaj presežen, je bil KAD na dan 31. 12. 2000 še vedno solastnik v 458 podjetjih, v katerih je skupna vrednost znašala 122.499.500 tisoč SIT (Interno gradivo KAD, 2001).

Če na kratko povzamem, kakšna je bila naložbena politika v obdobju 1997–2000, lahko rečem, da je naložbena politika Kapitalskega sklada temeljila na dolgoročno definiranem cilju: skoncentrirati premoženje v 150 nadpovprečno kakovostnih družbah. Kapitalski sklad je zelo hitro koncentriral svoje naložbe. Povečal je naložbe v nadpovprečno uspešnih družbah, v katerih je pričakoval, da bodo dolgoročno prinašale dividende in/ali kapitalske dobičke. Iz podpovprečno uspešnih družb se je umikal: s prodajami za gotovino in zamenjavami.

4.3.2. UPRAVLJANJE LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN DELEŽEV V OBDOBJU 2001–2004

Tudi v obdobju 2001–2004 je KAD še naprej sledil načelu koncentracije naložb v strateških družbah, ki jih načeloma tudi ni prodajal. Za strateške naložbe je KAD ocenjejeval vse tiste, za katere se dolgoročno pričakuje primeren donos in likvidnost.

V letu 2001 so v KAD pričeli s spremenjenim upravljanjem osnovnega premoženja, ki so ga razdelili na dva osnovna portfelja: tržni in na tržni portfelj. To pomeni, da so bile dolgoročne finančne naložbe KAD v premoženje slovenskih izdajateljev po tržnih lastnostih razdeljene na dva podportfelja: v tržnem podportfelju so bile delnice, ki so bile uvrščene v trgovanje na Ljubljanski borzi, netržni podportfelj pa je zajemal delnice in deleže gospodarskih družb, s katerimi se je trgovalo na neorganiziranem, neborznm trgu. Tretji podportfelj pa je vseboval lastniške vrednostne papirje tujih izdajateljev (Interno gradivo KAD, 2002).

V letu 2001 je KAD povečal svoje lastniške deleže v 37 gospodarskih družbah in v celoti prodal svoj delež v 85 gospodarskih družbah. Na dan 31. 12. 2001 je bil KAD še vedno solastnik v 385 podjetjih. Poleg naložb v Sloveniji so v letu 2001 pričeli z investiranjem v tuje lastniške vrednostne papirje. Kupili so delnice dveh indeksnih skladov, nominiranih v ameriških dolarjih, v skupni vrednosti 223 milijonov SIT na dan 31. 12. 2001.

KAD je tudi v letu 2001 sledil načelu koncentracije naložb v strateških družbah in jih načeloma tudi ni prodajal. Na dan 31. 12. 2001 je imel 29 tržnih in 23 netržnih strateških lastniških naložb (Interno gradivo KAD, 2002).

Leta 2002 je bilo za KAD uspešno. Slovenski kapitalski trg, na katerem je imel KAD večino svojih naložb, je zaznal izjemno rast, saj se je vrednost indeksa SBI20, ki je bil zelo blizu ustroju naložb KAD, v letu 2002 zrasla kar za 55%. Skladno s sprejeto naložbeno politiko so nadaljevali prestrukturiranje osnovnega privatizacijskega portfelja. Prodali so deleže v 63 gospodarskih družbah. Ob podobni dinamiki prodaj bi ciljno število naložb (150) dosegli v treh do petih letih. V osnovnem portfelju so imeli naložbe v 347 gospodarskih družbah. Prvič so se resno lotili tudi naložb v tujini. Razlog za to je bil v pomanjkanju naložbenih priložnosti doma ter želja po nadaljnjem zmanjševanju tveganja z boljšo razpršenostjo naložb. Na tujih kapitalskih trgih so se spoprijeli z novimi vrstami tveganja in dejanskim portfeljskim načinom upravljanja (Interno gradivo KAD, 2003).

KAD je vse od leta 1999, ko je imel v svoji premoženjski bilanci največ gospodarskih družb, intenzivneje izvajal koncentracijo lastniških naložb s prodajo družb, pridobljenih v procesu privatizacije. Obenem je poskušal doseči bolj optimalno razpršitev svojega finančnega premoženja z zemljepisno razpršitvijo lastniških naložb in z naložbami v dolžniške vrednostne papirje, ki s svojimi fiksnimi donosi zagotavljajo predvidljiv, stalni finančni pritek, ter z naložbami v nove likvidne (tudi tuje) lastniške vrednostne papirje zaradi valutne in zemljepisne razpršitve portfelja.

