

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

BETKA BUH

**RAZVOJ ZAKONODAJE NA PODROČJU
INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI
OD LETA 1992**

Diplomsko delo

LJUBLJANA, 2005

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

BETKA BUH

Mentor: red. prof. dr. RADO BOHINC

**RAZVOJ ZAKONODAJE NA PODROČJU
INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI
OD LETA 1992**

Diplomsko delo

LJUBLJANA, 2005

KAZALO

KAZALO	3
SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC IN OKRAJŠAV	5
1. UVOD	7
2. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV	9
2.1. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI	9
2.1.1. Investicijski sklad	10
2.2. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	13
2.3. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE	14
3. LASTNINJENJE DRUŽBENEGA KAPITALA V SLOVENIJI	16
3.1. LASTNINSKO PREOBLIKOVANJE PODJETIJ	16
3.2. INSTITUCIONALNI UDELEŽENCI LASTNINSKEGA PREOBLIKOVANJA	18
3.2.1. Agencija Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo	19
3.2.2. Slovenski odškodninski sklad	19
3.2.3. Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja	20
3.2.4. Pooblašcene investicijske družbe	20
3.2.5. Sklad Republike Slovenije za razvoj	22
3.3. PRIVATIZACIJSKI PRIMANJKLJAJ	23
3.4. KONEC PRIVATIZACIJE DRUŽBENE LASTNINE	24
4. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE IN NJIHOVO PREOBLIKOVANJE	26
4.1. PREOBLIKOVANJE PID-ov	26
4.1.1. Preoblikovanje PID-ov v zaprt sklad – v investicijsko družbo	27
4.1.2. Preoblikovanje PID-ov v odprt sklad – v vzajemni sklad	27
4.1.3. Preoblikovanje PID-ov v pravo delniško družbo – holding	28
4.1.4. Prenehanje PID-ov z likvidacijo	29
4.1.5. Preoblikovanje dela PID-ov v pokojninske sklade	29
5. RAZVOJ ZAKONODAJE NA PODROČJU INVESTICIJSKIH SKLADOV	30
5.1. PREGLED ZAKONODAJE	30
5.2. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU)	31
5.2.1. Kršitve določb ZISDU	33
5.3. ZAKON O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-A)	35
5.4. ZAKON O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-B)	42
5.5. ZAKON O SPREMEMBI ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-C)	44
5.5.1. Kršitve določb ZISDU-A, ZISDU-B in ZISDU-C	44
5.6. ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)	45
5.6.1. Uskladitev ZISDU-1 z evropskimi direktivami	47
5.6.2. Spremembe in novosti, ki jih je vpeljal ZISDU-1	53
5.6.3. Podzakonski akti in predpisi ZISDU-1	62

5.6.4.	Preoblikovanje in uskladitev subjektov z novo zakonodajo	62
5.6.5.	Ustavne kršitve ZISDU-1	64
5.6.6.	Kršitve določb ZISDU-1	65
5.7.	ZAKON O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1A).....	68
5.7.1.	Obveznost uskladitve pravnega reda RS s pravnim redom EU do 1. maja 2004	70
5.7.2.	Vsebina ZISDU-1A.....	71
5.7.3.	Podzakonski akti in predpisi ZISDU-1A	75
5.7.4.	Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb	75
5.7.5.	Kršitve določb ZISDU-1A	75
5.8.	ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE – URADNO PREČIŠČENO BESEDILO (ZISDU-1-UPB1).....	76
6.	RAZVOJ ZAKONA, KI SE NAVEZUJE NA ZAKON S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV	79
6.1.	PREGLED ZAKONODAJE	79
6.2.	ZAKON O PRVEM POKOJNINSKEM SKLADU REPUBLIKE SLOVENIJE IN PREOBLIKOVANJU POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (ZPSPID).....	80
6.3.	ZAKON O SPREMEMBAH IN DOPOLNITVAH ZAKONA O PRVEM POKOJNINSKEM SKLADU REPUBLIKE SLOVENIJE IN PREOBLIKOVANJU POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (ZPSPID-A)	81
6.4.	ZAKON O DOPOLNITVAH ZAKONA O PRVEM POKOJNINSKEM SKLADU REPUBLIKE SLOVENIJE IN PREOBLIKOVANJU POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (ZPSPID-B).....	82
6.5.	ZAKON O PRVEM POKOJNINSKEM SKLADU REPUBLIKE SLOVENIJE IN PREOBLIKOVANJU POOBLAŠČENIH INVESTICIJSKIH DRUŽB (ZPSPID-UPB1).....	83
7.	KAPITALSKI TRG IN ZAKONODAJA S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV	84
8.	SKLEP.....	94
9.	SEZNAM LITERATURE	97
	PRILOGA A	111

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC IN OKRAJŠAV

- ATVP: Agencija za trg vrednostnih papirjev
- D.S.U.: Družba za svetovanje in upravljanje
- DZU: družba za upravljanje
- EU: Evropska Unija
- ID: investicijska družba
- KAD: Kapitalska družba
- KNPVP: kolektivni naložbeni podjemi vrednostnih papirjev
- PDZU: pooblaščen družba za upravljanje
- PID: pooblaščen investicijska družba
- RS: Republika Slovenija
- SOS: Slovenski odškodninski sklad
- SRD: Slovenska razvojna družba
- ZAPP: Zakon o Agenciji Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo
- ZDen: Zakon o denacionalizaciji
- ZDU-GIZ: Gospodarsko interesno združenje družb za upravljanje
- ZGD-UPB1: Zakon o gospodarskih družbah – uradno prečiščeno besedilo
- ZGJS: Zakon o gospodarskih javnih službah
- ZIOOZP: Zakon o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja
- ZISDU: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-A: Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-B: Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-C: Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-1: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-1A: Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
- ZISDU-1-UPB1: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – uradno prečiščeno besedilo
- ZJS: Zakon o javnih skladih

- ZLPP: Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij
- ZPIZ: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju
- ZPPSRD: Zakon o prenosu pooblastil, pravic in obveznosti Slovenske razvojne družbe in o prenehanju delovanja Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo
- ZPSPID: Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb
- ZPSPID-A: Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb
- ZPSPID-B: Zakon o dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb
- ZPSPID-UPB1: Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – uradno prečiščeno besedilo
- ZSOS: Zakon o Slovenskem odškodninskem skladu
- ZSPOZ: Zakon o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in poveljnega nasilja
- ZSRaz: Zakon o Skladu Republike Slovenije za razvoj
- ZTVP: Zakon o trgu vrednostnih papirjev
- ZZad: Zakon o zadrukah
- ZZLPPPO: Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe
- ZZSPID: Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate

1. UVOD

Slovenija se je srečala s prvimi investicijskimi skladi v okviru borzno-posredniških družb januarja leta 1992. Od takrat naprej so se sprejemali in dopolnjevali različni zakoni, ki naj bi, po mnenju strokovnjakov, najbolje uredili delovanje investicijskih skladov znotraj trga vrednostnih papirjev in tako pospešili razvoj kapitalskega trga. Z nastankom investicijskih skladov je povezan proces lastninjenja družbenega kapitala. Prav tako kot mnoge druge vzhodnoevropske države, se je tudi Slovenija odločila za množično razdelitveno privatizacijo. Del tega procesa je potekal skozi investicijske sklade, tako imenovane pooblaščne investicijske družbe, s katerimi je imela Slovenija največje probleme pri oblikovanju zakonodaje v času približevanja Evropski Uniji. Problemi so bili povezani s preoblikovanjem pooblaščenih investicijskih družb v primerno obliko ter z določitvijo primerne časovnega okvira za preoblikovanje.

Skozi ves ta čas, od 90-ih let 20. stoletja naprej, se je pomen in vloga investicijskih skladov vedno bolj povečevala. Pojavljalo se je vedno več investicijskih skladov v različnih oblikah, katerim je bilo potrebno zagotoviti ustrezno pravno okolje za varno delovanje. V letu 1994 je bil sprejet prvi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je bil večkrat dopolnjen in spremenjen. Pomemben preobrat na področju poslovanja investicijskih skladov je bil vstop Slovenije v Evropsko Unijo. S pridružitvenim sporazumom se je Slovenija obvezala, da bo zagotovila prost pretok štirih svoboščin: prost pretok blaga, kapitala, delovne sile in storitev. Investicijski skladi se nanašajo na prost pretok kapitala. Slovenija je morala z vstopom prilagoditi svojo prejšnjo zakonodajo evropski, tako da bi bili zagotovljeni temelji za uresničevanje te svoboščine. V okviru sprejemanja in dopolnjevanja osnovnega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je Slovenija upoštevala direktive Evropske Unije s področja investicijskih skladov, in sicer Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje 85/611/EEC iz leta 1985, s kasnejšimi dopolnitvami. Največjo oviro pri prilagajanju slovenske zakonodaje evropski so predstavljale pooblaščne investicijske družbe, ki jih razvita Evropa ni poznala, a so pri nas še vedno obstajale kot posledica privatizacije družbene lastnine.

V diplomskem delu bom predstavila razvoj zakonodaje s področja investicijskih skladov v Sloveniji, od začetka privatizacije do danes, s tem da bom bolj podrobno opisala zakon, ki je veljaven danes. Izhajala bom iz naslednjih hipotez:

- 1. »Slovenska zakonodaja s področja investicijskih skladov se je približevala direktivam Evropske Unije in je danes usklajena s pravom Evropske Unije.«**
- 2. »Danes veljavna zakonodaja s področja investicijskih skladov je oblikovana tako, da nudi vlagatelju varnost in zaščito ter oživlja kapitalski trg v Sloveniji.«**

Predmet diplomskega dela je obravnavanje zakonodaje s področja investicijskih skladov, z njimi povezanimi družbami za upravljanje, pooblaščenimi investicijskimi družbami in vlagatelji. Zanimalo me bo, ali danes veljavna zakonodaja nudi varnost in zaščito vlagatelju ter oživlja kapitalski trg. Nekateri subjekti (pooblašcene investicijske družbe ter investicijske družbe, ki iz njih izhajajo), ki jih omenja zakonodaja s področja investicijskih skladov, so nastali v procesu lastninjenja družbenega kapitala, zato bom del diplomskega dela namenila tudi temu področju. Zadnji del diplomskega dela bo namenjen povezovanju zakonodaje s kapitalskim trgom v Sloveniji.

Pri preverjanju potrditve oziroma zavrnitve postavljenih hipotez sem uporabila naslednje metode: deskriptivno metodo (opis in razlaga pojmov ter zakonov), analizo primarnih virov (predlogi zakonov, zakoni, predpisi, poročila), analizo sekundarnih virov (knjige, poročila, časopisni članki) in analizo internetnih virov.

Vsebinsko je diplomsko delo razdeljeno na sedem poglavij. Najprej bom v drugem poglavju opredelila investicijske sklade ter ostale subjekte, ki jih opredeljuje danes veljaven zakon s področja investicijskih skladov. V tretjem poglavju bom predstavila proces lastninjenja družbenega kapitala v Sloveniji; subjekte, ki so nastopali v tem procesu ter privatizacijski primanjkljaj. V četrtem poglavju bom opredelila zakonsko določene pogoje za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. V petem poglavju bom opisala razvoj zakonodaje na področju investicijskih skladov, in sicer razvoj Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Posebno pozornost bom namenila zadnjemu veljavnemu zakonu, ki je bil dokončno usklajen z evropskimi smernicami. V šestem poglavju sledi opis Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih

družb, ki je bil sprejet naknadno, saj Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ni določil pogojev in rokov za preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Zadnje, sedmo poglavje bo namenjeno kapitalskemu trgu in Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, kjer bom empirično preverila povezavo med zakonom in oživljanjem kapitalskega trga v Sloveniji.

2. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Že v prvem sprejetem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – v nadaljevanju ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94) so bili opredeljeni osnovni pojmi, ki so bili rdeča nit vseh nadalje dopolnjenih in sprejetih zakonov. Zato, da bom lahko razložila razvoj zakonodaje na področju investicijskih skladov, je pomembno, da najprej predstavim vrste investicijskih skladov po danes veljavnem zakonu, ki je uradno prečiščeno besedilo ZISDU-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05) in je usklajen z direktivami EU.

2.1. Investicijski skladi v Sloveniji

Investicijski skladi so si med seboj različni, kar vpliva na investicije vlagateljev, ko se odločajo za način vlaganja. Najbolj razširjena delitev investicijskih skladov je glede na vrsto naložb, v katere je kapital investicijskega sklada naložen. Delimo jih v tri glavne skupine:

- delniški skladi (investirajo izključno v delnice; cilj upravljavcev je čim večja dolgoročna rast premoženja sklada; tečajna nihanja so večja, zato je tudi tveganje večje);
- obvezniški skladi (investirajo v dolžniške vrednostne papirje; dajejo prednost kakovosti pred visokim zaslužkom; večina prihodkov prihaja od obresti; tečajna nihanja so manjša, zato je tudi tveganje manjše);
- mešani skladi (oziroma uravnoteženi skladi; investirajo v vse vrednostne papirje; namen je zagotoviti trenutne prihodke kot tudi dolgoročno rast s pomočjo portfelja, sestavljenega iz delnic, obveznic in denarja; diverzificiranost naložb je visoka, zato obstaja manjše tveganje).

2.1.1. Investicijski sklad

Investicijski sklad je opredeljen v 2. členu ZISDU-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05) kot: *»(1) ... podjem, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj«*. V nadaljevanju sledi, da se lahko oblikuje kot vzajemni sklad ali ustanovi kot investicijska družba. Najprej bom navedla različne vrste investicijskih skladov na podlagi prej omenjenega zakona, nato pa opredelila vzajemni sklad in investicijsko družbo.

S sprejetjem ZISDU-1 v letu 2002 (Ur. l. RS, št. 110/02) so bile v primerjavi z ZISDU iz leta 1994, dovoljene različne naložbe investicijskih skladov, zato je nastalo kar nekaj novih vrst investicijskih skladov. Danes veljavno uradno prečiščeno besedilo ZISDU-1-UPB1 v 3. členu opredeljuje naslednje vrste investicijskih skladov.

- **Indeksni investicijski sklad:** cilj naložbene politike tega sklada je natančno posnemanje sestave določenega indeksa. Večino sredstev ima naloženih v vrednostne papirje oziroma v finančne instrumente, ki sestavljajo navedeni indeks. Pomembna je razpršenost investicije. Novejša oblika indeksnih skladov se imenuje EFT skladi (exchange trade funds), ki kotirajo na borzi v obliki delnic in jih imetnik običajno ne more unovčiti pri družbi za upravljanje – v nadaljevanju DZU.
- **Investicijski sklad denarnega trga:** večino prihodkov sklad realizira iz naložb. Največ sredstev ima naloženih v instrumentih denarnega trga ter v denarnih depozitih. Zanimivi so za institucionalne vlagatelje in prebivalstvo, ker je tveganje teh skladov zelo nizko.
- **Namenski investicijski sklad:** naložbena politika sklada je usmerjena v vlaganje sredstev v določeno gospodarsko dejavnost, panogo, geografsko področje, vrsto vrednostnih papirjev in podobno, pri čemer so DZU takšnega investicijskega sklada specializirane za upravljanje s takšnimi vrstami naložb ali pa razpolagajo s specialnim znanjem pri upravljanju s takšnimi naložbami. Za vlagatelje so bolj tvegani.
- **Sklad skladov:** cilj naložbene politike sklada je vlaganje sredstev pretežno v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov. Imeti mora najmanj 90 % naložb v investicijskih kuponih in delnicah investicijskih družb, med naložbami so lahko enote nekaterih skladov, ki malim vlagateljem niso dosegljivi, saj zahtevajo zelo visoke minimalne začetne vloške.

Običajno se že ob ustanovitvi investicijskega sklada opredeli njegov namen ali cilj, od katerega je odvisna vrsta vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v svoji aktivi (sredstva sklada). Kot sem že omenila morajo biti naložbe investicijskega sklada v vrednostne papirje takšne, da zagotavljajo omejevanje in razpršitev tveganj. Skladno s tem, ZISDU-1-UPB1 tudi predpisuje, v katere vrednostne papirje sme investicijski sklad naložiti zbrana denarna sredstva in kako morajo biti te naložbe razpršene (Kranjc Žnidaršič 1999). Načelo razpršitev tveganj je glavna prednost investiranja prihrankov prek investicijskih skladov, saj lahko zbrana sredstva nalaga v različne vrednostne papirje, kar pomeni predvsem manjše tveganje.

Že na začetku sem omenila, da se investicijski sklad lahko oblikuje kot investicijska družba ali kot vzajemni sklad. Opis sledi v nadaljevanju.

➤ **Investicijska družba**

Za investicijsko družbo se uporabljajo določbe Zakona o gospodarskih družbah – v nadaljevanju ZGD-UPB1 (Ur. l. RS, št. 15/05) o delniški družbi, razen če je v ZISDU-1-UPB1 drugače določeno (152. člen). V 153. členu ZISDU-1-UPB1 je investicijska družba opredeljena kot družba, ki: *»(1) ... ne sme opravljati nobene druge dejavnosti, razen dejavnosti nalaganja premoženja v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe, po načelih razpršitve tveganj«.*

Investicijska družba je zaprt investicijski sklad. Je finančna institucija in tako kot delniška družba pravna oseba. Uspešnost poslovanja je odvisna predvsem od sestave premoženja. Na pasivni strani investicijske družbe so delnice, zato je tudi delniška družba, ki ima fiksni obseg kapitala. To pomeni, da se ob ustanovitvi določi velikost družbe in s tem tudi število izdanih delnic – podobno kot pri delniški družbi. Izdajatelj delnic investicijske družbe ni obvezan k odkupu le-teh na željo vlagatelja – jih ni mogoče prodati nazaj sami investicijski družbi (z izjemo nakupa lastnih delnic na trgu z namenom kasnejšega umika), saj se z delnicami trguje na organiziranih sekundarnih trgih vrednostnih papirjev – borzah (Kranjc Žnidaršič 1999), kjer jih vlagatelj lahko kupi ali proda, če obstajata ponudba in povpraševanje (Lubej 2005).

➤ Vzajemni sklad

Vzajemni sklad je investicijski sklad, ki ga upravljajo DZU. Le-te morajo pridobiti za njegovo upravljanje dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev – v nadaljevanju ATVP. V 112. členu ZISDU-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05) je vzajemni sklad opredeljen kot: *»(1) ... premoženje, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada«*. Premoženje vzajemnega sklada sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje, ki so bili financirani z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb – vlagateljev. Premoženje je razdeljeno na točke, katerih vrednost se spreminja skladno z vrednostjo portfelja naložb sklada. Z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada, torej z nakupom točk vzajemnega sklada vlagatelj postane lastnik točk in posredni lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada, ki je v ozadju točk. Upravljanje s premoženjem vzajemnega sklada je v celoti v rokah upravljavca, ki ga upravlja izključno v korist imetnikov investicijskih kuponov (Poljašević, Mikuž 2001).

Vzajemni sklad je odprt investicijski sklad, katerega premoženje ob ustanovitvi ni fiksno določeno. Poleg tega ima na pasivni strani (obveznosti sklada) investicijske kupone, zato vzajemni sklad ni pravna oseba. Je samostojna poslovna enota, ki je ločena od njenih upravljavcev oziroma investicijskih svetovalcev. Z deleži vzajemnega sklada se na borzi ne trguje (Kranjc Žnidaršič 1999). Vlagatelji lahko kadar koli kupijo nove enote premoženja od DZU, ki sklad upravljajo; hkrati pa lahko kadar koli prodajo enote premoženja DZU in s tem izstopijo iz vzajemnega sklada (http://www.ljse.si/StrSlo/Investit/Menu/in_sht.htm).

Za primerjavo, investicijska družba in vzajemni sklad se med seboj razlikujeta predvsem v likvidnosti oziroma zmožnosti unovčevanja deležev, ki so v rokah vlagateljev v te sklade. Vlagatelj lahko delnice investicijske družbe (zaprt sklad) unovči s prodajo na sekundarnem trgu, medtem ko lahko deleže vzajemnega sklada (odprt sklad), s katerimi se na borzi ne trguje, proda imetniku investicijskega kupona vzajemnega sklada – DZU.

2.2. Agencija za trg vrednostnih papirjev

ZISDU-1-UPB1 omenja tudi ATVP, ki skrbi za nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in DZU. Ustanovljena je bila z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev – v nadaljevanju ZTVP (Ur. l. RS, št. 6/94) (Kranjc Žnidaršič 1999). ATVP danes opravlja različne naloge in pristojnosti, ki tvorijo predvsem štiri osnovna področja (<http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=16>):

- o izdaja dovoljenj in soglasij oziroma drugih aktov:
 - za poslovanje finančnih organizacij (na področju investicijskih skladov: za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov, za upravljanje posameznega investicijskega sklada),
 - za javno ponudbo vrednostnih papirjev,
 - za ponudbo za odkup vrednostnih papirjev,
 - za opravljanje poslov borznega posrednika ter
 - za opravljanje funkcije člana uprave DZU, borzno-posredniške družbe, borze in klirinško-depotne družbe;
- o nadzor nad trgov vrednostnih papirjev oziroma nadzor nad finančnimi organizacijami ter nadzor postopkov v zvezi s prevzemi;
- o priprava podzakonskih predpisov;
- o vodenje registrov oziroma drugih podatkov s področja trga vrednostnih papirjev.