V letu 2003 je bil delež naložb v lastniške vrednostne papirje v dolgoročnih finančnih naložbah vrednostno največji in je predstavljal 85,1%. Delnice, ki so bile uvrščene v trgovanje na Ljubljanski borzi, so sestavljale 54,6% vseh dolgoročnih finančnih naložb, delnice gospodarskih družb, s katerimi se je trgovalo na neorganiziranem trgu, pa so predstavljale 23,9%, deleži 1,4%, delnice tujih izdajateljev pa 5,3% vseh dolgoročnih finančnih naložb. Naložbe v dolžniške vrednostne papirje (niso bili predmet obravnave v diplomskem delu) so predstavljale skupaj 14,9% vseh dolgoročnih finančnih naložb, od tega obveznice slovenskih izdajateljev 8,7%, obveznice tujih izdajateljev 3,5%, bančni depoziti pa 2,7% (Interno gradivo KAD, 2004).

Tabela 2: Dolgoročne lastniške finančne naložbe KAD na dan 31. 12. 2003

Razred	Skupaj		Tržne naložbe		Netržne naložbe	
	Št.	Vrednost (v 1000 SIT)	Št.	Vrednost (v 1000 SIT)	Št.	Vrednost (v 1000 sit)
nad 1.000 mio SIT	39	154.402.057	26	120.164.571	13	34.237.486
nad 500 mio SIT	24	16.488.925	9	6.617.873	15	9.871.052
od 250 do 500 mio SIT	26	10.050.999	15	5.906.513	11	4.144.486
od 100 do 250 mio SIT	39	6.020.775	9	1.094.339	30	4.926.436
od 50 do 100 mio SIT	37	2.606.251	7	485.138	30	2.121.113
do 50 mio SIT	151	1.870.260	10	280.956	140	1.589.304
Skupaj	316	191.439.267	76	134.549.390	240	56.889.877

Vir Interno gradivo KAD, 2004.

Kot kaže Tabela 2, je konec leta 2003 tržni portfelj KAD vseboval 76 družb v skupni vrednosti 134,5 milijarde SIT, v netržnem portfelju je bilo 240 naložb (papirji delniških družb in deleži gospodarskih družb) v skupni vrednosti 56,9 milijarde SIT. Pretežni del vrednosti lastniških naložb KAD, tako tržnih kot netržnih, so sestavljale družbe z vrednostjo, ki so presegle milijardo SIT (Interno gradivo KAD, 2004).

KAD je v letu 2004 v celoti prodal 50 gospodarskih družb, od tega 8 tržnih ter 42 netržnih. Skupna vrednost prejetih kupnin od prodaje celotnih deležev v domačih gospodarskih družbah je leta 2004 dosegla 14 milijard SIT. Kupnine od petih največjih prodaj (za družbe Autocommerce, d.d., Ljubljana, Terme 3000, d.d., SCT, d.d., Ljubljana, Kompas Hoteli, d.d., Kranjska Gora in Trimo, d.d.) so dosegle 7 milijard SIT ali 50% prejetih kupnin v letu 2004.

Tabela 3: Število gospodarskih družb iz postopka lastninjenja v premoženjski bilanci KAD ob koncu obdobja

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
GD-prodane v celoti – posamezno leto	130	309	83	52	46	50
GD-prodane v celoti - komulativno	553	862	945	997	1043	1093
Št. GD v bilanci stanja konec leta*	735	458	385	353	312	265

Opomba: GD pomeni gospodarske družbe. Število GD konec leta je večje, ker KAD še pridobiva deleže iz naslova lastninjenja, tako je KAD v letu 2004 pridobil deleže v treh družbah, v katerih ob koncu leta 2003 ni imel deleža