ATVP svoje naloge in pristojnosti izvršuje z namenom zagotoviti možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje (<http://www.a-tvp.si/>). Naloga ATVP v okviru nadzora je, da izvaja preglede na področju investicijskih skladov in DZU v skladu z določbami ZISDU-1-UPB1, ki se nanašajo na skladnost poslovanja DZU, vzajemnih skladov, investicijskih družb ter nadzor nad drugimi osebami. Pregled zajema naslednja področja (Letno poročilo o delu ATVP 2003): naložbe investicijskih skladov in drugih subjektov nadzora glede omejitev; posli članov uprave in nadzornega sveta DZU, ki so prepovedani; obvladovanje tveganj investicijskih skladov; vodenje poslovnih knjig in sestavljanje poslovnih poročil; obveščanje javnosti in ATVP o pomembnejših dogodkih, povezanih s poslovanjem investicijskih skladov.

2.3. Družba za upravljanje

ZISDU-1-UPB1 je opredelil DZU, ki opravljajo storitev upravljanja investicijskih skladov, saj se tako vzajemni sklad kot investicijska družba ne smeta upravljati sama (Kranjc Žnidaršič 1999). Naloga DZU je na trgu poiskati vlagatelje, ki bodo svoj denar zaupali v upravljanje investicijskega sklada, nato pa bodo DZU za zbrani denar (kapital) poiskale in izbrale primerne naložbe, ki bodo zagotovile pričakovane rezultate vlagateljem v skladu s tem, kar je zapisano v prospektu vzajemnega sklada ali statutu investicijske družbe (Lubej 2005).

ZISDU-1-UPB1 poleg storitev upravljanja investicijskih skladov DZU vsebuje tudi določbe DZU o nadzoru nad vzajemnimi pokojninskimi skladi in njihovimi upravljavci ter pogoji, ki jih morajo izpolnjevati upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov.

Po 16. členu ZISDU-1-UPB1 so DZU ustanovljene izključno za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, torej lahko upravljajo tako vzajemni sklad kot investicijsko družbo.

DZU oblikujejo vzajemni sklad tako, da sprejmejo pravila upravljanja vzajemnega sklada. Poleg tega morajo DZU in skrbnik vzajemnega sklada skleniti pogodbo s klirinško depotno družbo, na podlagi katere postane skrbnik član klirinško depotne družbe. S pogodbo se uredijo razmerja, pravice in obveznosti vseh treh subjektov. DZU upravljajo vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov.

V nasprotju z vzajemnim skladom je investicijska družba delniška družba, katere ustanoviteljice so DZU. Pogoj za ustanovitev investicijske družbe je pogodba med ustanovitelji in DZU o upravljanju investicijske družbe. Pogodba o upravljanju investicijske družbe je pogodba, s katero se DZU zavežejo upravljati investicijsko družbo in pri tem, v imenu in za račun investicijske družbe, opravljati posle v zvezi z upravljanjem finančnega premoženja investicijske družbe (Jamnik in drugi v Mramor 2000), investicijska družba pa se zaveže DZU plačevati provizijo za upravljanje.

Osnovni interes upravljalca investicijskega sklada je, da povečuje vrednost sredstev v upravljanju, saj na ta način povečuje tudi svojo provizijo za upravljanje. Za doseg tega cilja nenehno analizira podjetja in ugotavlja njihovo trdnost, potencial za rast in ustvarjanje dobička, prav tako analizira tudi druge naložbene možnosti. Izbrane naložbe so tiste, ki jih upravljavci ocenijo za najboljše, kamor potem usmerijo zbrani kapital investicijskega sklada. Ko oceni, da neka naložba ni več primerna, jo DZU enostavno prodajo (Lubej 2005).

DZU so gospodarske družbe in pravne osebe, ustanovljene kot delniške družbe ali kot družbe z omejeno odgovornostjo. Družbeniki DZU (lastniki delnic), če gre za delniško družbo, smejo biti le posamezniki ali pravne osebe, organizirani v obliki delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo. Posamezniki in pravne osebe si smejo posredno ali neposredno pridobiti skupno več kot 20 % delnic, to je deleža v DZU, le z dovoljenjem ATVP. Ustanovitelji DZU si morajo dovoljenje za upravljanje z investicijskimi skladi pridobiti od ATVP še preden se vpišejo v sodni register (Center za mednarodno sodelovanje in razvoj 2001).

Prvo poglavje je namenjeno predstavitvi in opredelitvi osnovnih pojmov, na katere se naša današnja zakonodaja s področja investicijskih skladov – ZISDU-1-UPB1. Opredelila sem investicijske sklade glede na vrsto naložb, v katere je kapital investicijskega sklada naložen, kjer ločimo delniške, obvezniške in mešane sklade. Danes veljaven ZISDU-1-UPB1 ločuje investicijski sklad na vzajemni sklad in investicijsko družbo. V ZISDU-1-UPB1 se pogosto pojavljata pojma ATVP in DZU, ki sem jih v tem poglavju tudi opisala. DZU skrbi za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, ATVP pa skrbi za nadzor na poslovanjem investicijskih skladov in DZU. ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94) je opredelil tudi pooblašene investicijske družbe – v nadaljevanju PID, ki so se morale preoblikovati do leta 2003, zato jih danes veljaven ZISDU-1-UPB1 ne opredeljuje več. Ker se ZISDU-1-UPB1 v posameznih določbah vseeno nanaša na PID-e, bom naslednji dve poglavji namenila ozadju nastanka PID-ov in njihovem razvoju.

3. LASTNINJENJE DRUŽBENEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Razvoj in nastanek večine investicijskih skladov v Sloveniji, in s tem tudi razvoj zakonodaje, je povezan s procesom lastninjenja družbenega kapitala, kateremu bo to poglavje tudi namenjeno. Slovenska država se je v okviru prej omenjenega procesa odločila za množično razdelitveno privatizacijo, katere del je potekal tudi skozi PID-e, ki so bili ustanovljeni kot prehodna oblika. Opisala bom proces lastninjenja v Sloveniji, predvsem zato, ker me zanima ozadje, ki je vplivalo na razvoj našega kapitalskega trga in posledično tudi na sprejemanje in dopolnjevanje zakonodaje s področja investicijskih skladov. Zanimalo me bo, s kakšnim namenom so nastali PID-i in kakšno vlogo so imeli v procesu lastninjenja.

3.1. Lastninsko preoblikovanje podjetij

Proces lastninjenja družbenega kapitala se je v Sloveniji začel s sprejetjem Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij – v nadaljevanju ZLPP (Ur. l. RS, št. 55/92) novembra leta 1992. Zakon je bil eden izmed tranzicijskih predpisov, ki so bili podlaga za nastajanje novega pravno-ekonomskega sistema, s katerim so se urejala vprašanja, glede katerih zakonodajalec ni imel nobenih izkušenj, rešitev pa ni mogel iskati v primerljivih zakonodajah drugih držav. Zato je imel pri odločitvi načina lastninjenja (lastninskega preoblikovanja) in privatizacije razmeroma proste roke (Ur. l. RS, št. 12/01). Cilj zakona in osnovni namen zakonodajalca je bil naslednji (Kranjc Žnidaršič 1999: 43):

- preoblikovanje družbene lastnine v zasebno in državno lastnino;
- lastninjenje podjetij;
- razdelitev družbenega kapitala med vse strukture družbe in
- vzpostavitev mehanizmov za uvajanje kapitalsko upravljaljske strukture, ki bo omogočila večjo učinkovitost gospodarstva in normalno delovanje trga kapitala in delovne sile.

ZLPP je določal več načinov lastninskega preoblikovanja, ki so predstavljali tehniko oziroma metode lastninskega preoblikovanja. Načini preoblikovanja podjetij po tem zakonu so bili: prenos navadnih delnic na sklade, interna razdelitev delnic, notranji odkup delnic, prodaja delnic podjetja, prodaja vseh sredstev podjetja, preoblikovanje podjetja z večanjem

lastniškega kapitala, prenos delnic na Sklad Republike Slovenije za razvoj. Zakon je določal tudi pogoje, ki so veljali za posamezen način oziroma za kombinacijo načinov lastninskega preoblikovanja. Podjetja so kljub temu lahko samostojno izbirala način lastninskega preoblikovanja. Pri tem so morala upoštevati zakonske določbe in izvedene predpise. ZLPP privatizacijskim upravičencem ni omogočal privatizacije stvari, to je pridobivanja lastninske pravice na sredstvih podjetja.

Za uresničitev lastninskega preoblikovanja je bilo potrebno narediti shemo za razdelitev družbenega kapitala, v kateri so bili glavni akterji subjekti, ki jih omenjam v nadaljevanju poglavja. Osnovna shema je bila naslednja (Kranjc Žnidaršič 1999: 43):

- o 40 % družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom – Skladom in sicer:
 - 20 % dobi Sklad Republike Slovenije za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve tega kapitala pooblaščenim investicijskim družbam,
 - 10 % družbenega kapitala se prenese na Slovenski odškodninski sklad za pokrivanje finančnih potreb v denacionalizacijskih postopkih in
 - 10 % dobi Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja;
- o 20 % družbenega kapitala je namenjeno brezplačni interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate, ki jih Republika Slovenija izda vsem svojim državljanom;
- o 40 % družbenega kapitala je namenjeno odplačni privatizaciji z zakonsko določenimi načini oziroma njihovo kombinacijo:
 - notranji odkup delnic,
 - javni razpis z zbiranjem ponudb,
 - javna prodaja delnic,
 - prodaja vseh sredstev podjetja.

Podjetja so v procesu lastninskega preoblikovanja prodajala družbeni kapital z izdajanjem delnic, ki so jih izdala na podlagi vrednosti iz otvoritvene bilance. Kupiti jih je bilo mogoče na tri načine (Kranjc Žnidaršič 1999).

o Z denarjem

Način nakupa z denarjem je jasen – denar za delnico.

o Z lastniškimi certifikati

Lastniški certifikati so bili pomemben element v privatizaciji, s katerimi smo imeli kasneje še veliko problemov. Prejel ga je vsak državljan Republike Slovenije – v nadaljevanju RS, na dan 05.12.1992. Vrednost certifikata je bila določena na osnovi starosti in je imetniku dajala pravico, da za to vrednost pridobi delnice podjetja ali delnice investicijskega sklada (oziroma PID-a) po vrednosti, ki so jo imele te delnice na dan 01.01.1993, ne glede na to, če je bil certifikat zamenjan v delnico bistveno kasneje. Nakup delnic je bilo mogoče opraviti predvsem v postopku lastninjenja z notranjim odkupom. Končne možnosti, roki in načini uporabe lastniških certifikatov so bili določeni v letu 1998 z Zakonom o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe – v nadaljevanju ZZLPPO (Ur. l. RS, št. 30/98). Kljub temu zakonu, se je rok za uporabo lastniških certifikatov večkrat spreminjal in podaljševal. Tako se je spreminjal tudi obseg vplačil v PID-e. Le-ta je naraščal s povečevanjem reklamnih sporočil in tudi v obdobju, ko se je približeval zadnji rok do katerega je bilo potrebno v skladu z Uredbo vlade o izdaji, razdelitvi in uporabi lastniških certifikatov (Ur. l. RS, št. 40/93) vložiti certifikat v enega od možnih naložb.

o S terjatvami

Nakup delnic s certifikati je bilo mogoče opraviti predvsem v postopku lastninjenja z notranjim odkupom in v teh primerih so bile terjatve uporabljene kot plačilno sredstvo s strani upravičencev do notranjega odkupa (Kranjc Žnidaršič 1999).

3.2. Institucionalni udeleženci lastninskega preoblikovanja

V procesu razdelitve družbenega kapitala so bili ustanovljeni določeni subjekti, ki so bili pomembni institucionalni udeleženci lastninskega preoblikovanja in so imeli v preteklosti velik vpliv na razvoj dogodkov, ki so sledili.

3.2.1. Agencija Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo

Agencija RS za prestrukturiranje in privatizacijo je bila kot javni zavod ustanovljena v letu 1993 z Zakonom o Agenciji RS za prestrukturiranje in privatizacijo – v nadaljevanju ZAPP (Ur. l. RS, št. 7/93). Zadolžena je bila za opravljanje strokovnih in tehničnih opravil za potrebe vlade ter za izvajanje javnih pooblastil v procesih lastninskega preoblikovanja podjetij v skladu z ZLPP. Izvajala je državni nadzor pri izdajanju soglasij za programe lastninskega preoblikovanja. Na podlagi Zakona o prenosu pooblastil, pravic in obveznosti Slovenske razvojne družbe in o prenehanju Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo – v nadaljevanju ZPPSRD iz leta 2004 (Ur. l. RS, št. 50/04), je Agencija RS za prestrukturiranje in privatizacijo z dnem uveljavitve zakona prenehala delovati. Njene pravice in obveznosti so se prenesle na Družbo za svetovanje in upravljanje, d.o.o. – v nadaljevanju D.S.U., ki je pooblaščenca za hranjenje in vodenje arhiva Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo (<http://nevem.org/intervju.php?id=241>).

3.2.2. Slovenski odškodninski sklad

Slovenija je Slovenski odškodninski sklad – v nadaljevanju SOS, ustanovila leta 1993 z Zakonom o Slovenskem odškodninskem skladu – v nadaljevanju ZSOS (Ur. l. RS, št. 7/93). Bil je finančna organizacija, ustanovljena za poravnavanje obveznosti upravičencem po Zakonu o denacionalizaciji – v nadaljevanju ZDen (Ur. l. RS, št. 27/91), Zakonu o zadrugah – v nadaljevanju ZZad (Ur. l. RS, št. 13/92) in drugih predpisih, ki urejajo denacionalizacijo premoženja. Naknadno so se njegove naloge razširile tudi na poravnavanje obveznosti po Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja – v nadaljevanju ZIOOZP (Ur. l. RS, št. 49/99) in Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in poveljnega nasilja – v nadaljevanju ZSPOZ (Ur. l. RS, št. 18/01). Za poplačilo obveznosti, ki jih je imela država iz naslova denacionalizacije do upravičencev, katerim premoženja ni bilo mogoče vrniti v naravi, je SOS v skladu z zakonom izdal obveznice, ki naj bi bile krite s premoženjem SOS-a, ki ga je dobil v procesu lastninskega preoblikovanja. Z uveljavitvijo Zakona o javnih skladih – v nadaljevanju ZJS (Ur. l. RS, št. 22/00) je bilo ime Slovenski odškodninski sklad, d.d., spremenjeno v Slovensko odškodninsko družbo, d.d. – v nadaljevanju SOD (http://www.sod-druzbasl/images/sod_home.jpg).

3.2.3. Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja

Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja je bil ustanovljen na podlagi Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju – v nadaljevanju ZPIZ (Ur. l. RS, št. 12/92), s ciljem zagotavljanja dodatnih sredstev za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (http://www.microsoft.com/slovenija/resitve/kapitalska_druzba.msp). Danes je organiziran kot delniška družba, to je Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d.d. – v nadaljevanju KAD, katere ustanovitelj in lastnik je RS. KAD upravlja in razpolaga z vrednostnimi papirji in drugimi sredstvi, pridobljenimi v postopku lastninskega preoblikovanja ter upravlja štiri pokojninske sklade (podrobneje bom opisala prvega, ki se navezuje na lastninjenje):

- Prvi pokojninski sklad (vsebuje ločeno premoženje, ki je nastalo z zamenjavo lastniških certifikatov PID-ov, ki se po Zakonu o Prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – v nadaljevanju ZPSPID (Ur. l. RS, št. 50/99), prenesejo na Prvi pokojninski sklad, ki ga v svojem imenu in za račun zavarovancev upravlja KAD izključno z namenom, zagotoviti kritje za izpolnitev obveznosti iz zavarovalnih polic dodatnega pokojninskega zavarovanja po ZPSPID);
- Sklad obveznega dodatnega zavarovanja;
- Kapitalski vzajemni pokojninski sklad;
- Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbence (<http://www.kapitalska-druzba.si/kad/predstavitev.asp>).

3.2.4. Pooblašcene investicijske družbe

PID-i so odigrali pomembno vlogo v procesu množične privatizacije, ko so postali privatizacijski posredniki. V množično privatizacijo so bili vključeni zato, da so (Kranjc Žnidaršič 1999: 229):

- prispevali k zmanjšanemu tveganju naložb za male delničarje;
- rešili problem pravice do vključitve vseh posameznikov v natančno določeno podjetje;
- z večjo koncentracijo lastništva prispevali k bolj učinkovitemu obvladovanju privatiziranih podjetij, predvsem tistih z večinskim notranjim lastništvom.

Nastali so torej zaradi potreb družbenega lastninjenja in so bili prilagojeni: »... *procesu preoblikovanja družbenega premoženja in prestrukturiranja gospodarskih subjektov v učinkovitejše in fleksibilnejše sisteme* ... « (Kranjc Žnidaršič 1999: 64). Opredeljeni so bili v ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94). Nastali so z zbiranjem lastniških certifikatov, ki so jih ljudje zaupali pooblaščenim družbam za upravljanje – v nadaljevanju PDZU, ki je PID ustanovila in ga nato upravljala. PID-i so opravljali tudi odkup delnic, ki so bile izdane v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij. Predmet vlaganja v PID-e niso bili samo lastniški certifikati, ki so bili izdani v skladu z ZLPP, ampak tudi (Kranjc Žnidaršič 1999):

- denarna sredstva PDZU ob ustanovitvi sklada;
- denarna sredstva državljanov, zaradi zaokroževanja za nakup celotne vrednosti delnic.

Če pogledamo, kateri ljudje so investirali v PID-e, vidimo, da so to bili predvsem (Kranjc Žnidaršič 1999: 143):

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

Z zbranimi certifikati je nato PDZU na dražbah Sklada RS za razvoj zamenjevala certifikate za delnice in deleže podjetij, ki jih je v okviru lastninskega preoblikovanja kot družbeno premoženje ponujala država. Kupljene delnice so tako končale med naložbami PID-ov, ljudje pa so v zameno za certifikate dobili njihove delnice (Zorman 2003). PID-i so bili posebna prehodna oblika investicijske družbe in so se morali preoblikovati. V ZISDU je bilo določeno, da morajo PID-i uskladiti naložbe in poslovanje z določbami omenjenega zakona v določenem roku.

3.2.5. Sklad Republike Slovenije za razvoj

Sklad RS za razvoj je bil tako kot ostali subjekti ustanovljen v letu 1993 z Zakonom o Skladu RS za razvoj – v nadaljevanju ZSRaz (Ur. l. RS, št. 7/93), in sicer za upravljanje vrednostnih papirjev in drugih sredstev, pridobljenih v lastninskem preoblikovanju podjetij in v prestrukturiranju bank in podjetij, razpolaganje z njimi ter za opravljanje drugih dejavnosti v skladu z ZDen in drugimi predpisi.

V nadaljevanju bom razložila, kako so bili povezani Sklad RS za razvoj in PID-i. Sklad RS za razvoj (kasneje Slovenska razvojna družba, d.d. – v nadaljevanju SRD) je bil dolžan ponuditi PID-om v odkup delnice v zamenjavo za lastniške certifikate, ki so jih podjetja v procesu lastninskega preoblikovanja prenesla na SRD na podlagi razdelitve (Poročilo D.S.U. junij 2005: 87):

- 20 % družbenega kapitala;
- preostanek interne razdelitve;
- neodkupljene delnice, rezervirane za notranji odkup;
- preostanek delnic po ostalih prenosih.

V procesu lastninskega preoblikovanja podjetij je SRD pri prodaji delnic PID-om zasledoval naslednje cilje (Poročilo D.S.U. junij 2005: 87):

- prodati vse delnice, ki so bile z namenom, da se prodajo PID-om, prenesene na Sklad RS za razvoj;
- doseči čim višjo prodajno ceno posameznih delnic ob predpostavki, da se agregatno doseže najmanj cena;
- ki ni nižja od doseženih cen v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij in
- glede na vlogo Sklada RS za razvoj čim prej izstopiti iz teh podjetij in zaključiti privatizacijo.