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Na področju vseh dolgoročnih lastniških finančnih naložb je KAD v letu 2004 realiziral za 21,2 milijarde SIT prodaj. V strukturi prodaj so največje deleže predstavljale prodaje netržnih naložb (48,8%), ki so mu sledile prodaje tujih delnic (34,1%) in prodaje tržnih delnic (17,1%). Največje prodaje netržnih naložb so zajemale prodaje celotnih deležev v družbah Autocommerce, d.d., SCT, d.d., Trimo, d.d., Vele, d.d. ter Cestno podjetje Ljubljana d.d., ki so skupaj pomenile skoraj dve tretjini vseh prodaj netržnih lastniških naložb. Dve tretjini vseh prodaj v tujini pa so predstavljale prodaje delnic farmacevtskih družb Pfizer Inc, Aventis SA, Teva Pharmaceutical Industries Ltd, Ivax Corporation in Mylan. Med tržnimi delnicami so največje deleže predstavljale prodaje delnic družb Terme 3000 d.d., Kompas Hoteli, d.d., Kranjska Gora in DZS, d.d. (Interno gradivo KAD, 2005).

Leta 2004 je bil KAD na področju domačih lastniških dolgoročnih finančnih naložb dejaven tudi pri nakupih gospodarskih družb, tako da je svoj delež povečal v 19 domačih gospodarskih družbah, in sicer v skupni vrednosti 9,1 milijarde SIT. V strukturi vseh lastniških naložb so v največji meri opravili povečanje z nakupi tujih lastniških vrednostnih papirjev (38,9% vseh pridobitev) ter z nakupi domačih netržnih družb (31,5%) in tržnih delnic (24,8%). Največji del nakupov netržnih družb je pomenil nakup delnic Zavarovalnice Triglav, d.d., med tržnimi delnicami pa je imel največji delež nakup delnic družbe Sava, d.d., ki mu je sledil nakup delnic družb Merkur, d.d. in Comet, d.d. (Interno gradivo KAD, 2005).

Tabela 4: Dolgoročne lastniške finančne naložbe KAD na dan 31. 12. 2004

Razred	Skupaj		Tržne naložbe		Netržne naložbe	
	Št.	Vrednost (v 1000 SIT)	Št.	Vrednost (v 1000 SIT)	Št.	Vrednost (v 1000 sit)
nad 1.000 mio SIT	37	200.858.820	22	154.482.049	26	120.164.571
nad 500 mio SIT	29	19.326.226	16	10.405.748	9	6.617.873
od 250 do 500 mio SIT	22	8.727.176	13	4.885.718	15	5.906.513
od 100 do 250 mio SIT	40	6.064.606	14	2.129.785	9	1.094.339
od 50 do 100 mio SIT	35	2.488.372	13	928.803	7	485.138
do 50 mio SIT	86	1.508.019	15	353.489	10	280.956
Skupaj	390	238.973.218	93	173.185.592	76	134.549.390

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Kot kaže Tabela 4, je konec leta 2004 tržni portfelj KAD vseboval 93 družb v skupni vrednosti 173,2 milijarde SIT, v netržnem portfelju je bilo 197 naložb v skupni vrednosti 65,8 milijarde SIT. Portfelj delnic tujih izdajateljev je bil sestavljen iz 30 izdaj lastniških vrednostnih papirjev v skupni vrednosti 9,7 milijarde SIT. Pretežni del oz. 84% vrednosti lastniških naložb KAD, tako tržnih kot netržnih, so sestavljale družbe z vrednostjo, ki so presegle milijardo SIT (Interno gradivo KAD, 2005).

V Prilogi 1 so prikazane dolgoročne lastniške finančne naložbe KAD za leto 2004. V Tabeli 1 so prikazane družbe, v katerih je imel KAD konec leta 2004 najmanj 20% lastniški delež. V Tabeli 2 v Prilogi 1 je prikazan pregled stanja dolgoročnih lastniških finančnih naložb konec leta 2003 in 2004, pomembne družbe (tiste, v katerih ima KAD največje lastniške deleže), vključene v trgovanje na Ljubljanski borzi, konec leta 2004, so prikazane v Tabeli 3. V Tabeli 4 so našteje pomembne družbe v lasti KAD, ki ne kotirajo na organiziranem trgu konec leta 2004, Tabela 5 v Prilogi 1 pa prikazuje pomembne naložbe KAD v lastniške papirje tujih izdajateljev.

Tudi v obdobju 2001–2004 je KAD še naprej sledil načelu koncentracije naložb v strateških družbah, ki jih načeloma tudi ni prodajal. Pri upravljanju lastniških naložb se je v tem obdobju nadaljevala politika partnerskega odnosa z drugimi lastniki in s poslovanjem družb. V primerih družb, ki so bila obvladovana do te mere, da so postavljali manjšinske lastnike v podrejen položaj, se je KAD umikal iz naložb. Po drugi strani se je krepil njegov položaj v določenih perspektivnih slovenskih podjetjih, iz katerih se zaradi svojih obveznosti mora umakniti SOD. Omenjeni procesi prispevajo k nadaljni konsolidaciji KAD in omogočajo učinkovitejše upravljanje.

4.4. TRANSFERJI KAD ZAVODU ZA POKOJNINSKO IN INVALIDSKO ZAVAROVANJE

KAD je šele leta 1999 prispeval sredstva v pokojninsko blagajno Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (v nadaljevanju Zavod) za zmanjševanje primanjkljaja. Leta 1999 je Vlada Republike Slovenije sklenila, da mora KAD v pokojninsko blagajno plačati tri milijarde SIT, v letu 2001 pa šest milijard SIT. Obveznost do Zavoda iz leta 1999 je bila poravnana. Vlada je v mesecu avgustu 2000 sprejela sklep, da mora KAD v letu 2000 poravnati tudi obveznosti za leto 2001. Tako je moral KAD v letu 2000 v pokojninsko blagajno prispevati kar 12 milijard SIT. Nadalje je moral na podlagi sklepa vlade z dne 21. 2. 2001 KAD v letih od 2001 do 2004 iz svojih sredstev pokriti kreditne obveznosti Zavoda iz preteklih let v skupni višini 25,5 milijarde SIT. To obveznost je moral poravnati v štirih enakih tranšah po 6,4 milijarde SIT na leto. Do vključno leta 2004 je KAD Zavodu zagotovil skupaj 44,475 milijarde SIT. Tako je bilo upravljanje likvidnosti v KAD od leta 1999 dalje usmerjeno predvsem v pridobivanje sredstev za pokrivanje pokojninskega primanjkljaja (Interno gradivo KAD, 2004).

Dejstvo je, da je bil KAD ustvarjen z namenom ustvarjati dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Premoženje KAD naj bi namreč pomenilo dodatno socialno varnost za še aktivni del prebivalstva in za upokoјence. Če bo KAD še naprej pokrival luknje v pokojninski blagajni, mu bo denarja kmalu zmanjkalo. Do težav v pomanjkanju denarja ne bi prihajalo, če bi pokojninski blagajni KAD namenjal samo dobičke, toda višino zneska za Zavod določi Vlada Republike Slovenije, kar pa bi v prihodnosti lahko ogrozilo poslovanje KAD. Ministrstvo za finance ter Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve sta se zato odločili za reorganizacijo KAD. KAD bi bil upravljalca premoženja, pokojninske sklade na eni in obveznosti do Zavoda pa bodo ločili. Vsi štiri pokojninski skladi, s katerimi upravlja KAD (KVPS, SODPZ, PPS in ZVPSJU), se bodo organizirali kot zavarovalnica, obveznosti do Zavoda pa bo prevzela samostojna pravna oseba, ki bo razpolagala s privatizacijskim premoženjem. Slednja bo delovala kot neka "presihajoča" pravna oseba, saj ji bo nekoč zmanjkalo premoženja. Do tega naj bi prišlo čez približno 20 let, do takrat pa mora biti končana tudi pokojninska reforma ter dosežena neka uravnoteženost med zaposlenimi in upokoјenci. V nasprotnem primeru utegne imeti pokojninska blagajna v prihodnosti velike težave (Biščak, 2002, str. 5).

4.5. PRIHODNOST KAD

Različni avtorji in mediji pogosto opozarjajo, da država prek KAD posega v gospodarjenje podjetij in tako uveljavlja svojo politiko mimo čisto ekonomskih interesov gospodarskih družb, v katerih ima deleže. Ne glede na različne ocene obsega in značaja intervencij, ki jih KAD izvaja, dejstvu, da ga država uporablja kot instrument svoje politične moči, ne gre oporekati. Tudi sicer je jasno, da ima KAD kot pomemben lastnik v večjih podjetjih možnost odločilno vplivati na kadrovska vprašanja v teh podjetjih, in to formalno prek nadzornih svetov, ki jih (so)oblikuje, neformalno pa tudi prek drugih poti, ki se velikim lastnikom vedno odpirajo. KAD v imenu države odloča tudi o kapitalnem povezovanju gospodarskih družb, ker svoje delnice prodaja ali pa tudi ne prodaja in oblikuje svoj portfelj tako, da je močen zlasti v tistih družbah, kjer je to v interesu vlade.