SRD je po zakonu opravljala tudi dejavnosti prestrukturiranja podjetij, ki z vidika Evropske Unije – v nadaljevanju EU, niso bile sprejemljive. Vlada RS je zato že v letu 2001 pristopila k preoblikovanju SRD, s ciljem preoblikovati in ukiniti aktivnosti SRD, ki niso v skladu s smernicami EU (glede netransparentnosti pomoči države gospodarstvu) ter uporabiti

premoženje SRD za zapolnitev privatizacijske vrzeli. SRD je v prvi fazi preoblikovanja ustanovila hčerinsko družbo D.S.U., družbo za svetovanje in upravljanje d.o.o. Njene naloge so bile: vodenje likvidacijskih postopkov SRD ter izvajanje pravnih in ekonomsko finančnih storitev (Poročilo D.S.U. september 2005). Zaradi zahteve po čimprejšnjem zaključku likvidacije SRD ter glede na to, da v likvidacijskem postopku ni bilo mogoče dokončati vseh pravnih razmerij, je bil v letu 2004 sprejet ZPPSRD. Zakon je uredil pravne posledice prenehanja delovanja SRD in Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo. Z ZPPSRD so se na D.S.U. prenesla vsa pooblastila, pravice in obveznosti SRD-a v likvidaciji s področja lastninskega preoblikovanja družbene lastnine ter s tem povezanega premoženja na podlagi ZZLPPO na D.S.U. (<http://www.dsu.si/>).

3.3. Privatizacijski primanjkljaj

Zaradi povečanega obsega vplačil lastniških certifikatov v PID-e ni bilo več možno sproti spremljati vpisov. PDZU so po določenem času ugotovile, da je bilo vplačil več, kot je bilo na razpolago kapitala v PID-ih za prodajo za lastniške certifikate. Poleg tega so postale PDZU edina možna investicijska naložba, ker zaradi zaključka privatizacije ni bilo več na razpolago podjetij, v katere bi lahko imetniki lastniških certifikatov vlagali svoje certifikate. Prišlo je do razkoraka med ponudbo in povpraševanjem, kar je bila posledica presežka certifikatov, ki so se pojavili kot privatizacijski primanjkljaj (Kranjc Žnidaršič 1999). Vzroki primanjkljaja so bili (Kranjc Žnidaršič 1999: 163):

- napačno ocenjena višina družbenega kapitala;
- izločitev sredstev po ZDen iz družbenega premoženja;
- izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah – v nadaljevanju ZGJS (Ur.l. RS, št. 32/93) iz družbenega premoženja;
- popusti za nakupe delnic v notranjem odkupu;
- možnost izkoriščanja neizplačane plače iz preteklega obdobja za lastninjenje;
- možnost izbrati kot osnovo za lastninjenje najnižjo vrednost po za podjetje najugodnejši ceni;
- pritiski na večanje obsega certifikatov izdanih posameznemu državljanu.

Na osnovi ugotovitev o obstoju privatizacijskega primanjkljaja, je država pripravila več možnosti za rešitev le-tega. V letu 1996 je sprejela Zakon o zagotavljanju sredstev pooblaščenim investicijskim družbam zaradi zamenjave teh sredstev za zbrane lastniške certifikate – v nadaljevanju ZZSPID (Ur. l. RS, št. 59/96). Z njim je Vlada RS prevzela obvezo, da bo zagotovila tolikšen obseg družbenega kapitala, ki naj bi se lastninsko preoblikoval ali premoženja v lasti države, da bodo lahko vsi PID-i zbrane lastniške certifikate uporabili za delnice ali druga sredstva. Sredi leta 1997 je bil pripravljen seznam državnega premoženja, s katerim naj bi zapolnili privatizacijsko vrzel. Na tem seznamu so bile investicije države v višini končne ocene privatizacijske luknje, vendar je država PID-om izročila le del svojega premoženja (Poročilo D.S.U. junij 2005).

Druga vrsta rešitve privatizacijskega primanjkljaja se je nahajala v ZPSPID, ki je bil sprejet v letu 1999. Ta zakon je ponujal možnost menjave delnic PID-ov za pokojninske bone, urejal je zagotavljanje premoženja za ob tej priložnosti ustanovljen Prvi pokojninski sklad in za certifikate, ki ostanejo v PID-ih. Tako so delničarji PID-ov s sprejemom zakona dobili možnost, da so tisti del svojih delnic, ki je zajemal delež neizkoriščenih certifikatov v premoženju PID-a, zamenjali za pokojninske bone. Fizične osebe, mlajše od 50 let so lahko te bone zamenjale tudi za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja pri Prvem pokojninskem skladu. Problem primanjkljaja pa še vedno ni bil rešen.

Vlada RS je zato naknadno v letu 2001 objavila Odlok o spremembah in dopolnitvah odloka o dodatnem premoženju, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Ur. l. 76/01 in 99/01), s katerim je na podlagi 36. člena ZPSPID določila še vse manjkajoče dodatno premoženje, ki se ponudi PID-om in Prvem pokojninskemu skladu, zaradi zapolnitve privatizacijskega primanjkljaja. S tem je država zagotovila celotno dodatno premoženje, ki je bilo potrebno za zapolnitev privatizacijskega primanjkljaja (Poročilo D.S.U. junij 2005).

3.4. Konec privatizacije družbene lastnine

Proces lastninjenja družbene lastnine se je zaključil šest let po sprejetju ZLPP. Vendar v tem času niso bili dokončani vsi elementi privatizacije. Dokončno je bila iz bilanc podjetij odpravljena družbena lastnina s sprejetjem ZZLPPO v letu 1998, kar je pomenilo prenehanje

obstoja družbenih podjetij (Kranjc Žnidaršič 1999). Bistvo tega zakona je v zaključku lastninjenja ter prehodu družbenega kapitala v last in upravljanje SRD. Družbeni kapital se je preoblikoval v kapital znanega lastnika – SRD, ki ga je bila dolžna privatizirati. ZZLPPO je v posebnem poglavju uredil zavarovanje pravic bivših lastnikov in njihovih dedičev. Na tej podlagi so bila podjetja zavezana stvari, ki so bila predmet začasne odredbe ali pisnega sporazuma o izločitvi sredstev, popisati in izločiti iz lastninskega preoblikovanja ter jih uporabljati kot dober gospodar. Če se je začasna odredba oziroma pisni sporazum glasil na zavarovanje lastniškega deleža, je bilo podjetje ob lastninskem preoblikovanju zavezano izdati in prenesti na SRD navadne delnice v višini, ki je določena z začasno odredbo oziroma sporazumom, v sorazmerju z vrednostjo podjetja po otvoritveni bilanci. Skratka, ZZLPPO je uredil privatizacijo preostanka podjetij, ki se zaradi takih ali drugačnih razlogov niso uspela lastniti po ZLPP do 01. 05. 1998 (Poročilo D.S.U. junij 2005).

V tem poglavju sem opisala proces lastninjenja družbenega kapitala ter med drugim, kakšno vlogo so imeli PID-i v tem procesu. Lastninjenje družbenega kapitala je potekalo skladno z ZLPP, ki je določil več načinov lastninskega preoblikovanja podjetij. Pri tem so imeli pomembno vlogo Agencija RS za prestrukturiranje in privatizacijo ter Sklad RS za razvoj (današnja D.S.U., d.o.o.), SOS (današnji SOD, d.d.), Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja (današnji KAD, d.d.), in PID-i. Vsak subjekt je imel v procesu družbenega lastninjenja svoj namen. Za moj predmet raziskovanja v diplomskem delu so najbolj pomembni PID-i, saj so bili sestavni element zakonodaje s področja investicijskih skladov. Bili so privatizacijski posredniki, ustvarjeni za prehodno obdobje, po katerem so se morali preoblikovati. Ljudje so v njih vplačevali lastniške certifikate. Ker je PID-om začelo zmanjkovati kapitala, ki so ga imeli na razpolago za prodajo lastniškim certifikatom, se je pojavil privatizacijski primanjkljaj. Pred preoblikovanjem PID-ov se je moralo zagotoviti premoženje v višini primanjkljaja, kar ni bila lahka naloga. Kakšne so bile zakonske možnosti za njihovo preoblikovanje, bom opisala v četrtem poglavju.

4. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE IN NJIHOVO PREOBLIKOVANJE

Kot sem že omenila v tretjem poglavju, so bili PID-i ustanovljeni kot privatizacijski posredniki, z namenom zbiranja lastniških certifikatov in za odkup delnic, ki so bile izdane v skladu s predpisi o lastninskem preoblikovanju podjetij. Vemo, da je poseben problem predstavljalo njihovo preoblikovanje. Zakonsko je bilo določeno, v katero obliko naj se preoblikujejo, kar bom v tem poglavju tudi opisala.

PID-i so bili na nek način slovenska posebnost. Ustanovljeni so bili za prehodno obdobje in so v procesu lastninjenja pridobili številne deleže privatiziranih podjetij. Bili so nedorečene institucije, tako v svojem poslanstvu kot tudi institucionalno. Zaradi tega se je pojavila regulativna in motivacijska zmeda, ki jo je bilo potrebno s preoblikovanjem čimprej odpraviti. Ob sprejemanju prvotne zakonodaje je bilo zamišljeno, da naj bi PID-i, ko ne bi bili več privatizacijski posredniki, postali pravi finančni posredniki, ki bi prenašali finančne prihranke. Zaradi svojevrstnega načina nastanka, PID-i niso bili ustrezna naložbena možnost. Vsebovali so določene naložbe, ki niso spadale v zaželeno premoženje investicijskih skladov, in lastnikom niso omogočale ustrezne donosnosti ter izkazovanja realne vrednosti njihove naložbe. Pogosta je bila tudi koncentracija lastništva v posameznih izdajateljih. Problem preoblikovanja so predstavljali neizrabljeni lastniški certifikati, ki so onemogočali preoblikovanje PID-ov v normalne finančne institucije. Zaradi omenjenih sistemskih neustreznosti je bilo potrebno PID-e preoblikovati v ustreznejše oblike, ki bi bile vlagateljem naložbeno zanimive.

4.1. Preoblikovanje PID-ov

Ob sprejetju ZISDU v letu 1994, je bilo predvideno, da se PID-i lahko preoblikujejo v pravi investicijski sklad, ki je lahko zaprt ali odprt. Če jim preoblikovanje ne bi uspelo, bi se morali likvidirati ali preoblikovati v redno delniško družbo – holding. V 143. členu ZISDU je bilo določeno, da morajo PID-i začeti z usklajevanjem z določbami zakona od 1. do 9. poglavja, najkasneje pet let po uveljavitvi zakona, uskladiti pa bi se morali v roku nadaljnjih petih let. Pomemben podatek pri preoblikovanju PID-ov je bil, koliko sredstev so imeli PID-i naloženih

v tržnih vrednostnih papirjih (v delnicah, s katerimi se trguje na organiziranih trgih). Od tega je bilo tudi odvisno, v kaj se bodo preoblikovali. V nadaljevanju bom opisala, v katerih primerih so se PID-i lahko preoblikovali v določeno obliko.

4.1.1. Preoblikovanje PID-ov v zaprt sklad – v investicijsko družbo

V investicijsko družbo so se lahko preoblikovali le tisti PID-i:

- ki so se znebili primanjkljaja oziroma vseh lastniških potrdil – certifikatov (obstajala sta dva načina: s prenosom lastniških potrdil na Prvi pokojninski sklad ali z zapolnitvijo primanjkljaja z realnim premoženjem) in
- ki so uskladili strukturo naložb z zakonskimi določili ZISDU (v premoženju so morali PID-i imeti vsaj 60 % tržnih vrednostnih papirjev).

4.1.2. Preoblikovanje PID-ov v odprt sklad – v vzajemni sklad

Za preoblikovanje PID-ov v smeri vzajemnega sklada so bili bolj primerni tisti, ki so imeli sledeče lastnosti (Kranjc Žnidaršič 1999: 270, 271):

- z delnicami sklada se je trgovalo po cenah, ki so bile daleč pod knjigovodsko vrednostjo, upravitelj sklada pa ni deloval v smeri, da bi razliko med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice znižal;
- stroški sklada so bili višji kot stroški primerljivih skladov;
- slabe predispozicije za uspešno poslovanje v bodoče;
- likviden portfelj;
- upravitelj sklada ni imel v lasti delnic sklada ali je imel relativno majhno število delnic;
- nizek donos sklada;
- nekateri delničarji sklada so poskušali prevzeti sklad;
- zakon ali statut sklada je omogočal avtomatično glasovanje o odprtju sklada, odločitev pa se je lahko sprejela z navadno večino;
- sklad je bil ali majhen in neodvisno voden ali pa ga je vodila velika organizacija, ki je že upravljala podoben sklad;
- z delnicami sklada se je intenzivno trgovalo.

Za preoblikovanje v vzajemni sklad je bilo potrebno, da so imeli PID-i v premoženju najmanj 90 % tržnih vrednostnih papirjev. S tem preoblikovanjem bi največ pridobili delničarji PID-ov. Odpravila bi se razlika med tržno ceno delnic in njihovo čisto vrednostjo sredstev. S tem bi vrednost delnice vzajemnega sklada poskočila iz tržne na knjigovodsko vrednost, ki je precej višja. Likvidnost naložbe v na novo nastali vzajemni sklad bi se močno povečala, saj bi lahko dnevno prodajali oziroma kupovali delnice po čisti vrednosti sredstev. Delničarji bi lahko v primeru slabe donosnosti ali slabega upravljanja vzajemnega sklada brez težav takoj izstopili in s tem vplivali na upravljavce.

4.1.3. Preoblikovanje PID-ov v pravo delniško družbo – holding

Preoblikovanje PID-ov v redno delniško družbo ni pomenila spremembe pravno organizacijske oblike, saj so bili tudi PID-i delniške družbe, ki so kot edino dejavnost opravljali dejavnost investiranja zbranih denarnih sredstev (oziroma certifikatov) v prenosljive vrednostne papirje in druge oblike dopustnih finančnih naložb po načelu omejevanja in razpršitve tveganj. Zato so se PID-i lahko preoblikovali v redno delniško družbo s spremembo dejavnosti. Nujna objektivna predpostavka za spremembo dejavnosti PID-ov je bila sprememba investicijske politike. Ker je bila investicijska politika določena v statutu PID-ov, so morali PID-i pred preoblikovanjem spremeniti investicijsko politiko in pričeti z izvajanjem te investicijske politike tako, da je ob preoblikovanju struktura že ustrezala strukturi naložb, primerni za opravljanje dejavnosti holdingov. Delničarji PID-ov, ki se s takšno spremembo investicijske politike niso strinjali, so morali imeti možnost svoje delnice odprodati pred preoblikovanjem. DZU, ki so upravljale PID-e niso smele pridobiti delnic redne delniške družbe, razen tistih, ki so jih morale vpisati ob ustanovitvi. Poleg prej navedenih delnic, so DZU lahko pridobile delnice PID-ov namesto stroškov ustanovitve in namesto dela provizije. Z uresničevanjem glasovalne pravice iz delnic PID-ov so lahko DZU neposredno ali posredno odločale o vsebini svojega pravnega razmerja s PID-i na podlagi pogodbe o upravljanju. S preoblikovanjem PID-ov v redno delniško družbo je pogodba o upravljanju prenehala (Predlog ZISDU-B 1997). Zato so morali PID-i za preoblikovanje v redno delniško družbo pridobiti soglasje ATVP, za katerega so morali izpolniti določene pogoje (Predlog ZISDU-C 1999).

Preoblikovanja v finančne holdinge oziroma v redne delniške družbe so bila ena prvih preoblikovanj PID-ov, ki so bila kasneje zadržana. Na podlagi ZISDU so morali PID-i v določenem roku uskladiti svoje naložbe skladno z zakonom od 1. do 9. poglavja. Če tega niso storili v roku, je bil nadzorni svet dolžan sklicati skupščino delničarjev, ki je odločila, ali se bo PID preoblikoval v redno delniško družbo ali se ga bo likvidiralo.

4.1.4. Prenehanje PID-ov z likvidacijo

PID-i so lahko prenehali obstajati tudi z likvidacijo, kar je bilo v interesu delničarjev, zaradi večje vrednosti premoženja kot je tržna vrednost. Dokončno preoblikovanje PID-ov se je končalo v letu 2003, po tem datumu se je preostale PID-e likvidiralo.

4.1.5. Preoblikovanje dela PID-ov v pokojninske sklade

Pri preoblikovanju PID-ov v pokojninski sklad gre za posebno obliko sklada, ki je bila opredeljena kot ena izmed zakonskih možnosti, o kateri sem nekaj povedala že v tretjem poglavju. In sicer, del premoženja PID-ov, ki ni bil primeren za preoblikovanje v investicijski sklad, naj bi se preoblikoval v drugo obliko – v pokojninski sklad. S sprejemom ZPSPID v letu 1999, so delničarji PID-ov dobili možnost, da so tisti del svojih delnic, ki je zajemal delež neizkoriščenih certifikatov v premoženju PID-ov, zamenjali za pokojninske bone. Vplačane delnice posameznika na individualni pokojninski račun naj bi pomenile terjatev do PID-ov (Kranjc Žnidaršič 1999). PID-i naj bi to svojo terjatev poravnali tako, da bi (Kranjc Žnidaršič 1999: 278):

- zmanjšali svojo bilančno vsoto (sredstva),
- zmanjšali osnovni kapital,
- Kapitalskemu skladu izplačali tako znižan kapital v obliki certifikatov.

Možnosti preoblikovanja PID-ov, ki so bili zakonsko določeni niso potekali gladko. Tudi potem, ko so PID-i zamenjali vse certifikate v delnice in deleže podjetij, ponavadi niso mogli zadostiti pogojem ki jih je zakon določal za preoblikovanje v investicijsko družbo ali vzajemni sklad, ker njihova struktura naložb ni bila ustrezna (glej Kranjc Žnidaršič 1999:

263). Zato so se roki za preoblikovanje podaljševali s sprejemanjem dodatnih zakonov, ki jih bom v nadaljevanju tudi opisala.

V tem poglavju sem na kratko predstavila možnosti preoblikovanja PID-ov v vzajemni sklad, investicijsko družbo, redno delniško družbo – holding, pokojninski sklad in možnost prenehanja obstoja PID-ov z likvidacijo. V nadaljevanju bom bolj podrobno, z vsakim sprejetim zakonom na področju investicijskih skladov posebej predstavila, kaj so prinesle zakonske spremembe. Večji poudarek bo na danes veljavni zakonodaji.

5. RAZVOJ ZAKONODAJE NA PODROČJU INVESTICIJSKIH SKLADOV

S prehodom v tranzicijo in z začetkom privatizacije se je v Sloveniji začelo pojavljati vedno več investicijskih skladov. Pridobivali so vedno večjo vlogo na kapitalskem trgu, na katerem je obstajalo že nekaj vzajemnih skladov. Za hiter razvoj in rast dejavnosti investicijskih skladov je bila ključnega pomena prav vključenost v privatizacijo. Kot subjekt privatizacije je bila ena od oblik investicijskih skladov (PID) v ZLPP (Ur. l. RS, št. 55/92) prvič uzakonjena kot zaprt sklad. Slovenija do takrat na področju investicijskih skladov še ni bila zakonsko urejena, zato je v letu 1994 sprejela Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 6/94 – ZISDU), s katerim naj bi se uredilo področje investicijskih skladov, pogoji ustanovitve in način poslovanja investicijskih skladov in DZU (Kranjc Žnidaršič 1999). To poglavje bom namenila temu zakonu in njegovemu razvoju na poti približevanja EU ter načinu, s katerim zakon varuje vlagatelje. Posebno pozornost bom namenila predvsem danes veljavnemu zakonu.

5.1. Pregled zakonodaje

Po sprejetju prvotnega zakona ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94) je zakonodajalec sprejel različne dopolnitve temu zakonu, predvsem zaradi približevanja Slovenije EU. Sprejeti so bili naslednji zakoni:

- o Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-A (Ur. l. RS, št. 25/97);
- o Popravek zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-A (Ur. l. RS, št. 32/97);
- o Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-B (Ur. l. RS, št. 10/98);
- o Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-C (Ur. l. RS, št. 26/97);
- o Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02);
- o Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1A (Ur. l. RS, št. 42/04);
- o Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – uradno prečiščeno besedilo – ZISDU-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05).

V naši ustavi je določeno, da je Slovenija pravna in socialna država, ki mora spoštovati načelo varstva zaupanja v pravo, pravno varnost in druga načela pravne države. Načelo varstva zaupanja v pravo zahteva, da so posamezne določbe, ki so zakonite in sprejete brez vnaprejšnjih pridržkov, stabilne. Prav tako mora to načelo posamezniku zagotavljati, da mu država njegovega pravnega položaja ne bo brez razloga, utemeljenega v prevladujočem javnem interesu, poslabšala (Ur. l. RS, št. 12/01). Iz tega vidika mora država z zakonom zaščititi investicijske odločitve vlagateljev v investicijske sklade, in jim z določbami zakona nuditi varnost. To bo tudi del mojega področja raziskovanja v tem poglavju. Zanimalo me bo, kako se je zakonodaja na področju investicijskih skladov spreminjala in dopolnjevala, ter na kakšen način je s svojimi določbami zagotavljala varnost vlagateljem.

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

Avtorji prvega ZISDU-ja (Ur. l. RS, št. 6/94) so se zavedali, da je Slovenija že imela nekaj izkušenj s poslovanjem vzajemnih skladov, medtem ko ni imela nobenih izkušenj s poslovanjem investicijskih družb. Zato so se avtorji pri oblikovanju zakona zgledovali po načinu ureditve v evropski skupnosti in določenih smernicah, ki so bile takrat že sprejete .