V zadnjem času se zato vse pogosteje pojavljajo klici in pobude za čim hitrejšo privatizacijo osnovnega premoženja KAD. Nasprotniki takšnih pobud poudarjajo, da hitra "privatizacija" ne bi bila primerna, saj bi tako povzročili pretrese na kapitalnem trgu. Temu argumentu ne gre odrekati in dvomim, da bi hitro privatizacijo predlagala ali odredila katerakoli vlada.

Smiselno bi bilo, da KAD svoj portfelj (razpršen na več enot) na razpisu ponudi v upravljanje zasebnim družbam za upravljanje po kriteriju največje donosnosti in ob primernem tveganju, KAD pa naj bi še vnaprej zadržal svoje obveznosti in sam upravljal svojo pasivo, to je obveznosti iz pokojninskih polic pokojninskega zavarovanja. Tako bi zadržali javno lastništvo v gospodarstvu, kar samo po sebi ni tako huda stvar, prekinili ali vsaj zelo zmanjšali pa bi možnosti za politično vplivanje na gospodarske družbe mimo ekonomskih interesov. Vsekakor bi bil vpliv teh družb na upravljanje podjetij pregleden in v okviru pravic, ki bi si jih KAD pridržali ob sklenitvi pogodbe, s katero bi družbam za upravljanje tudi naložili

politiko upravljanja portfelja. Rešitev ne bi vodila v pretrese našega kapitalskega trga, saj bi morale družbe za upravljanje po nalogu KAD skrbeti za postopno unovčenje vrednostnih papirjev tako, kot to veleva zapadlost njihovih obveznosti. Rešitev bi bila usklajena tudi z ureditvijo, po kateri morajo poslovati investicijske družbe in vzajemni skladi. Evropska in naša zakonodaja namreč štejeta takšne družbe kot tisti del finančnega sistema, katerega poslovanje je v javnem interesu in zato pod nadzorom neodvisnih nadzornikov, pri nas Agencije za trg vrednostnih papirjev. Zakonodajalec določa pravila razpršitve portfelja in s tem povezanih tveganj, predvsem pa določa pravila javnega poročanja, tako da so varčevalci redno obveščeni o gibanju vrednosti njihovega premoženja. Za upravljalce so predpisana pravila obnašanja in licence. KAD temu nadzoru ni podvržen. Pri KAD gre dejansko za državno premoženje, a hkrati za premoženje, od katerega je odvisno izpolnjevanje pričakovani širokega kroga posameznikov in institucionalnih lastnikov. V trenutni situaciji se sploh ne ve, kako KAD gospodari v primerjavi z družbami za upravljanje investicijskih skladov (Pirkmajer, 2004, str. 8).

5. SKLEP

Politično in gospodarsko okolje v Sloveniji je v preteklem desetletju zaznamovalo obdobje tranzicije, v katerem se preko faze lastninskega preoblikovanja podjetij na novo oblikuje lastniška struktura slovenskih družb. Izbrani model lastninskega preoblikovanja podjetij je v skladu z ZLPP, ki je med drugim določal, da so morala podjetja, ki so se lastninsko preoblikovala obvezno prenesti 10% delnic na Kapitalski sklad (kasneje se je preimenoval v KAD), pomembno vplival na specifično stanje lastniške strukture slovenskih podjetij. V prihodnosti se bodo obstoječa lastniška razmerja v družbah zelo verjetno spreminjala, vse dokler se ne vzpostavijo stabilne lastniške strukture, ki bodo po vsej verjetnosti sestavljene iz manjšega števila večjih strateških lastnikov.