ZISDU je bil po vsebini sestavljen iz dveh delov. V prvem delu zakona (od 1. do 9. poglavja) je uredil vsa osnovna vprašanja v zvezi z ustanovitvijo in delovanjem DZU, vzajemnimi skladi, investicijskimi družbami, vprašanji nadzora ter informiranjem delničarjev oziroma vlagateljev. V drugem delu zakona (10. poglavje) je uredil specifično problematiko, ki se je nanašala na PDZU in na PID-e, ki naj bi se v prihodnosti preoblikovali. ATVP je imela nalogo izdati podzakonske akte in predpise k ZISDU in njegovim spremembam ter dopolnitvam, s katerimi naj bi uredila poslovanje finančnih institucij in subjektov.

S sprejetjem ZISDU v letu 1994 so predlagatelji zakona hoteli doseči uresničitev naslednjih ciljev (glej Kranjc Žnidaršič 1999: 41, 42):

- omogočiti nastanek in razvoj novih nebančnih finančnih ustanov, z namenom vzpodbuditi in omogočiti nadaljnji razvoj trga kapitala in vrednostnih papirjev ter tako zagotoviti uravnoteženje slovenskega finančnega sistema;
- uporabiti zasebne prihranke za gospodarski razvoj na način, ki bi bil z vidika rizika in donosa zanimiv tako za varčevalce kot za podjetja;
- drobnim vlagateljem zagotoviti potrebno strokovno pomoč pri uporabi prihrankov, s ciljem povečanja donosa ob še sprejemljivi, po možnosti najmanjši stopnji tveganja;
- povečati zaupanje drobnih vlagateljev v nove finančne ustanove, z upoštevanjem zahtevnih evropskih standardov informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov;
- zagotoviti posebne instrumente nadzora, ki bi onemogočali manipulacije ali nevestno poslovanje z zbranimi finančnimi sredstvi s strani oseb in institucij, ki bi upravljale z njimi;
- oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po zgledu držav Evropske skupnosti, na podlagi sprejetih smernic in priporočil;
- vključitev slovenskega trga v mednarodne trge kapitala;
- oblikovati pooblašcene investicijske družbe, ki bi bile udeležene v procesih lastninskega preoblikovanja podjetij.

Cilji so bili dobro zastavljeni, vendar s sprejetim zakonom ni bilo mogoče uresničiti vseh ciljev. Poleg tega je bilo potrebno zaradi določenih ugotovljenih kršitev DZU, ki upravljajo investicijske sklade ter zaradi približevanja EU, ZISDU večkrat dopolniti in spremeniti.

5.2.1. Kršitve določb ZISDU

Varstvo in zaščita vlagateljev na različne načine, je bil eden od razlogov za spreminjanje in dopolnjevanje prvotne zakonodaje, s katerim bi zgornje cilje uresničili. Razlogi so bili oblikovani tudi na podlagi kršitev, ki so se pojavile po sprejetju ZISDU od leta 1994 naprej. Kršitve so se nanašale na DZU, ki so upravljale investicijske sklade, in sicer glede:

- določb ZISDU o prepovedanih poslih z vrednostnimi papirji (gre za prepoved poslov prodaje in nakupa vrednostnih papirjev med DZU in investicijskim skladom);
- izračuna čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada;
- določitve največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU.

➤ Primer Dadas

Zadnja omenjena kršitev, ki se nanaša na določitev največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU je povezana s Proficio Dadas, družbo za upravljanje investicijskih skladov d.o.o., Maribor. Gre za eno najhujših kršitev v zgodovini Slovenije, ki se je zgodila na področju investicijskih skladov.

Nezakonito poslovanje Proficie Dadas d.o.o. je ugotovila ATPV. Izdala je Sklep v okviru zakonskega pooblastila, s katerim je prepovedala nadaljnja vplačila v sklade, ki jih sme upravljati ena DZU in so že dosegli 3,5 milijarde tolarjev skupnega premoženja, DZU pa je še vedno dovolila izplačila iz skladov.

Čeprav je ATPV s svojim delovanjem in z upoštevanjem določb ZISDU želela zaščititi vlagatelje, se je zgodilo ravno nasprotno. Potem ko so vlagatelji v sredstvih javnega obveščanja zasledili opozorilo ATPV, da vzajemni skladi Proficie Dadas prinašajo »prelepe in neresnične donose«, so začeli unovčevati svoje premoženje, zato je Proficia Dadas d.o.o. onemogočila izplačila iz skladov, s čimer ni ustrezno zavarovala vlagateljev (Cvetek 2005).

Ko je ATPV izdala Sklep, je omenjena DZU vložila pobudo, saj je ATPV s Sklepom delovanje skladov le omejila, za kar po mnenju DZU ni imela pravne podlage. ATPV je v odgovoru navedla, da jo 122. člen ZISDU pooblašča, da v primeru hudih motenj v

transakcijah z vrednostnimi papirji ali podobnih hujših motenj odredi prekinitev (oziroma omejitev) poslovanja vzajemnih skladov, kadar zaradi razmer na trgu kapitala vzajemni skladi ne morejo upravljati z naložbami po načelih omejitve in razpršitve.

ATVP je nato tej isti DZU odvzela dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov in posebnega dovoljenja za upravljanje PID-ov, zaradi sklepanja poslov prodaje in nakupa vrednostnih papirjev v letu 1996 med štirimi vzajemnimi skladi, ki jih je DZU upravljala, tako da je pri prodaji kot navidezni kupec oziroma prodajalec nastopala pravna oseba Priom d.o.o. iz Maribora. Zaradi ugotovljenih osebnih in kapitalskih povezav med udeleženci teh poslov, ki jih je obvladovala ista oseba, je ATVP ugotovila, da je šlo za posle med vzajemnimi skladi, v katere je bila družba Priom d.o.o. pritegnjena samo zaradi videza. To ravnanje je bilo v nasprotju z določbo 109. člena ZISDU, ki določa, da so prepovedani vsi posli prodaje in nakupa vrednostnih papirjev med investicijskimi skladi, ki jih upravlja ista DZU. Odvzem dovoljenja je bil DZU odrejen tudi zaradi nezakonitega prenosa sredstev navedenih vzajemnih skladov na pravno osebo, ki ni DZU.

Pritožbeno sodišče je ugotovilo, da je DZU prenesla upravljanje vzajemnih skladov in s tem premoženje, ki ji je bilo zaupano v upravljanje, v »začasno skrbništvo« na družbo Priom d.o.o. iz Maribora. DZU naj bi storila očitano dejanje, da bi zaščitila premoženje vlagateljev pred učinki Sklepa ATVP o določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU. Vendar omenjena DZU vseeno ne bi smela s protizakonitim dejanjem umakniti premoženja, ki ji je bilo zaupano v upravljanje, brez nadzora za to pooblaščne organizacije. ZISDU določa, da lahko opravlja dejavnost upravljanja vzajemnih skladov le DZU investicijskih skladov, ki je pridobila dovoljenje ATVP za njeno opravljanje. DZU lahko prenese upravljanje vzajemnih skladov na drugo družbo le, če je pridobila dovoljenje ATVP za prevzem upravljanja vzajemnega sklada in če je tudi druga DZU pridobila njeno dovoljenje. Ker družba Priom d.o.o. ni izpolnjevala teh pogojev, je udeleženec ravnal v nasprotju z zakonskimi določili, ne glede na to, če so s prenosom vlagatelji soglašali (Letno poročilo o delu ATVP 1996).

Vrhovno sodišče je v tej zadevi zaključilo, da je Proficia Dadas storila najhujšo kršitev predpisov o poslovanju z vrednostnimi papirji, in sicer manipulacijo cen vrednostnih papirjev,

s katerimi se trguje v borzni kotaciji (Poročilo o delu ATVP 1997). Vlagatelji v vzajemne sklade Proficie Dadas d.o.o. še danes niso dobili povrnjenih svojih investicij.

V letu 1994 sprejeti ZISDU je bil prvi zakon, ki je bil sprejet s področja investicijskih skladov in DZU. Na podlagi ugotovljenih kršitev in približevanja Slovenije EU, je bilo potrebno ta zakon večkrat dopolniti in spremeniti, kar bom opisala v nadaljevanju poglavja.

5.3. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-A)

Kot sem že ugotovila, takrat obstoječa zakonodaja ni zadostno zaščitila vlagateljev ter ni pozitivno vplivala na razvoj trga vrednostnih papirjev. Poleg tega so potrebe države po varnem, transparentnem in učinkovitem trgu kapitala zahtevale sprejem dopolnjenega in spremenjenega zakona iz leta 1994, ki je sledil 3 leta kasneje. Razlogi za spremembe in dopolnitve zakona so bili naslednji (glej Predlog zakona ZISDU-A 1996: 4):

- konkretni dogodki na kapitalskem trgu in pri poslovanju vzajemnih skladov so pokazali, da obstoječi zakon s področja investicijskih skladov ATVP ni dal zadostnih pooblastil za učinkovito izvajanje nadzora nad poslovanjem DZU, zato ATVP ni mogla dovolj učinkovito preprečevati škode vlagateljem, ki bi lahko nastala kot posledica manipulacij upravljavcev vzajemnih skladov;
- zaupanje vlagateljev je temeljni predpogoj za uspešno in učinkovito delovanje trga vrednostnih papirjev, v nasprotnem primeru lahko prihaja do hudih posledic za razvijajoči se trg vrednostnih papirjev;
- obstoječa zakonodaja ni imela dovolj natančno razdelanih drugih institutov (na primer institut depozitarja), katerih namen je zagotoviti takšno upravljanje premoženja vzajemnih skladov, ki omogoča dosledno izpeljavo pravila o ločenem izkazovanju in poslovanju s sredstvi vzajemnih skladov, zato s tem DZU niso mogle preprečevati »mešanja« premoženja skladov s premoženjem DZU, in takšnega poslovanja, ki ne bi ustvarjalo »žarišč« potencialnih konfliktov interesov, z namenom zaščite vlagateljev kot temeljne in prednostne naloge ATVP.

Zaradi omenjenih razlogov je bil naknadno v letu 1997 sprejet spremenjen in dopolnjen ZISDU-A (Ur. l. RS, št. 25/97), s katerim je bilo spremenjenih in dopolnjenih 22 členov prvotnega zakona. Omenila bom le najpomembnejše spremembe in dopolnitve.

➤ **Uvedba definicije za povezane osebe in posredne pridobitve.**

ZISDU je z namenom preprečevanja nasprotja interesov, v posameznih določbah prepovedoval naložbe DZU in investicijskih skladov v posamezne osebe, ki so z DZU povezane tako, da bi zaradi tega lahko prišlo do položaja, v katerem bi DZU podredile interese investicijskega sklada svojim neposrednim oziroma posrednim interesom. Prepovedi so se nanašale na neposredne in posredne naložbe v povezane pravne osebe. Ker ZISDU pojma posredne pridobitve in s tem povezanega pojma povezane osebe ni definiral, je ZISDU-A navedena pojma opredelil, ker je želel preprečiti potencialne konflikte interesov (glej Predlog ZISDU-A: 8). Dodana sta bila 2 nova člena. Prvi govori o povezanih osebah, za katere pravi, da so to (6.a člen ZISDU-A 1997): *».... osebe, ki so med seboj upravljavsko, kapitalsko ali drugače povezane tako, da zaradi navedenih povezav skupno oblikujejo poslovno politiko oziroma delujejo usklajeno z namenom doseganja skupnih ciljev, oziroma tako, da ima ena oseba možnost usmerjati drugo, ali bistveno vplivati nanjo pri odločanju o financiranju in poslovanju«*. V dodanem drugem členu govori o posrednih pridobitvah. Ta pravi, da je posamezna oseba posredni imetnik delnic, poslovnih deležev oziroma drugih pravic, ki zagotavljajo udeležbo pri upravljanju, oziroma drugih vrednostnih papirjev, katerih neposredni imetnik je s to osebo povezana oseba.

➤ **Predviden podpis pogodbe DZU z depozitarjem (klirinško-depotna družba).**

DZU so dolžne vrednostne papirje investicijskih skladov, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, hraniti pri tretji osebi – depozitarju, ki je lahko samo klirinško-depotna družba. Netržne vrednostne papirje investicijskih skladov, ki so bili izdani kot pisne listine, lahko DZU hranijo pri drugem depozitarju (banki ali borzno-posredniški družbi), ki izpolnjuje pogoje za takšno fizično hrambo (trezor) in so pridobile dovoljenje ATVP. ZISDU-A je določil, da morajo DZU s klirinško-depotno družbo skleniti pogodbo, s katero postanejo DZU njene članice, ki jim zagotavljajo naslednje pravice:

- neposredni vpogled v stanja vrednostnih papirjev na računih investicijskih skladov, ki jih upravljajo;
- neposredno izpolnjevanje obveznosti prenosa vrednostnih papirjev, nastalih na podlagi poslov, ki jih so za račun investicijskih skladov sklenile DZU oziroma po njihovem pooblastilu borzno-posredniške družbe.

Seveda pa imajo DZU poleg pravic tudi določene obveznosti:

- zagotoviti morajo, da klirinško-depotna družba za vsak investicijski sklad odpre poseben račun;
- DZU morajo banko, ki je pridobila dovoljenje za opravljanje poslov hrambe vrednostnih papirjev, ki niso bili javno ponujeni, pooblastiti za opravljanje vseh poslov v zvezi s hrambo teh vrednostnih papirjev za račun posameznih investicijskih skladov, ki jih upravljajo.

Z ZISDU-A naj bi jasno uredili vsebino instituta depozitarja in s tem povezana vprašanja ločene hrambe vrednostnih papirjev investicijskih skladov ter hkrati uredili institut depozitarja in ga prilagodili novi ureditvi nematerializiranih vrednostnih papirjev.

➤ **Dodane določbe o obveščanju in odločanju vlagateljev v vzajemnih skladih.**

Imetnikom investicijskih kuponov je bila dana možnost nadzora nad poslovanjem vzajemnega sklada. Uvedeno je bilo obveščanje vlagateljev o revidiranem poslovnem poročilu vzajemnega sklada. Uveden je bil odbor vlagateljev vzajemnega sklada, ki mora imeti najmanj tri člane. Odbor je kontrolno telo, ki ga izvolijo vlagatelji sami in bedi nad upravljanjem sklada s strani DZU (Lubej 2005). DZU so morale vlagateljem vročiti izvod povzetka revizijskega poročila o poslovanju vzajemnega sklada in jih sočasno pisno obvestiti o predlogu za imenovanje članov odbora vlagateljev. V primeru, da se z njimi ne strinjajo, jim je dana možnost predlagati druge. Člani odbora vlagateljev so zapisani v prospektu posameznega vzajemnega sklada (Lubej 2005).

➤ **Dodane določbe v zvezi z naložbami sredstev investicijskih skladov.**

Po ZISDU so bile dovoljene naložbe investicijskega sklada v vrednostne papirje in v denarna sredstva. S časom se je pokazalo, da nekatere DZU nalagajo sredstva vzajemnih skladov tudi v druge oblike naložb (na primer v posojila na »sivem« trgu), zato so bile v sprejetem ZISDU-A jasno navedene dopustne oblike naložb (glej Predlog ZISDU-A 1996: 9). Investicijskemu skladu so bile dovoljene naslednje oblike sredstev:

- naložbe v tržne vrednostne papirje, ATVP lahko dopusti tudi druge oblike finančnih naložb, ki so glede likvidnosti in drugih lastnosti primerljive z naložbami v vrednostne papirje in določi njihov obseg;
- naložbe v obliki bančnih denarnih depozitov, vendar ne več kot 25 % vseh sredstev;
- naložbe v netržne vrednostne papirje, vendar ne več kot 10 % vseh sredstev vzajemnega sklada oziroma 40 % vseh sredstev investicijske družbe;
- terjatve, ki nastajajo pri normalnem poslovanju investicijskih skladov, pri čemer morajo DZU zagotoviti, da se te terjatve izterjujejo v običajnih rokih, ki veljajo za takojšnjo (sočasno) izpolnitev obveznosti.

Naložbe investicijskega sklada v bančne denarne depozite in netržne vrednostne papirje ne smejo skupno presegati 25 % vseh sredstev vzajemnega sklada oziroma 40 % vseh sredstev investicijske družbe.

Spremenjen je bil tudi člen, kjer so poleg dopustnih oblik sredstev PID-a, ki so bile že določene v ZISDU, dopustne tudi naslednje oblike:

- naložbe v nepremično premoženje, ki ga pridobi od SRD-a, pri čemer takšne naložbe ne smejo presegati 20 % vseh sredstev PID-a;
- naložbe v netržne delnice izdane v postopku lastninskega preoblikovanja;
- naložbe v druge netržne vrednostne papirje, vendar ne več kot 10 % vrednosti sredstev PID-a;
- naložbe v poslovne deleže pravnih oseb, ki so opravile lastninsko preoblikovanje.

Namen ZISDU-A v določbah o naložbah investicijskih skladov je bil podati definicijo (v skladu z namenom delovanja investicijskih skladov) tržnih vrednostnih papirjev s stališča njihove likvidnosti. Kot sem že omenila, je ZISDU-A poleg naložb v vrednostne papirje

dopuščal tudi druge oblike finančnih naložb, ki bi bile glede likvidnosti in drugih lastnosti primerljive z naložbami v vrednostne papirje. V takšnem primeru bi ATPV določila največji dopustni obseg naložb investicijskega sklada v posamezne druge oblike finančnih naložb. S tem je bila ATPV pooblaščen, da na podlagi v zakonu določenih kriterijev likvidnosti (obseg, struktura in kontinuiranost trgovanja ter lastnosti izdajateljev) določi podrobnejše (kvantitativne) kazalce za ugotavljanje likvidnosti vrednostnih papirjev (glej Predlog ZISDU-A: 9).

➤ **Možnost pregledovanja poslovanja povezanih oseb z DZU s strani ATPV.**

V določbah ZISDU-A je bilo zapisano, da lahko ATPV zaradi pregleda popolnega poslovanja DZU opravi pregled poslovanja z DZU povezanih oseb.

➤ **Natančneje določeni stroški in odhodki, ki jih sme DZU izplačevati iz sredstev investicijske družbe.**

ZISDU-A je določil, da DZU iz sredstev investicijske družbe lahko plačujejo naslednje stroške in odhodke:

- izplačila iz naslova davka na dobiček investicijske družbe;
- obresti za kredite, ki jih v skladu s tem zakonom najema v imenu in za račun investicijske družbe;
- stroške posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, zmanjšanih za strošek borzno-posredniške družbe oziroma banke;
- izplačila po pogodbah, ki jih sklenejo s klirinško-depotno družbo;
- nadomestila, DZU so dolžne ATPV povrniti stroške nadzora, kadar ATPV ugotovi nepravilnosti pri poslovanju ali nepravilnosti pri vodenju poslovnih knjig.

➤ **Podrobneje opredeljeni razlogi za začasno prepoved in odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov.**

Zakonodajalec je s sprejetjem ZISDU-A želel zagotoviti pooblastila ATPV za učinkovitejši nadzor nad poslovanjem DZU. Le-ta naj bi bil zagotovljen z dodatnimi pristojnostmi v zvezi z začasnim ukrepi, ki učinkujejo še pred pravnomočnostjo odločbe o odvzemu dovoljenja ter z dodatnimi pristojnostmi v zvezi z nadzorom nad poslovanjem z DZU povezanih oseb in oseb,

ki brez licence ATPV opravljajo dejavnost upravljanja investicijskih skladov. Po ZISDU iz leta 1994 je bilo mogoče DZU, ki so huje kršile določbe zakona, odvzeti upravljanje investicijskih skladov šele na podlagi pravnomočne odločbe o odvzemu dovoljenja. V letih, ki so sledila, je ponavadi od odkritja hujših nepravilnosti, do pravnomočne odločbe o odvzemu dovoljenja poteklo najmanj tri mesece, zato ni bilo mogoče učinkovito zaščititi vlagateljev in preprečiti nadaljnje kršitve ter s tem povezano škodo vlagateljev (glej Predlog ZISDU-A 1996: 9). Da bi se omogočila zaščita vlagateljem, sta bila dodana člena, ki sta določila pravno podlago za izrek ustreznih začasnih ukrepov. V ZISDU je bil razlog za odvzem dovoljenja zgolj kršitev določb o strukturi naložb. Namen nadzora nad DZU, pa je poleg skrbi za ustrezno strukturo naložb (finančno premoženje investicijskega sklada), tudi to, ali pri upravljanju teh naložb ravnajo z ustrezno strokovno skrbnostjo. Tako so pomembne ne samo določbe o naložbah investicijskih skladov, ampak tudi tiste, ki se nanašajo na upravljanje naložb. Posli upravljanja naložb (prodaja in nakup vrednostnih papirjev), s katerimi se zagotavlja ustrezna razpršenost tveganja naložb v vrednostne papirje, obsegajo vse posle, ki so potrebni zaradi upravljanja naložb investicijskega sklada, torej tudi posle in pravna ravnanja v zvezi z uresničitvijo donosov iz vrednostnih papirjev, ki tvorijo finančno premoženje investicijskega sklada (glej Predlog ZISDU-A 1996: 9, 10).