KAD je bil ustanovljen z namenom ustvarjati dodatna sredstva za pokojninsko in invalidsko zavarovanje z upravljanjem lastnega premoženja. Premoženje družbe izvira iz delnic, ki jih je KAD, po 10% delniškega kapitala, pridobil v lastninskem preoblikovanju družbenih podjetij. V skladu z ZLPP je bilo njegovo premoženje v začetku sestavljeno iz okoli 1500 naložb. Takšna razpršenost premoženja pa je bila s strani ekonomičnosti neustrezna. Zato je že od samega začetka izboljševal strukturo svojega premoženja z namenom, da si ustvari čim bolj optimalen portfelj. Ugotovil sem, da KAD izvaja politiko koncentracije kapitala (od leta 1997 dalje) kot sestavni del svoje strateške opredelitve, da koncentrira svoje naložbe v okrog 150 nadpovprečno kvalitetnih družbah. KAD je relativno uspešno zasledoval svoje poslanstvo in sledil ciljem, postavljenim z dolgoročno poslovno strategijo, čeprav sem ugotovil, da je dolgoročna naložbena politika konzervativna: varnost naložb je pred donosnostjo, dolgoročni cilj pa je ohraniti in povečati realno vrednost premoženja. Pri upravljanju privatizacijskega portfelja bo KAD v prihodnje sledil najbolj pomembnim dogajanjem v podjetjih in pri tem uporabljal pravila modernega vladanja podjetjem. Ob pričakovanem izstopanju SOD iz svojih naložb si bo KAD prizadel pridobiti vlogo pomembnega pogajalca, ki bo, vsaj kratkoročno,

povečal delež v perspektivnih in za slovensko gospodarstvo pomembnih podjetjih. Delež domačih netržnih lastniških naložb manjših vrednosti naj bi se še naprej zmanjševal. KAD bo poskušal doseči bolj optimalno razpršitev svojega premoženja s povečevanjem deleža dolžniških vrednostnih papirjev. Prav tako naj bi se krepila vloga celotnega portfelja tujih vrednostnih papirjev.

V diplomskem delu sem predstavil tudi proces upravljanja naložb, ki zahteva dobro poznavanje tržnih razmer na eni strani in naložbenih ciljev na drugi. Pri oblikovanju optimalne sestave naložb je potrebno sestav venomer pregledovati. Vsaj občasno je potrebno meriti, ali je bila naložbena politika uspešna, saj se na podlagi naložbene politike KAD odloča, kako bo razporedil svoje naložbe, da bi dosegel zastavljeni cilj. Seveda pa je v procesu upravljanja naložb pomemben tudi način investiranja. Za slovenski trg in KAD je trenutno primernejše aktivna strategija, saj se zaradi neučinkovitosti na trgu kapitala pojavljajo podcenjeni in precenjeni vrednostni papirji, kar pomeni, da upravitelji neprestano spreminjajo sestavine premoženja in njihove lastniške deleže.

Po mojem mnenju bi bilo potrebno vlogo KAD spremeniti, saj v nekaterih podjetjih obvladuje tudi po tretjinske ali večje lastniške deleže, kar mu ob razpršenem preostalem lastništvu daje kontrolno moč ter možnost vplivanja na poslovanje podjetij in njihove strateške odločitve. Na vsak način bo potrebno njegov vpliv na domača podjetja omejiti, saj politika in gospodarstvo z roko v roki v tržnem gospodarstvu nimata kaj iskati. S transformacijo KAD bi dosegli umik države iz slovenskega gospodarstva in razpršili tveganje. Vendar pa bi morala biti sprememba njegove vloge postopna (denimo v petih letih), da ne bi prihajalo do večjih pretresov na borzi in pri poslovanju podjetij, ki jih ima KAD danes v svojem portfelju.