Na tej podlagi so bile v ZISDU-A dodane določbe, v katerih je bilo zapisano, da ATPV lahko DZU začasno prepove upravljanje investicijskih skladov, zaradi ugotovljenih hujših nepravilnosti oziroma kršitev. ATPV ima zato pravico začeti postopek za odvzem dovoljenja za upravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov. Razlogi za odvzem dovoljenja DZU so bili naslednji:

- če je bilo dovoljenje pridobljeno z navajanjem neresničnih podatkov;
- če so DZU pri upravljanju finančnega premoženja investicijskega sklada huje kršile pravila dolžne profesionalne skrbnosti;
- če so DZU kršile določbe zakona o naložbah investicijskih skladov in omejitve iz 109. člena ZISDU, ki govori o tem, da so med določenimi pravnimi osebami prepovedani vsi posli prodaje in nakupa vrednostnih papirjev, kakor tudi posojanje vrednostnih papirjev;
- če DZU v postopku nadzora niso predložile dokumentacije, ki jo je zahtevala ATPV ali kako drugače ovirala upravljanje nadzora nad njenim poslovanjem;

- če DZU niso ravnale v skladu z odredbo, ki jo je izdala ATVP za odpravo ugotovljenih nepravilnosti ali z odredbo, s katero je v celoti ali začasno prekinila poslovanje investicijskih skladov;
- če so DZU kršile odločbo o začasni prepovedi opravljanja storitev;
- če so prenehali pogoji za opravljanje dejavnosti, ki izhajajo iz 9. člena (določen osnovni kapital in delnice DZU) in 10. člena (določen način in pogoji opravljanja dejavnosti), ali so bile hujše kršene omejitve iz 12. člena (omejitve naložb DZU v druge pravne osebe) ali 13. člena ZISDU (omejitve naložb DZU v investicijske sklade, ki jih upravljajo).

Vse kršitve DZU pri svojem upravljanju investicijskih skladov nimajo enake teže in posledic, zato je bilo potrebno ATVP omogočiti, da v določenih primerih izreče ukrepe, ki so milejši od odvzema dovoljenja. ZISDU-A je tako opredelil pogojni odvzem dovoljenja, preklic pogojnega odvzema in javni opomin.

➤ **Dodano novo poglavje v zvezi z nadzorom ATVP nad drugimi osebami.**

To poglavje ZISDU-A je namenjeno uporabi določb o postopku in o nadzoru, ki ga izvaja ATVP nad drugimi osebami. Gre za nadzor nad osebami, ki poleg drugih dejavnosti oziroma kot edino dejavnost opravljajo dejavnost upravljanja investicijskih skladov, ne da bi za opravljanje dejavnosti pridobile dovoljenje za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov.

DZU so bile dolžne zaradi sprememb ZISDU uskladiti poslovanje vzajemnih skladov (na primer: ustanovitev odbora vlagateljev, ažuriranje prospekta za javno ponudbo investicijskih kuponov ter pravil upravljanja vzajemnega sklada) z uveljavljenimi spremembami v letu 1997 (Poročilo o delu ATVP 1997).

Če povzamem je sprejeta sprememba in dopolnitev ZISDU-A v letu 1997 uvedla definicijo za povezane osebe in posredne pridobitve, predvidela je podpis pogodbe s klirinško-depotno družbo. Dodala je naslednje odločbe: o obveščanju in odločanju vlagateljev pri vzajemnih skladih, o naložbah sredstev investicijskih skladov, o nadzoru ATVP nad drugimi osebami. Natančneje je določila stroške in odhodke DZU, opredelila razloge za začasno prepoved in odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov. Ker vlagatelji

z ZISDU-A še vedno niso bili dovolj zaščiteni je sledila ponovna dopolnitev in sprememba zakona.

5.4. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B)

V letu 1998 je sledila še ena dopolnitev in sprememba ZISDU, in sicer ZISDU-B (Ur. l. RS, št. 10/98), z namenom zaščite pravic in položaja delničarjev PID-ov. Spremenjena in dopolnjena sta bila le dva člena.

➤ Podrobneje opredeljeni dodatni pogoji za opravljanje funkcije člana uprave DZU, dolžnosti člana uprave ter pogoji in razlogi za odvzem dovoljenja.

Že v letu 1994 je ZISDU opredelil pogoje za člana uprave DZU, ki je moral imeti ustrezna strokovna znanja in izkušnje s področja financ. Predpisano je bilo, da ATPV lahko predpiše natančnejše pogoje, ki jih morajo izpolnjevati člani uprave DZU glede strokovnih znanj s področja financ, in način preverjanja izpolnjevanja teh pogojev.

Vseeno je zakonodajalec smatral, da bi bilo dobro, če v dopolnitvi zakona ZISDU-B opredeli dodatne pogoje za člana uprave DZU. Le-ta je lahko oseba, ki je imenovana in pridobi dovoljenje ATPV. Imeti mora visokošolsko izobrazbo ustrezne smeri, opravljen strokovni izpit za člana uprave DZU in najmanj pet let delovnih izkušenj, od tega najmanj tri leta s področja financ. Član uprave mora skrbeti, da DZU ravna v skladu z zakonom in drugimi predpisi ter da DZU izpolnjuje svoje obveznosti. Odvzem dovoljenja članu uprave ATPV odredi, če je bilo dovoljenje pridobljeno z navajanjem neresničnih podatkov ter v primeru kršitve tega zakona.

Ta določba ZISDU-B je pomembna zato, ker bi se lahko v primeru neizpolnjevanja pogojev za opravljanje funkcije članov uprave zgodilo, da bi bilo poslovanje DZU v skladu s pravili varnega in skrbnega poslovanja ogroženo.

➤ **Določbe v zvezi s preoblikovanjem PID-ov v redno delniško družbo – holding.**

Zaradi zaščite delničarjev je bilo potrebno dopolniti ZISDU tako, da bi se uredili pogoji in postopki preoblikovanja PID-ov v redne delniške družbe (Predlog ZISDU-B 1997). Po 143. členu ZISDU-B je bilo to preoblikovanje prepovedano do preteka roka, in sicer do 13.03.1999. Ta člen je določil tudi nove pogoje, ki so morali biti izpolnjeni, da je do preoblikovanja lahko prišlo, in sicer:

- da imajo PID-i največ 2 % vseh naložb v tržnih vrednostnih papirjih;
- takšna omejitev ni veljala za vrednostne papirje, pri katerih so PID-i že pridobili kvalificiran delež, to je več kot 25 %;
- sestava naložb PID-ov je morala biti vsaj šest mesecev pred zasedanjem skupščine v skladu s predhodnima alineama;
- delnice PID-ov so morale biti uvrščene na organiziran trg vsaj šest mesecev;
- sklep o spremembi dejavnosti so morale skupščine PID-ov sprejeti s $\frac{3}{4}$ večino oddanih glasov.

Po preoblikovanju je DZU pogodba o upravljanju PID-a prenehala. Iz tega razloga, ATVP po preoblikovanju PID-ov v redno delniško družbo ni imela več pristojnosti glede nadzora nad njihovim poslovanjem, zato so morali PID-i pred vpisom spremembe dejavnosti v sodni register, pridobiti dovoljenje ATVP za preoblikovanje, z namenom preveriti ali so izpolnjeni pogoji za preoblikovanje. Poleg tega, redne delniške družbe po preoblikovanju niso imele več obveznosti uvrstiti delnice na organizirani trg (Predlog ZISDU-C 1999).

Preoblikovanja PID-ov v pravo delniško družbo – holding se s sprejetjem ZISDU-B (Ur. l. RS, št. 10/98) v večji meri niso zgodila zaradi dopolnjenega 143. člena, in sicer (glej Kranjc Žnidaršič 1999: 274):

- v finančni holding so se lahko preoblikovali le PID-i, ki v aktivih niso več imeli certifikatov;
- s preoblikovanjem bi se lastništvo holdingov skoncentriralo v rokah strateških lastnikov, kar bi škodovalo slabo informiranemu malemu vlagatelju; zato je ATVP v skladu s 143. členom začasno prepovedala možnost preoblikovanja v holdinge, z zelo restriktivnim določilom glede obsega tržnih vrednostnih papirjev, ki so jih smeli imeti PID-i v aktivih pred preoblikovanjem in z rokom, do katerega se to ni moglo zgoditi.

Torej, ZISDU-B je spremenil in dopolnil dva člena, ki sta se nanašala na pogoje za opravljanje funkcije člana uprave DZU in na preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe – holding.

5.5. Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-C)

Takrat obstoječa struktura naložb PID-ov je še vedno vključevala neizkoriščene lastniške certifikate, ki so predstavljali približno 50 % vseh naložb PID-ov. Zaradi tega in nekaterih drugih pravnih nejasnosti preoblikovanje, oziroma usklajevanje PID-ov z določbami od 1. do 9. poglavja ZISDU ni bilo mogoče začeti z datumom 13.03.1999, oziroma bi lahko imelo neželene posledice. Šele, ko bi bilo mogoče pričeti z usklajevanjem s prej omenjenimi določbami ZISDU, bi bila delničarjem PID-ov omogočena ustrezna odločitev o spremembi investicijske politike, ki bi bila namenjena bodisi prilagoditvi določbam od 1. do 9. poglavja ZISDU, bodisi preoblikovanju v redne delniške družbe, kar je bistveno vprašanje pri odločanju delničarjev o njihovih naložbah. Razlog za sprejem spremembe ZISDU je bila določitev pogojev in postopka takšnega preoblikovanja, s katerim bi zaščitili delničarje PID-ov. Kot sem že omenila, so po preoblikovanju PID-ov v redno delniško družbo pristojnosti ATVP nad njihovim poslovanjem prenehale in redne delniške družbe niso več imele obveznosti uvrstiti delnice takšne družbe na organizirani trg (Predlog ZISDU-C 1999).

ZISDU-C (Ur. l. RS, št. 26/99) je bil sprejet na podlagi omenjenih razlogov v letu 1999. Z vidika varstva delničarjev PID-ov je bilo zato smiselno podaljšati prepoved preoblikovanj PID-ov v redno delniško družbo. ZISDU-C je spremenil datum v prvem odstavku 143. člena ZISDU-B, in sicer iz 13.03.1999 na 13.03.2000.

5.5.1. Kršitve določb ZISDU-A, ZISDU-B in ZISDU-C

S spremenjenim in dopolnjenim ZISDU je ATVP ugotovila nekaj hujših kršitev določb ZISDU v poslovanju DZU, ki upravljajo investicijske sklade in PID-e ter zahtevala njihovo odpravo, in sicer na področju (Poročilo o delu ATVP):

- naložb investicijskih skladov;
- prepovedanih poslov;
- oviranja opravljanja nadzora ATPV;
- neizpolnjevanja kadrovskih pogojev za nadaljnje poslovanje;
- poslovanja z vrednostnimi papirji;
- naložb in poslov investicijskih skladov glede obveznosti razpršitve naložb investicijskega sklada v vrednostnih papirjih istega izdajatelja, in z njim povezanih izdajateljev.

ATVP je zahtevala odpravo kršitev v zvezi z računovodskimi rešitvami, uporabljenimi v nasprotju s predpisi, ki določajo poslovanje investicijskih skladov (Poročilo o delu ATPV 2001).

Kršitve DZU, ki upravljajo investicijske sklade, so zakonodajalca med drugim pripeljale do sprejetja nove zakonodaje, saj so kršitve posegale v varstvo vlagateljev. Namen sprejetih zakonov je bil vlagatelju nuditi varnost in zaščito. Na podlagi ugotovljenih kršitev DZU, ki upravljajo investicijske sklade lahko vidimo, da v preteklosti ni bilo vedno tako, saj so nekateri upravljavci želeli zaslužiti na tuj račun. Pri tem je ponavadi prišlo do oškodovanja malega vlagatelja, ki je želel s svojimi investiranimi prihranki povečati svoja sredstva. Zaradi tega je pomemben nadzor nad poslovanjem vseh DZU, ki ga opravlja ATPV, saj vsak posamezni vlagatelj ne more nadzorovati poslovanja DZU in tudi nima pristojnosti, da bi izrekel določene ukrepe. V ZISDU je obstajal problem, ker so bile nekatere določbe preveč splošno določene, tako je prihajalo do napačnega razumevanja določb in s tem do izkoriščanja s strani DZU. Na podlagi preteklega dogajanja se je zakonodajalec odločil, da bo sprejel nov zakon s področja investicijskih skladov in DZU, ki bo bolj natančno določil posamezne določbe.

5.6. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)

Slovenija je v letu 1997 podpisala Evropski sporazum o pridružitvi med Slovenijo in EU (Ur. l. RS, št. 13/97). 45. člen tega sporazuma je Sloveniji naložil določene obveznosti, ki so se nanašale na pravico do ustanavljanja DZU investicijskih skladov. S postopnim približevanjem Slovenije EU, se je zakonodaja s področja investicijskih skladov spreminjala in dopolnjevala,

vendar še vedno ni bila usklajena z evropsko zakonodajo. Obdobje za uskladitev se je izteklo s 01.02.2002 in ZISDU je bil edini zakon o kapitalskem trgu, ki še ni bil usklajen s pravili EU. Zaradi nesprejetja tega zakona, Slovenija ni izpolnjevala obveznosti iz pridružitvenega sporazuma. Ena od obveznosti se je nanašala na odpravo omejitev za vstop tujcev v naše investicijske sklade in DZU. Druga se je nanašala na odpravo omejitev vlaganj na tuje trge, saj naši investicijski skladi niso mogli povsem prosto vlagati na tujih trgih (Grgič 2002a). Poleg obveznosti iz sporazuma je bil razlog za sprejem novega zakona tudi potreba po dodatni ureditvi investicijskih družb ter potreba po ureditvi preoblikovanja investicijskih družb in PID-ov v vzajemne sklade. Z novim zakonom bi na sistematsko zaokrožen način uredili področje delovanja investicijskih skladov in prodajo investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov tako, da bi bila ureditev v celoti usklajena z direktivami EU o investicijskih skladih in DZU, ki so uvedle prosto opravljanje storitev, prost pretok kapitala ter integracijo finančnih trgov. Prva sprejeta direktiva o investicijskih skladih in DZU se imenuje Direktiva Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 20.12.1985 o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje – v nadaljevanju KNPVP 85/611/EEC. Njene dopolnitve, ki so sledile so bile 88/220/EC, 95/26/EC, 2000/64/EC, 2001/107/EC in 2001/108/EC.

Slovenija je morala po nujnem postopku v letu 2002, zaradi potrebne uskladitve z evropsko direktivo o investicijskih skladih in DZU sprejeti ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02), ki je vnesel v delovanje investicijskih skladov pomembne novosti (Predlog ZISDU-1 2002). Namen sprejetega ZISDU-1 je bil opredeliti in urediti poslovanje institucij, ki delujejo na področju investicijskih skladov (vzajemni skladi, investicijske družbe, DZU in skrbniki premoženja). Zakonodajalec je želel omogočiti prost pretok kapitala. To je hotel doseči tako, da bi na območju Slovenije storitev opravljanja dejavnosti upravljanja investicijskih skladov lahko opravljale DZU s sedežem v Sloveniji, v državah članicah in v tujih državah. Z ZISDU-1 je bilo zagotovljeno, da ima investicijski sklad lahko naložbe v vrednostne papirje izdajatelja, ki ni državljan RS.

5.6.1. Uskladitev ZISDU-1 z evropskimi direktivami

Evropske direktive o investicijskih skladih in DZU urejajo predvsem področje odprtih investicijskih skladov. Ne opredeljujejo in ne razvrščajo različnih tipov zaprtih investicijskih skladov. Te posebej urejujejo zakonodaje posameznih držav članic EU. Evropske direktive postavljajo državam članicam EU smernice za razvoj ter ureditev investicijskih skladov in DZU. V nadaljevanju sledi opis evropskih direktiv, ki so bile upoštevane pri sprejemanju slovenske zakonodaje.

➤ Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 85/611/EEC

V letu 1985 je bila sprejeta prva Direktiva Evropskega Parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o KNPVP 85/611/EEC, ki je prispevala k doseganju enotnega trga na področju vrednostnih papirjev. Z njo je bilo na področju finančnih storitev prvič vzpostavljeno načelo vzajemnega priznavanja dovoljenj in drugih predpisov, ki omogočajo prost pretok enot premoženja KNPVP (vzajemnih skladov/skupnih sredstev ali investicijskih družb) na ozemlju EU (Direktiva Evropskega Parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2001). Z njo so želeli omogočiti konkurenčne pogoje med vzajemnimi skladi na evropski ravni ter zagotoviti učinkovit nadzor nad delovanjem vzajemnih skladov in tako zaščititi vlagatelje pred izgubo vloženih sredstev. Področje uporabe direktive je bilo na začetku omejeno na KNPVP z variabilnim kapitalom, ki pospešujejo prodajo enot svojega premoženja javnosti v EU in katerih edini cilj je bilo vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC 2001). Direktiva je vsebovala enajst poglavij. V nadaljevanju bom na kratko opisala na kaj so se poglavja nanašala.

- Direktiva je najprej opredelila investicijski sklad.
- V nadaljevanju je opisala, pod katerimi pogoji se lahko ustanovi DZU in kako pridobijo dovoljenje za upravljanje z vzajemnimi skladi.
- Določene so bile obveznosti glede DZU in vzajemnih skladov: DZU lahko upravljajo dejavnosti svetovanja in upravljanja finančnega premoženja fizičnih in pravnih oseb poučenih ali nepoučenih vlagateljev (slovenska zakonodaja govori samo o dobro poučenih).
- Določene so bile obveznosti glede oblike investicijskega sklada in njegovega skrbnika.

- Določene so bile obveznosti glede politike naložb.
- Določene so bile obveznosti glede informacij, ki jih morajo dobiti imetniki investicijskih kuponov oziroma enot premoženja. Direktiva je vsebovala določila o objavi prospekta, polletnih in letnih poročil ter o bistvenih sestavinah, ki jih morajo vsebovati poročila in prospekt.
- Določene so bile splošne obveznosti vzajemnih skladov, ki vsebujejo pravila upravljanja skladov. Obveznosti so zajemale tudi vrednotenje sredstev vzajemnega sklada, pravila za izračun vrednosti enot premoženja ob vplačilu in izplačilu.
- Direktiva je vsebovala posebne določbe, ki se uporabljajo za investicijske sklade, ki tržijo enote premoženja v drugih državah članicah, določila je tudi pogoje za poslovanje DZU v drugih državah članicah EU in nadzor nad njimi.
- V direktivi so bile določbe glede nadzornih organov, odgovornih za izdajo dovoljenja in nadzor nad skladi.
- Z direktivo je bil ustanovljen Kontaktni odbor (ang. Contact Committee), katerega naloga je bila olajšati izvajanje direktive 85/611/EEC z rednimi posveti o vseh praktičnih težavah, ki nastopijo pri uporabi le-te.

Namen evropske direktive 85/611/EEC je bil poenostaviti čezmejno trženje skladov in doseči enoten trg na področju vzajemnih skladov.

➤ **Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 88/220/EC**

V letu 1985 dopolnjena Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 88/220/EC govori o naložbenih politikah DZU. Ker se je s prvo sprejeto direktivo omejevalo vlaganje sredstev investicijskih skladov v prenosljive vrednostne papirje istega izdajatelja na 5 %, se je lahko ta meja, če je potrebno, skladno z direktivo 88/220/EC povečala na 10 % (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 88/220/EC 1988).

➤ **Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 95/26/EC**

V letu 1995 dopolnjena Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 95/26/EC je bila sprejeta z namenom okrepitve nadzora varnega in skrbnega poslovanja investicijskih skladov. Opredelila je obveznosti varovanja poklicne skrivnosti za organe, ki so odgovorni za izdajanje

dovoljenj in nadzor DZU ter za podjetja, ki sodelujejo v teh dejavnostih. Direktiva 95/26/EC je opredelila enake možnosti za izmenjavo podatkov, kot so dane organom, odgovornim za izdajanje dovoljenj in nadzor kreditnih institucij, investicijskih podjetij in zavarovalnic (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 95/26/EC 1995).

➤ **Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2000/64/EC**

Prejšnje direktive so dovoljevale izmenjavo podatkov med pristojnimi organi in nekaterimi drugimi organi ali telesi v državah članicah ali med državami članicami, dovoljevale so tudi sklepanje sporazumov o sodelovanju, ki so predvidevali izmenjavo podatkov s pristojnimi organi tretjih držav. Z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2000/64/EC se je dovoljenje za sklepanje sporazumov o izmenjavi podatkov s tretjimi državami razširilo tako, da je vključevalo izmenjavo podatkov z nekaterimi drugimi organi ali telesi v teh državah pod pogojem, da za razkrite podatke velja jamstvo poslovne skrivnosti.