LITERATURA

1. Bakšič Jernej: Slovenska odškodninska družba in Kapitalska družba na slovenskem kapitalskem trgu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 38 str.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Essentials of Investments. Fifth Edition. New York : Mcgrax-Hill, 2002. 1015 str.
3. Biščak Jože: KAD bo do leta 2004 postal holding. Finance, Ljubljana, 2002, 227, str. 5
4. Bohinc Rado: Privatizacija po veljavni slovenski zakonodaji. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 41(1992), 38, str. 59-63.
5. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. Sixth Ed. Forth Worth: Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Bužan Robi: Pomen pokojninskih družb za prihodnost in razvoj trga kapitala. 18. finančno-borzna konferenca Ljubljanske borze d.d., Gradiva k predavanjem. Portorož, 2001, str. 42-50.
7. Čok Alenka: Optimizacija sestave naložb zavarovalnice. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 95 str.
8. Fabozzi Frank J. et al.: Pension Fund Investment Management. 2. izdaja. London : McGraw-Hill Professional Publishing, 1997. 301 str.
9. Filipič Peter: Interesi državnih skladov. Kdo bo resnični lastnik slovenskih podjetij – Seminarski gradivo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996, str. 29-32.
10. Filipič Peter: Kapitalski pokojninski sklad kot verjeten dejavnik nadaljnjega razvoja pokojninskega sistema Slovenije. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 47(1996a), 1-2, str. 101-109.
11. Jurančič Iztok: Kapitalski sklad: čiščenje portfelja že prinaša dobiček. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 42 (1999), 14, str. 12-14.
12. Kleindienst Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
13. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
14. Lončarski Igor: Lastniški vrednostni papirji in deleži podjetij. Moje finance – vodnik za upravljanje osebnega premoženja, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 52-53.
15. Maginn John L., Tuttle Donald L.: Managing Investment Portfolios – A Dynamic Process. Second Edition. Boston, New York : Warren, Gorham & Lamont, 1990. 775 str.
16. Mramor Dušan: Notranjim lastnikom najmanj četrtno. Manager, Ljubljana, 1995, 10, str. 20-23.
17. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ (Zapiski predavanj). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995a. 125 str.
18. Pirkmajer Edo: Privatizacija upravljanja portfelja SOD in KAD. Finance, Ljubljana, 2004, 184, str. 8
19. Polanec Sašo, Damijan Jože P., Rojec Matija: Umaknite državo iz gospodarstva. Finance, Ljubljana, 2004, 159, str. 8

20. Prelogar Simon: Učinkovitost trga kapitala. Naše gospodarstvo, Maribor, 2002, 1/2, str. 183-198.
21. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
22. Ribnikar Ivan: Odprava družbene lastnine podjetij, privatizacija... . Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 1-2, str. 60-62.
23. Torkar Damjan: Optimizacija portfelja naložb v Zavarovalnici Triglav. Specialistično delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 75 str.
24. Žnidaršič-Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej d.o.o., 1999. 417 str.

VIRI

1. Interno gradivo in letna poročila KAD, 1997, 1998,1999, 2000, 2001, 2002, 2003 in 2004.
2. Modro jabolko – Informativni časopis Kapitalske družbe d.d. in njenih skladov, 2004, 15 str.
3. Statut Kapitalske družbe pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d., 2004.
4. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
5. Zakon o javnih skladih (Uradni list RS, št. 22/00).
6. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93, 32/94 in 1/96).
7. Zakon o lastninskem preoblikovanju pravnih oseb z družbenim kapitalom, ki prirejajo posebne igre na srečo in strukturi kapitala pravnih oseb, ki opravljajo dejavnost prirejanja posebnih iger na srečo (Uradni list RS, št. 40/97).
8. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 106/99, 72/00, 81/00, 124/00, 109/01).
9. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99, 31/00).
10. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizacije pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/98, 72/98, 12/99, 16/99, 12/01, 79/01).

PRILOGA

Priloga 1: Dolgoročne lastniške finančne naložbe KAD v letu 2004

Tabela 1: Družbe, v katerih je imel KAD na dan 31. 12. 2004 najmanj 20% lastniški delež

Zaporedna številka	Naziv	Sedež	Org. enota
1	Fotona, d.d.	Ljubljana	d.d.
2	Adria Airways, d.d.	Ljubljana	d.d.
3	Terme Olimia bazeni, d.d.	Podčetrtek	d.d.
4	Paloma, d.d..	Sladki Vrh	d.d.
5	Zavarovalnica Triglav, d.d.	Ljubljana	d.d.
6	Casino Portorož, d.d.	Portorož	d.d.
7	Unior, d.d.	Zreče	d.d.
8	Labod, d.d.	Novo mesto	d.d.
9	Iskra, d.d.	Ljubljana	d.d.
10	Gorenjska predilnica, d.d.	Škofja Loka	d.d.
11	Tiko, d.o.o.	Tržič	d.o.o.
12	SGP Gorica, d.d.	Nova Gorica	d.d.
13	Iskraemeco, d.d.	Kranj	d.d.
14	Domel, d.d.	Železniki	d.d.
15	Loterija Slovenije, d.d.	Ljubljana	d.d.
16	Aero, d.d.	Celje	d.d.
17	Birostroj Computers, d.d.	Maribor	d.d.
18	Gospodarsko razstavišče, d.o.o.	Ljubljana	d.o.o.
19	Železarna Ravne-Monter Dravograd, d.d.	Otiški vrh	d.d.
20	GZL Geoprojekt, d.d.	Ljubljana	d.d.
21	LIP Bled, d.d.	Bled	d.d.
22	Gio, d.o.o.	Ljubljana	d.o.o.
23	Casino Ljubljana, d.d.	Ljubljana	d.d.
24	Comet, d.d.	Zreče	d.d.
25	Hit, d.d., Nova Gorica	Nova Gorica	d.d.
26	Mariborska livarna Maribor, d.d.	Maribor	d.d.
27	Kovinarska Vrhnika, d.o.o.	Vrhnika	d.o.o.
28	Cinkarna Celje, d.d.	Celje	d.d.
29	Casino Maribor, d.d.	Maribor	d.d.