Države članice EU so morale sprejeti zakone in druge predpise, potrebne za uskladitev s to direktivo najpozneje do 17.11.2002 (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2000/64/EC 2000). Ta datum omenjam zato, ker je bil v letu 2002 sprejet ZISDU-1, v katerem so bile upoštevane vse do sedaj omenjene direktive.

➤ **Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC**

Direktiva 85/611/EC v veliki meri ni uredila DZU v državah članicah EU. Predvsem ni predpisala določb, ki bi zagotavljale pravila za enakovreden dostop DZU do trga in pogoje poslovanja. Prav tako direktiva ni predpisala določb, s katerimi bi se uredilo ustanavljanje hčerinskih družb in prosto opravljanje storitev teh družb v državah članicah, ki niso njihova matična država. Dovoljenja, ki so izdana v matični državi DZU bi morala zagotoviti varstvo vlagateljev in likvidnost DZU, z namenom prispevati k stabilnosti finančnega sistema. V letu 2002 dopolnjena Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC je pomenila uskladitev, s katero je bila omogočena izdaja enega veljavnega dovoljenja za DZU na celotnem ozemlju EU (potni list, s katerim lahko DZU delujejo po vsej Evropi in tako razširijo svoje aktivnosti tudi na druge države). Direktiva je omogočila tudi izvajanje nadzora DZU matične države članice EU, s katerim je bilo zagotovljeno njihovo skrbno in varno

poslovanje. Matična država, ki je izdala dovoljenje DZU zaradi upravljanja zbranega premoženja (upravljanje vzajemnih skladov/skupnih sredstev in investicijskih družb), mora dovoliti, da lahko DZU v državah gostiteljicah nadaljujejo z opravljanjem storitev, izvajanjem funkcij in nalog, ki sodijo v dejavnost upravljanja zbranega premoženja in jih DZU že upravljajo v matični državi (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2002).

Drugo področje, ki ga opisuje direktiva 2001/107/EC je področje obsega delovanja DZU, ki je bilo v direktivi 85/611/EC omejeno. Z novo sprejeto direktivo se DZU dovoli izvajanje dejavnosti upravljanja naložbenega premoženja posameznih strank (upravljanje individualnega premoženja), vključno z upravljanjem pokojninskih skladov, kot tudi nekaterih posebnih pomožnih dejavnosti, ki so povezane z glavno dejavnostjo DZU. Direktiva dovoljuje matični državi članici sprejeti strožja pravila, predvsem na področju pogojev za izdajo dovoljenj, zahtev skrbnega in varnega poslovanja ter pravil o poročanju in popolnem prospektu. Direktiva je predlagala, da matične države članice izdelajo pravila, ki bi določila predpogoje, pod katerimi bi lahko DZU na podlagi pooblastil prenesle določene naloge in funkcije na tretje osebe in tako povečale učinkovitost izvajanja dejavnosti (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2002).

Direktiva govori tudi o varstvu interesov delničarjev. Izhajajoč iz tega, je direktiva določila, da mora imeti investicijska družba osnovni kapital. Investicijska družba, ki je za upravljanje določila določeno DZU, je krita iz dodatnega zneska lastnih sredstev DZU (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2002).

Direktiva 2001/107/EC je uvedla izvleček prospekta, ki mora biti prijazen do vlagatelja in mora povprečnemu vlagatelju predstavljati vir dragocenih informacij. Vlagatelj bo informacije uporabil za informativno presojo o predlagani naložbi ter z njo povezanimi tveganji (Lubej 2005). Izvleček mora biti jasen, zgoščen in mora na lahek način podati ključne informacije tako, da za bo vlagatelja čim bolj razumljiv. Izvleček prospekta mora vsebovati izjavo, kjer je vlagatelj obveščen, da so podrobnejše informacije dosegljive v popolnem prospektu ter v letnih in polletnih poročilih DZU (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2002).

Direktiva je zahtevala minimalno poenotenje enakih pogojev poslovanja med posredniki na področju finančnih storitev z namenom, da bi se zagotovila poenotena najnižja raven varstva vlagateljev.

Kot sem že omenila, je bila direktiva 2001/107/EC sprejeta v letu 2002, države članice pa so morale sprejeti zakone in druge predpise, potrebne za uskladitev s to direktivo do 13.08.2003. Uporabljati so jih morale začeti najkasneje 13.02.2004 (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC 2002). Glede na to, da je bila ta direktiva sprejeta v januarju 2002, pred začetkom veljavnosti ZISDU-1, je slovenski zakonodajalec v sprejetem zakonu že upošteval nekaj določb (ne v celoti) iz te direktive, čeprav je direktiva zahtevala uskladitev zakonov najkasneje do leta 2004.

➤ **Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC**

V EU se je z vzpostavitvijo ekonomske in monetarne unije ter z razvojem trga kapitala pojavila potreba po razširitvi naložbenih ciljev KNPVP zato, da bi se omogočilo vlaganje v finančne instrumente z zadostno likvidnostjo, ki niso prenosljivi vrednostni papirji. Ti finančni instrumenti bi morali delovati po načelu razpršitve tveganj in bi morali biti predmet učinkovitega nadzora, katerih naložbena dejavnost ne bi zmanjševala varstva vlagateljev. Leta 2002 sprejeta Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC je dopolnila seznam finančnih instrumentov, ki so bili do sedaj primerni za naložbena sredstva portfelja. Direktiva je skladom omogočila vlaganje v instrumente denarnega trga, v depozite v kreditnih ustanovah, v izvedene finančne instrumente, v enote drugih skladov in v indeksne sklade. Skladi so tako lahko vlagali, ne samo v vrednostne papirje, ampak tudi v druge likvidne finančne oblike. Določena so bila nekatera pravila glede količinskih omejitev, razkritja informacij in preprečevanja pojavov piramidnih struktur (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC 2002).

KNPVP se morajo izogibati presežni koncentraciji investiranja v naložbe, zaradi varnega in skrbnega poslovanja. To je povezano z varstvom vlagateljev, zaradi česar je bilo potrebno omejiti največjo dopustno izpostavljenost, povezano z izvedenimi instrumenti, tako da ta ne preseže skupne čiste vrednosti portfelja KNPVP. Za izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na izven borznem prostem trgu, je direktiva 2001/108/EC predpisala

dodatne zahteve in pravila za razpršitev tveganj izpostavljenosti določenim osebam. Njihov namen je bil zagotoviti varstvo vlagateljev, ki bi bilo primerljivo z ravni varstva, ki jo imajo vlagatelji v izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na zakonsko urejenem trgu (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC 2002).

Direktiva je uvedla bolj prilagodljiva pravila razpršitve tveganj za vlaganja KNPVP v delnice in/ali dolžniške vrednostne papirje. Govori tudi o primerih in pogojih ustanovitve hčerinskih družb KNPVP v tretji državi. Zagotovila je prosto čezmejno trženje enot širše vrste KNPVP na način, da se zagotavlja najnižja raven varstva vlagateljev (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC 2002).

Tudi v tem primeru so morale države članice sprejeti zakone in druge predpise, ki so bili potrebni za usklajitev s to direktivo najpozneje do 13.08.2003, uporabljati pa bi jih začeli 13.02.2004 (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC 2002). Direktiva je bila sprejeta v januarju 2002, tako da je zakonodajalec pri sprejemanju ZISDU-1 že upošteval določbe te direktive.

Zadnji dopolnjeni Direktivi Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC in 2001/108/EC sta uvedli: čezmejno trženje KNPVP, potni list za DZU (predpisali sta pogoje, ki jih morajo posamezni investicijski skladi izpolnjevati, da pridobijo evropski potni list, s katerim države članice EU lahko v prihodnje prosto tržijo enote svojih investicijskih skladov na prostoru EU), izvleček prospekta kot orodje za informiranje in trženje. Uredili sta uporabo izvedenih finančnih instrumentov ter drugih instrumentov in tehnik povezanih z vrednostnimi papirji, uporabo indeksnih skladov in instrumentov denarnega trga ter depozite, uredili sta tudi vlaganje v druge sklade ter različne omejitve naložb.

Če je Slovenija želela postati članica EU je morala pri sprejemanju svoje zakonodaje upoštevati evropske direktive. V nadaljevanju bom opisala, kakšne spremembe in novosti je vpeljal ZISDU-1, ko je upošteval evropske direktive, s področja investicijskih skladov.

5.6.2. Spremembe in novosti, ki jih je vpeljal ZISDU-1

Na slovenski kapitalski trg je ZISDU-1 prinesel veliko sprememb. Strokovnjaki na finančnem področju in upravljavci so bili enotnega mnenja, da so bile te spremembe nujne in da bodo pozitivno vplivale na razvoj investicijskih skladov ter s tem na slovenski kapitalski trg. Zakon je bil usklajen z evropskimi direktivami in je uvedel spremembe predvsem na področju delovanja odprtih investicijskih skladov, to je vzajemnih skladov in DZU, ki te sklade upravljajo. Zakon je bil z 242 členi relativno obsežen v primerjavi s starim (147 členov). Sledi opis najpomembnejših novosti, ki jih je vpeljal ZISDU-1.

➤ **Institut skrbništva.**

ZISDU-1 je skladno z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 85/611/EEC uvedel institut skrbnika nad premoženjem in poslovanjem investicijskega sklada, s čimer se je zaradi dodatnega nadzora nad pravilnostjo knjigovodstva skladov in ravnanja DZU pri upravljanju premoženja skladov zagotovila večja raven varstva vlagateljev v investicijske sklade. Vlagatelji so pridobili na večji sistemski varnosti, ker se je zaostрил nadzor regulatorja nad DZU, postavile so se dodatne zahteve glede informacijske podpore DZU, nadzora in upravljanja tveganj družb (<http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/329-75/>). Od sprejetja zakona so imeli upravljavci skladov dve leti časa, da so izbrali skrbnika. Izbirali so lahko med bankami, podružnicami bank države članice, finančnimi institucijami (borzno-posredniške družbe in klirinško-depotne družbe) ter podružnicami finančnih institucij držav članic (55. člen ZISDU-1). Med temi subjekti lahko DZU tudi danes izberejo svojega skrbnika. DZU so morale s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Vloga skrbnika je, da na podlagi te pogodbe zagotavlja pravilno izračunavanje provizij, opravlja storitve hrambe vrednostnih papirjev ter vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev in skrbi, da je poslovanje v skladu s predpisi. Dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev mora skrbnik pridobiti s strani Banke Slovenije po predhodnem mnenju ATVP. Ta dva organa sta bila tako v preteklosti kot tudi danes zadolžena za nadzor nad skrbnikom. Pomembno je, da tako DZU kot skrbnik zagotavljajo največje koristi vlagateljem v investicijske sklade. Uvedba skrbnika tako za odprte kot zaprte sklade je bila in je značilnost slovenskega zakona, saj evropska direktiva predvideva skrbništvo le za odprte sklade (<http://www.a-tvp.si>).

ZISDU-1 je podrobneje opredelil nekatere dolžnosti skrbnika investicijskega sklada, s čimer je bil omogočen prenos dela skrbniških poslov na druge tuje podskrbnike. 62. člen zakona je določil, da mora skrbnik investicijskega sklada odpreti poseben bančni račun za investicijski sklad. Skrbnik, ki opravlja skrbniške posle, vrednostne papirje investicijskega sklada, s katerimi se trguje na organiziranih trgih v državah članicah oziroma v tujih državah, in druge vrednostne papirje izdajateljev držav članic oziroma tujih izdajateljev, lahko izroči v hrambo banki oziroma drugi finančni organizaciji, ki je v tej državi upravičena opravljati storitve hrambe vrednostnih papirjev.

ZISDU-1 je z uvedbo instituta skrbnika želel doseči večjo transparentnost, varnost poslovanja in nadzor nad delovanjem investicijskih skladov in želel preprečiti morebitno nasprotje interesov z določbami o prepovedanih poslih in naložbah skrbnika, z omejevanjem pretoka zaupnih informacij znotraj skrbnika in s poročanjem skrbnika.

➤ **Odprava omejitev vlaganj investicijskih skladov.**

ZISDU-1 je določil naložbene omejitve, njihov obseg in izpostavljenost do posameznega izdajatelja (64. – 77. člen). V skladu z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC je odpravil omejitve vlaganj investicijskih skladov v finančne instrumente izdajateljev iz drugih držav članic EU in drugih držav. Do uskladitve so bile naložbe v tujino omejene z 10 %, po njej pa se je odstotek naložb povečal, predvsem za nakupe na organiziranih trgih članic EU, ob dodatnih merilih pa tudi v drugih tujih državah. Na podlagi soglasja ATVP lahko investicijski sklad v skladu z načelom razpršitve tveganja vloži tudi več kot 10 % sredstev v različne tržne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki jih izda ali zanje jamči RS ali posamezna država članica EU. Z vidika varstva interesov malih delničarjev in razpršenosti naložb ter s tem manjšega tveganja, so bile nekatere omejitve nujne. DZU je na primer z omejitvami deležev lastništva na posameznega izdajatelja prepovedan pomembnejši vpliv na upravljanje izdajatelja, zato mora imeti investicijski sklad sredstva v najmanj šestih različnih izdajah tržnih vrednostnih papirjev ali instrumentov denarnega trga. Poleg tega vrednost takšnih naložb investicijskega sklada v posamezni izdaji tržnih vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga ne sme presegati 30 % vrednosti sredstev investicijskega sklada. Zakon sicer dopušča določena odstopanja v posameznih primerih, ki morajo biti odobrena s strani ATVP, vendar morajo DZU za morebitna

odstopanja navesti razloge, pridobiti dovoljenje in jih navesti v pravilih upravljanja skladov, ki jih upravljajo.

➤ **Nove vrste naložb.**

S sprejetjem ZISDU-1 je kupon ali delnica investicijskega sklada postal prenosljiv vrednostni papir, s katerim je možno trgovanje na organiziranem trgu. ZISDU-1 je skladno z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC razširil vrsto možnih naložb investicijskih skladov v finančne instrumente (na primer v hipotekarne obveznice, naložbe v druge investicijske sklade, izvedene finančne instrumente). Novost je bila v opredelitvi, ki pravi, da imajo lahko investicijski skladi naložbe tudi v izvedenih finančnih instrumentih, ki so izpeljani, oziroma izvedeni iz drugih vrednostnih papirjev ali finančnih instrumentov. Gre za terminske pogodbe, obrestne in valutne zamenjave, opcije, izvedene finančne instrumente na blago. Zakon o trgu vrednostnih papirjev – v nadaljevanju ZTVP-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05) izvedene finančne instrumente loči na standardizirane in nestandardizirane. Njuna razlika je v tem, da so standardizirani uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev, kjer je njihova cena znana, medtem ko se z nestandardiziranimi ne trguje na organiziranem trgu. V primeru naložb v izvedene finančne instrumente mora investicijski sklad njihovo vrsto in dovoljeno izpostavljenost navesti v pravilih upravljanja ali statutu ter zadostiti določenim pogojem.

Naložbe investicijskih skladov je ZISDU-1 omejil na več ravneh (Toplak 2001a).

- Vrste dovoljenih naložb in posamezne vrste naložb

Tržni domači ali tuji vrednostni papirji ali vrednostni papirji prve prodaje, pri katerih je zahtevana (oziroma je zapisana v prospektu) uvrstitev na organizirani trg, morajo vedno dosegati najmanj 51 % premoženja investicijskega sklada. Vrednost bančnih vlog in vrednost instrumentov denarnega trga (pogoj je, da jih je izdala RS, Banka Slovenije, država članica EU ali njena osrednja banka, EU, Evropska investicijska banka in tako dalje) skupaj ne smeta preseči 49 %. Netržnih vrednostnih papirjev ne sme biti več kot deset odstotkov.

- Izpostavljenost posamezni osebi

Izpostavljenost posamezni osebi ne sme preseči 5 % sredstev vzajemnega sklada in 10 % sredstev investicijske družbe, vloženih v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga, razen če pravila upravljanja vzajemnega sklada ali statut investicijske družbe določa takšno politiko. V slednjem primeru izpostavljenost investicijskega sklada ne sme biti višja od 10 % premoženja sklada. Vsota vseh izpostavljenosti investicijskega sklada, ki presegajo 5 % vrednosti premoženja, pa ne sme presegati 40 % premoženja sklada.

- Vpliv na upravljanje izdajatelja

Določena je bila tudi prepoved pomembnejšega vpliva na upravljanje izdajatelja. DZU za račun investicijskih skladov, ki jih upravljajo, ne smejo pridobiti deleža delnic brez glasovalne pravice, ki skupno pomenijo več kot 10 % delež v osnovnem kapitalu posameznega izdajatelja. Enako velja za delnice z glasovalno pravico. Prav tako ne smejo pridobiti deleža dolžniških vrednostnih papirjev, ki bi presegal 10 % skupne nominalne vrednosti vseh izdaj posameznega izdajatelja v obtoku.

- Naložbe v enote oziroma delnice drugega investicijskega sklada

ZISDU-1 omogoča, da investicijski sklad kupuje enote oziroma delnice drugega sklada, vendar vrednost teh naložb ne sme preseči 10 % vrednosti premoženja sklada.

➤ **Upravljanje s tveganji.**

Upravljanje s tveganji je bilo novo področje v ZISDU-1. Predstavljalo je temelj pri zagotavljanju dveh ključnih ciljev zakonodajalca. To je varnost vlagateljev oziroma delničarjev investicijskih skladov ter preglednost in nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in DZU. ZISDU-1 in podzakonske določbe ATPV so natančno opredelile načrte obvladovanja tveganj, ki so bile posledica vrste naložb investicijskih skladov, ustreznosti poslovanja DZU, izpostavljenosti do posameznih oseb in okoliščin ogroženosti poslovanja investicijskih skladov. ZISDU-1 mora DZU zagotavljati ustrezno ugotavljanje, merjenje in obvladovanje tveganj, ki izhajajo iz imetništva oziroma iz opravljanja poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti, ne glede na to, ali so ti v posesti z namenom trgovanja ali varovanja pred tveganji. Spremenili so se kriteriji in merjenje izpostavljenosti DZU s tveganjem,

povezanim z opravljanjem storitev upravljanja investicijskih skladov, kot tudi merjenjem izpostavljenosti posameznega investicijskega sklada tveganjem.

Za enotnost ustreznih postopkov izračunavanja tveganj, izpostavljenosti in poročanja ATVP se DZU dogovarjajo in usklajujejo v okviru Gospodarskega interesnega združenja DZU – v nadaljevanju ZDU-GIZ (Oražem 2002).

➤ **Nove oblike skladov.**

Uskladitev ZISDU-1 z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC je omogočila oblikovanje specializiranih skladov oziroma skladov z različno naložbeno politiko, ki sem jih opisala že v prvem poglavju in jih bom tukaj samo omenila (skladi skladov, namenski skladi, skladi denarnega trga, indeksni skladi). Poleg tega je ZISDU-1 določil opredelitev osnovne investicijske politike sklada že v imenu sklada. Vlagatelji tako že na podlagi imena vedo, ali gre za delniški, obvezniški, mešani ali kak drug tip sklada.

➤ **Kapitalska ustreznost DZU.**

S sprejetjem ZISDU-1 morajo DZU zagotoviti, da vedno razpolagajo z ustreznim kapitalom, glede na skupni obseg premoženja, ki jim je dano v upravljanje (kapitalska ustreznost). Tako so DZU vezane na obseg premoženja, ki ga imajo v upravljanju (premoženje investicijskih skladov in dobro poučenih vlagateljev).

➤ **Premoženje investicijskih skladov.**

ZISDU-1 je z uskladitvijo z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC uvedel v poslovanje investicijskih skladov obvezno pravno ločitev premoženja investicijskih skladov od premoženja DZU, kakor tudi od premoženja skrbnika. Sredstva in obveznosti do virov sredstev, prihodki in odhodki posameznega investicijskega sklada morajo biti strogo ločeni od DZU in če DZU upravlja več investicijskih skladov, tudi od ostalih skladov.

➤ **Kvalificirani delež v DZU.**

Za pridobitev kvalificiranega deleža v DZU – 10 %, je potrebno dovoljenje ATVP, prav tako je potrebno dovoljenje za nadaljnje pridobitve delnic – 20 %, 33 %, 50 % delež glasovalnih pravic ali delež v kapitalu DZU (Toplak 2001).

➤ **Organizacijske spremembe in stroški.**

DZU so se morale skladno z ZISDU-1 notranje in organizacijsko spremeniti do konca leta 2003. Zadostiti so morale tehničnim pogojem, vzpostaviti ustrezen informacijski sistem in računalniško podporo. Namen teh sprememb je bila večja preglednost poslovanja DZU, lažji nadzor in redna kontrola, predvsem pa možnost varovanja interesov in varnosti vlagateljev (Oražem 2002).