Opomba: KAD je imel v svojem naložbenem portfelju 34 gospodarskih družb, v katerih je njegov lastniški delež dosegel ali presegel 20%. Od tega je bilo 4 družb z omejeno odgovornostjo, 30 pa je bilo delniških družb. 5 od 34 družb je bilo v stečajnem postopku. Zato je v Tabeli 3 prikazanih le 29 delujočih gospodarskih družb.

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Tabela 2: Pregled stanja dolgoročnih lastniških finančnih naložb konec leta 2003 in 2004

Vrsta lastniške naložbe	Vrednost v knjigah KAD 31.12.2004 (v 1000 SIT)	Vrednost v knjigah KAD 31.12.2003 (v 1000 SIT)	Indeks
Delnice na borznem trgu	163.440.498	122.741.225	133,16
Delnice na zunajborznem trgu	61.586.429	53.810.829	114,34
Deleži gospodarskih družb	4.201.197	3.079.049	136,44
Delnice tujih izdajateljev	9.745.094	11.808.165	82,93
Skupaj	238.973.218	191.439.267	124,83

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Tabela 3: Pomembne družbe (tiste, v katerih ima KAD največje lastniške deleže), vključene v trgovanje na Ljubljanski borzi, konec leta 2004

Zaporedna številka	Ime podjetja
1	Krka, d.d., Novo mesto
2	Mercator, d.d., Ljubljana
3	Sava, d.d.
4	Gorenje, d.d.
5	Petrol, d.d.
6	Merkur, d.d.
7	Istrabenz, d.d.
8	Luka Koper, d.d., Koper
9	Helios Domžale, d.d.
10	Intereuropa, d.d.
11	Pivovarna Laško, d.d.
12	Cinkarna Celje, d.d.
13	Lesnina, d.d.
14	Juteks, d.d., Žalec
15	Aerodrom Ljubljana, d.d.
16	Terme Čadež, d.d.
17	Belinka, d.d.
18	Kolinska, d.d.
19	Iskra Avtoelektrika, d.d.
20	Droga, d.d., Izola
21	Žito, d.d.
22	Delo, d.d.

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Tabela 4: Pomembne družbe (tiste, v katerih ima KAD največje lastniške deleže) v lasti KAD, ki ne kotirajo na organiziranem trgu konec leta 2004

Zaporedna številka	Ime podjetja
1	Telekom Slovenije, d.d.
2	Nova Ljubljanska banka, d.d.
3	Zavarovalnica Triglav, d.d.
4	Adria Airways, d.d., Ljubljana
5	Iskra, d.d.
6	Nova kreditna banka Maribor, d.d.
7	Hit, d.d., Nova Gorica
8	Paloma, d.d.
9	Iskra, d.d., Ljubljana
10	Iskraemeco, d.d.
11	Kovinoplastika Lož, d.d.
12	Perutnina Ptuj, d.d.
12	Hoteli Morje, d.d.

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.

Tabela 5: Pomembne naložbe KAD v lastniške papirje tujih izdajateljev

Zaporedna številka	Vrednostni papir
1	Teva Pharmaceutical Industries Ltd
2	Financial Select Sector SPDR Fund
3	Svenska Cellulosa AB
4	iShares MSCI Japan Index Fund
5	Pfizer Inc
6	iShares MSCI EMU Index Fund
7	Barr Laboratories Inc
8	iShares S&P Europe 350 Index Fund
9	Total SA
10	ING Grope NV

Vir: Interno gradivo KAD, 2005.