ZISDU-1 je opredelil in določil izračunavanje celotnih stroškov investicijskega sklada in celotnih stroškov vlagatelja v investicijski sklad v skladu z metodologijo, ki jo predpiše ATVP. V ZISDU-1 so bile dodane določbe o proviziji skrbnika, kjer je zapisano, da DZU posredujejo nalog za izplačilo iz sredstev investicijskega sklada skrbniku, ta pa banki, pri kateri ima investicijski sklad odprt denarni račun. Izbira višine vstopne, izstopne in upravljske provizije tako vzajemnega sklada kot investicijske družbe je v celoti prepuščena DZU, kar vlagateljem škodi, zato mora biti navedena v pravilih upravljanja ali statutu.

DZU so upravičene tudi do letne provizije za upravljanje investicijskega sklada v višini, ki je določena v pravilih upravljanja vzajemnega sklada ali statutu investicijske družbe (Toplak 2001a).

Stroški in provizija vzajemnega sklada, ki se je preoblikoval iz PID-a ali investicijske družbe, so bili drugače določeni. Vsem novim imetnikom kuponov vzajemnega sklada, ki bi želeli biti izplačani, je potrebno obračunati izstopno provizijo, kar je bila posebnost v zakonu. V skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada znaša v prvem letu od preoblikovanja oziroma od oddelitve sredstev v vzajemni sklad od 0 % do 20 % in v drugem letu od 0 % do 10 % od vrednosti enote vzajemnega sklada. Izstopna provizija mora doseči vsaj tolikšen odstotek, kot

je delež netržnega in nelikvidnega premoženja v vzajemnem skladu. Tako izračunana izstopna provizija povečuje sredstva vzajemnega sklada.

ZISDU-1 je DZU omogočil, da si lahko iz sredstev vzajemnega sklada, poleg letne provizije krijejo tudi stroške v zvezi z upravljanjem, in sicer: stroške skrbniških storitev, stroške posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranem trgu (stroški klirinško-depotne družbe, posrednika in borze), stroške plačilnega prometa, revidiranja letnega poročila, obveščanja imetnikov investicijskih kuponov, Te stroške so DZU po starem zakonu krile iz naslova vstopne/izstopne provizije ali iz upravljalvske provizije. Pomembno je, da so vsi stroški navedeni v pravilih upravljanja vzajemnega sklada (Lubej 2005).

➤ **Uprava investicijske družbe.**

Investicijska družba v primerjavi s prejšnjim zakonom nima uprave. Obveznosti uprave bodo upravljale DZU, ki bodo vodile posle investicijske družbe in jo tudi zastopale v večini primerov. Investicijska družba ima nadzorni svet, ki poleg pristojnosti, ki jih ima vsak nadzorni svet, zastopa tudi investicijsko družbo v razmerjih do DZU (Toplak 2001a).

➤ **Tujci in upravljanje investicijskih skladov pri nas.**

Za DZU, ki dejavnost upravljanja investicijskih skladov lahko opravljajo v državah članicah EU, velja, da te storitve lahko opravljajo tudi v Sloveniji, in sicer ali prek podružnice ali neposredno. Določena so bila pravila, nadzor in ukrepi nadzora, kot denimo, da lahko ATPV DZU, ki kršijo pravila, začasno prepove opravljati storitve. Tujci, ki ne prihajajo iz držav članic EU, pa lahko storitve upravljanja opravljajo zgolj prek podružnice, vendar morajo predhodno pridobiti soglasje ATPV (Toplak 2001a).

Glede vstopa upravljavcev investicijskih skladov iz držav, ki niso članice EU, obstaja mnenje strokovnjakov, da jih od vstopa na slovenski trg odvrata predvsem naš majhen trg ter zakonodaja, ki zahteva odprte podružnice, kar pomeni za upravljavce velik strošek.

➤ **Trženje enot oziroma delnic investicijskega sklada.**

Investicijski skladi so se z uskladitvijo ZISDU-1 z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/108/EC lahko začeli tržiti tudi preko državnih meja Slovenije. Direktiva je določila, da je investicijski sklad še vedno podvržen zakonitostim države, v kateri se pojavlja na trgu. Pogoj za trženje in oglaševanje tujih investicijskih skladov je, da imajo DZU, ki te sklade upravljajo, dovoljenje za upravljanje storitev v državi članici ali tuji državi, kjer imajo sedež, vendar so še vedno pod nadzorom domačih držav.

Tuje investicijske sklade lahko DZU tržijo pri nas prek podružnice ali neposredno. Investicijski skladi s sedežem znotraj EU, ki želijo v Sloveniji tržiti svoje investicijske kupone ali delnice investicijskih skladov, lahko zaprosijo za dovoljenje ATVP in tržijo sklade neposredno. Za druge tuje države, tiste, ki niso vključene v EU, je postopek bolj zahteven. Če želijo v Sloveniji tržiti svoje storitve, investicijske kupone ali delnice investicijskih skladov, morajo v Sloveniji ustanoviti podružnico. Nadzor nad trgom izvajajo institucije EU in ATVP.

➤ **Prenos storitev upravljanja.**

Slovenski in tuji upravljavci, ki so se in se bodo odločili vstopiti na naš trg, lahko svoje storitve upravljanja ali zgolj nekatere storitve (na primer trženje) prenesejo z dovoljenjem ATVP na drugo družbo. Tako prenesene storitve ne smejo biti naknadno prenesene na tretje osebe, kar je za varnost vlagateljev zelo pomembno.

➤ **Izvleček prospekta.**

Skladno z Direktivami Evropskega parlamenta in Sveta je tudi ZISDU-1 prinesel večjo preglednost in razumljivost produktov ter izvleček prospekta, kjer je v določbah določena njegova vsebina. Napisan mora biti v slovenskem jeziku. Bistvo izvlečka prospekta je v tem, da mora vsebovati povzetek pomembnih podatkov, med katerimi je tudi podatek o prenosljivosti investicijskega kupona. Izvleček prospekta mora vsebovati tudi druge podatke, katerih vsebino predpiše ATVP.

Za vlagatelje v vrednostne papirje je obveščenost o investicijskih skladih zelo pomembna, saj se s tem preprečuje možnost njihovega zavajanja. Vlagateljem mora biti dana možnost, da

imajo dostop do informacij o investicijskih skladih, ki jih zanimajo in so pomembne za njihovo investiranje. Gre za informacije o vrsti in sestavi naložb, o vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ali o vrednosti delnic investicijske družbe in o gibanju te vrednosti ter o nakupni in prodajni vrednosti enote premoženja, informacije o drugih pravnih in poslovnih dogodkih, ki jih morajo investicijski skladi javno objaviti. Te informacije lahko vlagatelji pridobijo iz prospektov, polletnega in letnega poročila investicijskega sklada, statuta investicijske družbe ali pravil upravljanja vzajemnega sklada.

Povečanje stopnje zavedanja in osveščenosti o pomembnosti obveščanja so posledica bolj strokovno utemeljene odločitve vlagateljev o ustreznosti naložb. Na tej podlagi se bo izboljšal nivo kakovosti storitev na celotnem trgu vrednostnih papirjev.

➤ **Izvensodno reševanje sporov.**

ZISDU-1 je uvedel izvensodno reševanje sporov med DZU in vlagatelji v okviru ZDU-GIZ.

➤ **Opravljanje dodatnih nalog DZU.**

DZU imajo možnost opravljati dodatne naloge. Poleg opravljanja storitev upravljanja investicijskih skladov in kot skrbnik premoženja, lahko upravljajo tudi drugo finančno premoženje dobro poučenih vlagateljev, kamor sodijo tudi velike gospodarske družbe. DZU lahko upravljajo premoženje vzajemnih pokojninskih skladov, kritno premoženje zavarovalnic in tudi premoženje bank.

➤ **Sodelovanje z nadzornimi organi in organi Evropske Unije.**

Na podlagi določil Direktiv Evropskega parlamenta in Sveta ter ZISDU-1 je investicijski sklad podvržen nadzoru države, od koder investicijski sklad prihaja. V primeru, da le-ta prodaja svoje finančne storitve in produkte v drugi državi, se mora držati tržnih zakonitosti tiste države. Direktiva predvideva, da finančni subjekt, ki pridobi dovoljenje za opravljanje dejavnosti v matični državi, s tem pridobi dovoljenje za delovanje na celotnem območju EU. Država, ki je subjektu izdala to dovoljenje, je dolžna skrbeti za nadzor nad njegovim delovanjem, zato je tudi nujno potrebno medsebojno sodelovanje državnih nadzornih

institucij. Pomembno vlogo pri upravljanju investicijskih skladov imajo torej nadzorni organi, ki o sprejetih sklepih in odločitvah obveščajo Evropsko komisijo in Evropski svet.

5.6.3. Podzakonski akti in predpisi ZISDU-1

Ko je s 01.01.2003 začel veljati ZISDU-1 so tako DZU, ki so upravljale investicijske sklade, kot nekateri drugi udeleženci kapitalskega trga (borzno-posredniške hiše in drugi finančni posredniki), zaradi nekaterih nejasnosti in dokončnih opredelitev nestrpno pričakovali podzakonske akte in predpise ATPV. DZU so bile nestrpne tudi zato, ker so se nekateri določeni členi ZISDU-1 pri izvajanju rokov nanašali na konec leta 2003. ATPV je tako v juniju 2003 sprejela podzakonske akte in predpise, ki v svojih sklepih podrobno opredeljujejo posamezna področja in vsebino nekaterih členov ZISDU-1 (Letno poročilo o delu ATPV 2003).

5.6.4. Preoblikovanje in uskladitev subjektov z novo zakonodajo

Z določbami novega zakona ZISDU-1 so se morali subjekti, ki so pred letom 2003 že obstajali na trgu investicijskih skladov, postopoma uskladiti. DZU so se morale uskladiti v enem letu, vzajemni skladi in investicijske družbe so imeli rok dveh let.

➤ »Posebni« vzajemni skladi

235. člen ZISDU-1 je določil predpisano oznako za vzajemne sklade, ki se še niso uskladili z določbami novega zakona in so še vedno usklajeni s starim ZISDU. Vzajemni skladi iz starega ZISDU morajo v imenu nositi oznako »poseben« vzajemni sklad. To oznako nosijo tudi tisti vzajemni skladi, ki so oziroma bodo nastali s preoblikovanjem PID-ov in investicijskih družb. Oznaka pomeni, da dokler se vzajemni skladi imenujejo »posebni«, ne morejo koristiti nobenih novosti, ampak praktično še vedno delujejo pod starimi predpisi. Oznaka »poseben« vzajemni sklad mora biti tudi na tiskovinah, ki vsebujejo pravila upravljanja, na prospektih in na drugem promocijskem gradivu. DZU, ki upravljajo vzajemne sklade so morale v roku dveh let od uveljavitve ZISDU-1 zaprositi za odločbo ATPV. Z njo je ugotovljena uskladitev, s katero morajo DZU skleniti pogodbo o upravljanju skrbniških

storitev s skrbniško banko za investicijski sklad, uskladiti morajo naložbe, poslovanje in tako naprej. Ko do uskladitve pride, »poseben« vzajemni sklad postane »vzajemni sklad« brez oznake, in za njega začnejo veljati določbe novega zakona. Vzajemni skladi, ki so nastali po uveljavitvi ZISDU-1 so že usklajeni z novim zakonom.

➤ **»Posebne« investicijske družbe**

Po 236. členu ZISDU-1 so morale DZU, ki so upravljale investicijsko družbo iz ZISDU, zaprositi za odločbo ATPV, s katero je ugotovljena uskladitev. Do uskladitve so se investicijske družbe imenovalе »posebne« investicijske družbe. V roku dveh let so morale DZU od uveljavitve omenjenega zakona za »posebno« investicijsko družbo, ki so jo upravljale, opraviti vsaj prvo fazo uskladitve z določbo prvega odstavka 236. člena ZISDU-1. To pomeni, da so DZU s skrbnikom sklenile pogodbo o opravljanju skrbniških storitev, uskladile statut, prospekt in izvleček prospekta ter poslovanje »posebne« investicijske družbe z določbami ZISDU-1, in na njegovi podlagi izdanimi predpisi (Poročilo o delu ATPV za leto 2004).

Tiste investicijske družbe, ki so se preoblikovale iz PID-ov po uveljavitvi ZISDU-1, so morale pričeti z usklajevanjem poslovanja, naložb in izpostavljenosti investicijske družbe do posamezne osebe najkasneje v štirih letih od uveljavitve ZISDU-1. Za te investicijske družbe, veljajo prva štiri leta od uveljavitve ZISDU-1 nekatere izjeme glede pravil o naložbah in izpostavljenosti investicijske družbe do posameznih oseb: lahko imajo naložbe v nepremičnine in v druge prenosljive vrednostne papirje ter v instrumente denarnega trga, vendar ne smejo presegati 40 % vrednosti premoženja investicijske družbe.

Torej, investicijske družbe so po ZISDU-1 prehodnega značaja, saj se bodo morale postopoma, v roku štirih let po prejetju odločbe ATPV na podlagi 236. člena obvezno preoblikovati v vzajemni sklad. Ob preoblikovanju bodo morale DZU, ki upravljajo investicijske družbe, prenesti celotno premoženje investicijske družbe skupaj z vsemi obveznostmi na vzajemni sklad, ki ga upravlja ista DZU, investicijska družba pa bo prenehala obstajati brez posebnega postopka likvidacije in to z dnem vpisa izbrisa v sodni register (<http://www.sigov.si/durs/index.php?1g=sl&f=dposledice05.html>). S preoblikovanjem v

vzajemni sklad je zakonodajalec želel zaščititi male delničarje, ki so pridobili delnice z vložitvijo certifikatov.

S preoblikovanjem investicijske družbe v vzajemni sklad bi se na področju trga kapitala vzpostavile razmere, ki bi bile podobne ali enake razmeram v evropskih državah, kjer vzajemni skladi obsegajo velik del kapitalskega trga. Da bi se izognili predvidenim ravnanjem delničarjev po preoblikovanju investicijskih družb v vzajemne sklade (odliv sredstev), so bili v zakon vgrajeni nekateri varovalni mehanizmi – kot na primer izstopna provizija (Poročilo k predlogu ZISDU-1 2002), ki sem jo v tem poglavju že omenjala.

5.6.5. Ustavne kršitve ZISDU-1

S sprejetjem ZISDU-1 je po mnenju ZDU-GIZ obstajal problem v 236. členu ZISDU-1, s katerim naj bi bile kršene nekatere ustavne določbe. Ta člen pravi, da bi se sedanje investicijske družbe, ki so nastale iz PID-ov obvezno preoblikovale v vzajemne sklade, s čimer bi zaščitili male delničarje. Po uveljavitvi ZISDU-1 naj bi investicijske družbe najprej uskladile svoje naložbe in povečale delež tržnih naložb, kasneje pa bi se obvezno preoblikovale v vzajemni sklad. Pri ZDU-GIZ so se zavzeli za svobodno preoblikovanje, saj bi pri obveznem preoblikovanju prišlo do veliko izstopov iz novo nastalih skladov, kar bi vplivalo na znižanje cen vseh delnic za slab odstotek. Zaradi omenjenega spornega člena je ZDU-GIZ vložilo tudi ustavno pritožbo (<http://www.finance-on.net/show.php?ID=36437>). Poleg tega se je večina upravljavcev DZU strinjala, da je preoblikovanje investicijskih družb odvisno od dejavnikov na trgu vrednostnih papirjev. Med drugim bi bilo potrebno upoštevati davčni vidik, ustreznost sestave naložb investicijske družbe in njihovo likvidnost. Upoštevati bi bilo potrebno kdaj in pod katerimi pogoji je preoblikovanje najbolj ustrezno za vlagatelje.

V svetovnem merilu so vzajemni skladi za večino vlagateljev boljši produkt kot investicijske družbe, vendar to ne velja nujno tudi za investicijske družbe z visoko koncentracijo naložb na zelo nizko likvidnih kapitalskih trgih, kot je slovenski. Pogoji za preoblikovanje večjih investicijskih družb v začetku leta 2005 še niso bili izpolnjeni, zaradi slabe likvidnosti trga, majhnega števila podjetij z večjo tržno kapitalizacijo in nizkega obrata kapitalizacije pri skoraj vseh delnicah, ki kotirajo na borzi (Nemanič 2005b).

Pri ZDU-GIZ so izrazili nezadovoljstvo tudi z 11. odstavkom 237. člena ZISDU-1, ki prepoveduje sprejemanje novih vplačil do uskladitve vzajemnih skladov, ki so nastali iz PID-ov. Navedena določba naj bi neutemeljeno razlikovala med vzajemni skladi, ki so že obstajali na dan uveljavitve omenjenega zakona in vzajemnimi skladi, ki bodo nastali s preoblikovanjem na podlagi 237. člena ZISDU-1. Prva odločitev ustavnega sodišča je bila, da se do končne odločitve zadrži izvrševanje določbe o prepovedi sprejemanja novih vplačil (<http://www.finance-on.net/show.php?ID=118150>).

Ustavno sodišče je v letu 2005 razrešilo pritožbe v zvezi z ZISDU-1.

Odločilo je, da določeni odstavki 236. člena ZISDU-1 niso v neskladju z ustavo. Na podlagi ustavne pritožbe je Državni zbor vseeno sprejel dopolnilo k temu členu. V njem je zapisano, da se investicijski družbi ni potrebno preoblikovati v vzajemni sklad, če delničarji družbe na skupščini s $\frac{3}{4}$ -ko večino celotnega kapitala sprejmejo sklep, da se investicijska družba ne preoblikuje v vzajemni sklad (<http://www.finance-on.net/show.php?ID=125766>).

Ustavno sodišče je razveljavilo 11. odstavek 237. člena ZISDU-1, zaradi neskladja z načelom enakosti. Z izdajo odločbe o uskladitvi poslovanja naj bi novo nastali vzajemni skladi po vsebini in ustroju bili v povsem enakem položaju kot vzajemni skladi, ki so že obstajali ob uveljavitvi ZISDU-1, zato ni stvarno utemeljenega razloga, da takšni skladi ne bi smeli takoj sprejemati novih vplačil oziroma prodajati novih enot premoženja. To pomeni, da bodo lahko po novem vzajemni skladi, preoblikovani iz PID-ov, začeli sprejemati nova vplačila oziroma prodajati nove enote premoženja z dokončnostjo odločbe ATVP o uskladitvi poslovanja vzajemnega sklada z določbami zakona (<http://www.finance-on.net/show.php?ID=36437>).

5.6.6. Kršitve določb ZISDU-1

Posledica ugotovljenih kršitev ATVP, katere se nanašajo na DZU, ki upravljajo investicijske sklade, je sprejem nove zakonodaje, ki so se ji morali subjekti prilagoditi. Ker je bilo to prvo leto po sprejemu, je bilo ugotovljenih kar nekaj kršitev, ki so jih morale DZU odpraviti. Kršitve so se nanašale na naložbe in posle investicijskih skladov, in sicer na področju (Poročilo o delu ATVP):

- obveznosti razpršitve naložb investicijskega sklada v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev;
- obveznosti predložitve polletnega poročila investicijskega sklada;
- obveznosti predložitve letnega poročila DZU;
- obveznosti predložitve določenih obrazcev;
- obveznosti pridobitve soglasja ATVP k pravilom upravljanja vzajemnega sklada,
- obveznosti predložitve dopolnjenega prospekta in izvlečka prospekta vzajemnega sklada s podatki iz letnega oziroma polletnega poročila;
- obveznosti predložitve poročila o dogodkih, povezanih z DZU in lastniki DZU;
- določil o naložbah pravnih oseb in
- upoštevanja skrbnosti poslovanja DZU.

Novejši, izpopolnjen in z evropsko zakonodajo primerljiv ZISDU-1 je prispeval k umiritvi strahov in spominov na dogodke, kot je bila v preteklosti zgodba Dadas-ovih skladov, ki je povzročila velik preplah med vlagatelji.

V poglavju sem opisala, kakšne spremembe je prinesel ZISDU-1 v letu 2002 ter katere Direktive Evropskega parlamenta in Sveta je zakonodajalec pri sprejemanju zakona upošteval. En del poglavja je namenjen tudi opisu teh direktiv. ZISDU-1 je bil v celoti usklajen tudi z ostalimi viri prava Evropske Skupnosti ter z Direktivami Evropskega parlamenta in Sveta o investicijskih skladih in DZU: 85/611/EEC, 88/220/EC, 95/26/EC, 2000/64/EC, 2001/108/EC in delno usklajen z direktivo 2001/107/EC.

Harmonizacija ZISDU-1 z evropskimi direktivami (85/611/EEC s kasnejšimi dopolnitvami) je pomenila (Oražem 2002):

- povečanje pogojev konkurenčnosti in približevanje slovenskih investicijskih skladov razmeram na evropskem kapitalskem trgu;
- učinkovitejšo in bolj poenoteno zaščito vlagateljev;
- lažje odstranjevanje administrativnih zaprek in omejitev pri križanju kapitalskih tokov med državami članicami EU;
- lažje trženje enot investicijskih skladov Slovenije v državah članicah EU in obratno;
- ustanovitev splošnih pravil in postopkov pri ustanavljanju DZU, nadzoru nad njihovim poslovanjem in zagotavljanjem varnosti ter izdajanja poročil javnosti oziroma vlagateljem.

Tako ZISDU-1 kot zakoni posameznih držav članic EU, ki urejajo področje investicijskih skladov in DZU evropske direktive dopolnjujejo in jih natančneje definirajo. Direktive same po sebi nimajo obligacijske narave, saj ne navajajo nikakršnih določb glede sankcij v primeru kršitev določenih postavk. ZISDU-1 je v delu, kjer govori o vzajemnih skladih ter splošnih določbah, usklajen z Direktivami Evropskega parlamenta in Sveta, ki se nanašajo samo na odprte investicijske sklade. V Sloveniji so v preteklosti na kapitalskem trgu obstajali tudi zaprti investicijski skladi: PID-i in investicijske družbe, ki obstajajo še danes. Evropa teh subjektov ne pozna, zato je ZISDU-1 pojem in obveznosti zaprtih investicijskih skladov posebej opredelil, določil je tudi sankcije za kršitev določb.

Če povzamem, je ZISDU-1:

- določil pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in DZU;
- omogočil različne vrste naložb investicijskih skladov in upravljanje premoženja dobro poučenih vlagateljev;
- uredil način in nadzor poslovanja obstoječih investicijskih skladov in DZU, s strani ATVP in zaščito vlagateljev, kar jim zakon omogoča z zahtevo po transparentnosti poslovanja in z uvedbo instituta skrbnika;
- uredil nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov;
- dopustil možnosti preoblikovanja PID-ov v vzajemne sklade, kar je z vidika malega vlagatelja poleg investicijske družbe najugodnejša organizacijska oblika, saj je njihovo poslovanje zelo pregledno in tveganje zato veliko manjše kot pri rednih delniških družbah - holdingih.

Kot sem že omenila, je bil ZISDU-1 delno usklajen z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC. Ta direktiva je spremenila pogoje, ki jih morajo izpolnjevati DZU, spremenila je pravilo o prospektih investicijskih skladov ter odnose med DZU in skrbniki skladov. ZISDU-1 je usklajen v vseh bistvenih določbah, razen v podrobnejših določbah posameznih vsebinskih sklopov, ker je šlo za razmeroma novo direktivo, ki je stopila v veljavo 13.02.2002, rok za implementacijo direktive pa je bil 13.02.2004. ZISDU-1 je bil sprejet v decembru 2002 in ker je Slovenija na podlagi prehodnega obdobja za uskladitev (01.02.2002) iz Pridružitvenega sporazuma že zamujala s sprejemanjem zakona, je

zakonodajalec le deloma upošteval zadnjo direktivo, kar je bil tudi razlog za sprejem ZISDU-1A v letu 2004.

5.7. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1A)

Leto 2004 je bilo za Slovenijo prelomno leto. Naša država je postala članica EU, kjer za vse države veljajo enaka pravila. Ker nam članstvo ni prineslo samo pravic, ampak tudi obveznosti, smo morali pred vstopom v EU našo zakonodajo s področja investicijskih skladov v celoti uskladiti z evropsko. To je bil tudi razlog za sprejem ZISDU-1A (Ur. l. RS, št. 42/04), saj ZISDU-1 ni bil v celoti usklajen z zadnjo evropsko direktivo 2001/107/EC.

Namen sprejetega ZISDU-1A je bil urediti področje delovanja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Sloveniji. Z ZISDU-1A so bila opredeljena temeljna načela, s katerimi naj bi bili zagotovljeni (pravni) pogoji, ki bi omogočali uresničitev opisanih interesov (glej Predlog zakona ZISDU-1A 2004: 10).

- Načelo preglednosti delovanja investicijskih skladov

Vsakomur (vlagateljem) morajo biti dostopni podatki, ki so pomembni za oblikovanje odločitev v zvezi z naložbami v produkte investicijskih skladov. Načelo preglednosti delovanja je zagotovljeno tudi z razkritjem vseh za vlagatelje pomembnih podatkov v prospektu, izvlečku prospekta investicijskega sklada, pravilih upravljanja vzajemnega sklada oziroma statutu investicijske družbe.

- Načelo varnega in skrbnega poslovanja

DZU in skrbniki, ki profesionalno opravljajo storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov, morajo te storitve opravljati v interesu vlagateljev in pri tem ravnati s strokovno skrbnostjo dobrega strokovnjaka. To načelo se zagotavlja tudi z zahtevo po kapitalski ustreznosti, ločenim vodenjem računov denarnih sredstev in vrednostnih papirjev investicijskih skladov ter z vodenjem ustreznih evidenc.

- Načelo nadzora

Nadzorni organ mora z ustreznimi pristojnostmi opravljati nadzor nad ravnanji subjektov, ki profesionalno delujejo na področju delovanja investicijskih skladov. Te pristojnosti omogočajo učinkovito opravljanje nadzora, z namenom zagotavljanja prej opisanih ciljev. Nadzorno funkcijo ima tudi skrbnik investicijskega sklada, za katerega se zaradi opravljanja skrbniških storitev predpisuje neodvisnost ravnanja od DZU in druge omejitve, s katerimi se prepreči nasprotje interesov.

- Načelo prostega opravljanja storitev DZU

DZU s sedežem v RS bodo lahko, na podlagi obvestila pristojnemu nadzornemu organu, storitve upravljanja investicijskih skladov in upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev opravljale tudi v drugih državah članicah EU neposredno ali preko podružnice, podobno velja tudi za opravljanje storitev DZU na ozemlju RS.

Osnovne rešitve ZISDU-1A so se nanašale na (glej Predlog zakona ZISDU-1A 2004: 10):

- prost pretok kapitala (storitev opravljanja dejavnosti upravljanja investicijskih skladov DZU s sedežem v RS, v državah članicah EU in v tujih državah ter tujih DZU oziroma DZU držav članic EU na območju RS);
- poročanje podružnic DZU članic EU za statistične namene ATVP;
- kapital in kapitalsko ustreznost DZU;
- prenos opravljanja skrbniških storitev na tretje osebe oziroma na tako imenovanega podskrbnika;
- vsebino prospekta in izvleček prospekta investicijskega sklada ter pravil upravljanja vzajemnega sklada;
- preprečevanje konflikta interesov med skrbnikom, DZU in imetniki enot premoženja oziroma delnic investicijske družbe.

5.7.1. Obveznost uskladitve pravnega reda RS s pravnim redom EU do 1. maja 2004

RS je morala z vključevanjem v EU podpisati Pristopno pogodbo, kjer je zapisano, da vse države pristopnice postanejo članice EU in stranke pogodb, na katerih temelji Unija. Sestavni del pristopne pogodbe je Akt o pristopu, kjer so podrobneje navedeni pogoji pristopa in prilagoditev prej omenjenim pogodbam. Države pristopnice so morale prevzeti vse pravice in obveznosti, ki veljajo za države članice, razen posebnih ureditev, dogovorjenih v pogajanjih, ki so določene v pogodbi. V Aktu o pristopu so podrobneje opredeljene obveznosti, ki izhajajo iz članstva v EU. Določbe izvirnih pogodb (veljavna primarna zakonodaja) in aktov, ki so jih institucije (sekundarna zakonodaja) in Evropska centralna banka sprejele pred 01.05.2004, so od dne pristopa naprej zavezujoče za nove države članice EU, ki se jih uporablja pod pogoji, ki so določeni v omenjenih pogodbah in v Aktu o pristopu (glej Predlog zakona ZISDU-1A 2004: 10,11).

Zaradi omenjenega je bilo potrebno slovensko zakonodajo s področja investicijskih skladov in DZU spremeniti in dopolniti zato, ker bi za državo nastale težko popravljive posledice za njeno delovanje, kar bi v primeru nepravočasne uskladitve (prepoznega sprejema navedenih uskladitvenih zakonov) prineslo določene posledice (glej Predlog zakona ZISDU-1A 2004: 11):

- Če bi se ugotovilo, da RS krši svoje pogodbene obveznosti, bi se uvedel navaden postopek. Pogodba Evropske Skupnosti Komisiji omogoča sprožiti postopek proti državi članici v primeru ugotovitve kršitev obveznosti, ki izhajajo iz Pogodbe o pristopu. Le-ta Komisiji nalaga, da nadzoruje uporabo določb te pogodbe ter oblikuje priporočila ali daje mnenja glede zadev, obravnavanih v pogodbi. Če v neuradnem delu administrativnega postopka Komisija in zadevna država članica ne najdeta skupne rešitve za prenehanje kršitve, Komisija na državo članico naslovi formalno sporočilo o kršitvi ter v njem državi članici postavi rok za odgovor. Če Komisija ugotovi, da kršitev v danem roku ni bila odpravljena, državi članici pošlje obrazloženo mnenje ter ji naloži, da v največ dveh mesecih kršitev odpravi. Če zadevna država ne ravna v skladu z obrazloženim mnenjem in kršitve v roku ne odpravi, lahko Komisija zadevo predloži Sodišču Evropske Skupnosti.

- Odškodninska odgovornost v primeru prepozne uveljavitve direktiv zaradi opustitve ali aktivnega ravnanja zakonodajalca.

V predlogu ZISDU-1A je bilo določeno, da bi lahko posamezniki in gospodarski subjekti RS od 01.05.2004 naprej (ob izpolnitvi določenih pogojev) tožili državo za škodo, ki bi jim nastala zaradi kršitev pri izvajanju Evropskega pravnega reda, zaradi nepravočasnega izvajanja predpisov potrebnih za izpolnjevanje direktiv (prenos direktiv) in kršitve pogodbenih obveznosti zaradi opustitve (na primer, nesprejem potrebne zakonodaje za odpravo neskladja).

5.7.2. Vsebina ZISDU-1A

V letu 2004, tik pred vstopom Slovenije v EU, se je Vlada RS odločila za sprejem ZISDU-1A po nujnem postopku. Sprejem zakona je bil pogojen s priključevanjem EU in je bil predmet harmonizacije naše zakonodaje z evropsko. To pomeni, da je ZISDU-1A poleg dodatne uskladitve z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC, ki jo predlagatelj v letu 2002 ni vključil v zakonsko besedilo, spremenil in dopolnil tudi nekatere obstoječe rešitve ZISDU-1. Spremenjen in dopolnjen zakon je vseboval 61 členov, izpostavila bom le najpomembnejše.

➤ Dobro poučeni vlagatelj.

ZISDU-1A je natančneje definiral dobro poučenega vlagatelja, ki je po 3. členu (Ur. l. RS, št. 42/04):

»... vsaka fizična ali pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje v vrednostne papirje in finančne instrumente z namenom ohranjanja vrednosti tega premoženja in doseganja donosov iz takih naložb, in ki izpolnjuje kriterije zadostnosti in ustreznosti strokovnih znanj in izkušenj o nameravanih poslih ali ponujenih storitvah, ki zna pridobiti dodatne informacije ali strokovno svetovanje kadar to zahteva posamezna vrsta naložb ali določena naložba v finančne instrumente ter je na podlagi teh znanj in izkušenj sposoben samostojno sprejemati naložbene odločitve«.

Dobro poučenega vlagatelja lahko opredelimo tudi drugače, in sicer kot subjekt, ki izpolnjuje najmanj dva izmed treh pogojev (Petavs 2005):

- da je v zadnjem letu na ustreznem trgu finančnih instrumentov opravil najmanj 40 večjih transakcij z vrednostnimi papirji;
- da je najmanj leto dni poklicno deloval na finančnem področju, in sicer na delovnem mestu, ki zahteva poznavanje trgovanja z vrednostnimi papirji;
- da finančno premoženje, ki ga ima na voljo pravna oseba in mu je izdala pooblastilo za transakcijo, presega 120 milijonov tolarjev.

Storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev opravljajo DZU, od katere imajo le-ti pravico kadarkoli pisno zahtevati, da jih DZU pričnejo obravnavati kot nepoučenega vlagatelja (Petavs 2005).

➤ **Spremenjena vsebina pravil upravljanja vzajemnega sklada in vsebina prospekta.**

Deloma se je spremenila vsebina pravil upravljanja vzajemnega sklada in vsebino prospekta. Vsebinske pravil upravljanja vzajemnega sklada, ki so namenjena vlagateljem, morajo biti izdelana in objavljena v slovenskem jeziku. DZU morajo v pravilih upravljanja in prospektu vzajemnega sklada navesti:

- podatke o banki oziroma drugi finančni organizaciji, ki je pooblaščen za opravljanje skrbniških storitev hrambe oziroma vodenja računov vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov za račun vzajemnega sklada;
- vrste stroškov, ki bremenijo vzajemni sklad;
- metodologijo za izračun celotnih stroškov poslovanja vzajemnega sklada;
- celotne stroške poslovanja vzajemnega sklada v preteklem letu, izražene v odstotku od čiste vrednosti sredstev sklada;
- odstotek sredstev vzajemnega sklada, vloženih skupaj v depozite, instrumente denarnega trga in druge vrednostne papirje, katerih izdajatelj je skrbnik tega vzajemnega sklada;
- najmanjši znesek vplačila v vzajemni sklad;
- stopnjo obrata naložb vzajemnega sklada.

➤ **Urejena kapitalska ustreznost DZU, spremenjena metodologija za izračun stroškov investicijskega sklada ter uvedba razkritja stopnje obrata naložb vzajemnega sklada.**

Kapitalska ustreznost DZU se določi glede na obseg premoženja investicijskih skladov v upravljanju in glede na obseg storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev, z namenom obvladovanja tveganj pri upravljanju tega premoženja oziroma upravljanju storitev (Predlog ZISDU-1A 2004). Torej, DZU morajo razpolagati z ustreznim kapitalom glede na obseg premoženja investicijskih skladov, ki jih upravljajo ter glede na izpostavljenost DZU tveganjem, povezanim z opravljanjem storitev upravljanja investicijskih skladov in storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev.

V ZISDU-1A je jasneje zapisano, da so celotni stroški vzajemnega sklada, ki se izračunavajo, stroški poslovanja vzajemnega sklada. Pri stroških poslovanja vzajemnega sklada se je spremenila metodologija za izračun stroškov, ki jo predpisuje ATVP.

Dodane so bile določbe o razkritju stopnje obrata naložb vzajemnega sklada, ki je dodaten kazalec stroškov opravljenih transakcij s finančnimi oblikami, ki tvorijo naložbe vzajemnega sklada in jo izračunavajo DZU. Izračun in razkritje stopnje obrata naložb vzajemnega sklada se vključi v vsebino prospekta in izvleček prospekta.

➤ **Opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.**

ZISDU-1A je uredil opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov in nekaterih drugih storitev (na primer upravljanje finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev) s strani DZU držav članic EU, ki jih lahko na območju Slovenije izvajajo, bodisi neposredno, bodisi preko podružnic. Skratka gre za storitve, ki jih kot dejavnost smejo opravljati DZU.

ZISDU-1A je tudi opredelil, v katerih osebah je lahko DZU udeležena. In sicer, lahko je udeležena v drugi pravni osebi samo, če ta pravna oseba kot dejavnost opravlja najmanj eno od storitev upravljanja investicijskega sklada, in če je organizirana kot kapitalska družba.

➤ **Prepoved DZU za pridobitev kvalificiranega deleža.**

Prepoved DZU za pridobitev kvalificiranega deleža pomeni prepoved pridobitve takšne udeležbe v kapitalu skrbnika ali pridobitve glasovalnih pravic (največ 10 %), s katerimi bi lahko DZU pomembneje vplivale na skrbnika. S to prepovedjo se zagotavlja neodvisnost ravnanja skrbnika od DZU (Predlog ZISDU-1A 2004) in s tem večja varnost vlagateljev.

➤ **Neposredno trženje skladov, ki jih upravljajo DZU drugih držav članic EU.**

Po vstopu Slovenije v EU se je pokazala potreba po določenih uskladitvah in spremembah ZISDU-1, predvsem v zvezi z neposrednim trženjem skladov, ki jih upravljajo DZU drugih držav članic EU. S sprejetjem ZISDU-1A so začela veljati nova pravila za trženje in prodajo enot investicijskih skladov v upravljanju DZU držav članic na območju Slovenije. Na novo so bili dodani členi v zvezi s trženjem investicijskih skladov. DZU iz držav članic EU lahko tržijo enote investicijskih skladov, usklajenih z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta 2001/107/EC, bodisi neposredno, bodisi preko podružnice. ATVP mora v okviru obvestila za trženje in prodajo enot investicijskih skladov držav članic na območju Slovenije preučiti, ali bo načrtovano oglaševanje trženja in prodaja ter načrtovano razkrivanje, razpoložljivost in javna objava informacij v skladu z ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02). Prav tako mora ATVP v okviru postopka registracije investicijskega sklada države članice EU preučiti, ali so slovenski prevodi izvlečka prospekta, prospekta, zadnjega letnega poročila investicijskega sklada in morebitnega kasnejšega polletnega poročila, ustanovnega dokumenta investicijskega sklada oziroma pravil upravljanja investicijskega sklada, ki jih bodo DZU razkrile, javno objavile oziroma dale na razpolago vlagateljem v Sloveniji, ustrezni, in ali so DZU države članice k posameznim investicijskim skladom izdelale dodatek k izvlečku prospekta, za potrebe trženja na območju Slovenije (Poročilo o delu ATVP za leto 2004).

Seveda prihod tujih skladov pomeni konkurenco in pritisk na domače sklade, ki se bo v prihodnjih letih stopnjeval. Pomembno je omeniti, da so domači skladi bolj podvrženi nadzoru kot tuji. Slovenski vlagatelji, ki nalagajo sredstva v tuje sklade, lahko bistveno povečajo naložbeno tveganje, saj skladom ni potrebno zadostiti dokaj zapletenim in dragim zakonskim proceduram. Zahteven zakonski okvir, ki mu sledijo slovenski skladi, sicer zmanjšuje naložbena tveganja, vendar so zato potisnjeni v slabši konkurenčni položaj,

predvsem kar zahteva prilagodljivost in možnost hitrega odziva ob ugodnih poslovnih priložnostih (Dernovšek 2005).

➤ **Prenos opravljanja skrbniških storitev na tretje osebe.**

Prenos opravljanja skrbniških storitev na tretje osebe se nanaša na vodenje računov in hrambo vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranih tujih trgih (Grgič 2004b).

5.7.3. Podzakonski akti in predpisi ZISDU-1A

ATVP je morala zaradi uveljavitve ZISDU-1A pripraviti nekatere nove podzakonske akte in predpise oziroma dopolniti nekatere obstoječe, izdane na podlagi ZISDU-1 (Poročilo o delu ATVP za leto 2004).

5.7.4. Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb

Število PID-ov se je v času od njihovega nastanka naprej postopoma zmanjševalo. Izvedenih je bilo več preoblikovanj znotraj posameznih DZU, predvsem pripojitve in spojitve v en sam sklad, pa tudi razdružitve, oddelitve in preoblikovanja v redne delniške družbe (Predlog zakona ZISDU-1A 2004). V letu 2004 PID-i na trgu niso več obstajali. Večina PID-ov, ki je še obstajala po sprejetju ZISDU-1A, se je preoblikovala v investicijske družbe, razen enega (Primus), ki se je takoj preoblikoval v vzajemni sklad. Investicijske družbe, ki so nastale s preoblikovanjem iz PID-ov, se bodo morale do leta 2011 preoblikovati v vzajemni sklad.

5.7.5. Kršitve določb ZISDU-1A

V letu 2004 je ATVP od DZU, ki upravljajo investicijske sklade zahtevala odpravo naslednjih kršitev v zvezi z naložbami in posli investicijskih skladov, in sicer glede (Poročilo o delu ATVP 2004):

- obveznosti razpršitve naložb investicijskega sklada v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev;
- obveznosti pridobitve soglasja ATVP k spremembi pravil upravljanja vzajemnega sklada;

- obveznosti pridobitve dovoljenja za sklenitev skrbniške pogodbe.

Ugotovljene so bile tudi kršitve določb o dolžnosti investicijske družbe pridobiti soglasje ATPV za spremembo statuta investicijske družbe pred vpisom te spremembe v sodni register ter kršitev določbe, zaradi opravljanja storitev upravljanja investicijskih skladov, čeprav za to subjekt ni izpolnjeval zakonskih pogojev (Poročilo o delu ATPV 2004).

Te kršitve so bile posledice sprejetja ZISDU-1A v aprilu 2004, kateremu so se subjekti morali prilagoditi.

Zakonodajalec je pri sprejemanju ZISDU-1A v večji meri upošteval ureditev, ki jo poznajo države članice EU. Njegov cilj je bil omogočiti investicijskim skladom Evropske skupnosti v Sloveniji tako delovanje, katero ne bi bilo manj ugodno od tistega, ki velja za investicijske sklade s sedežem v Sloveniji ter omogočiti povečevanje vključevanja investicijskih skladov v Sloveniji v nastajajoči enotni evropski finančni trg (Predlog zakona ZISDU-1A 2004). V letu 2004 se je harmonizacija naše zakonodaje s področja investicijskih skladov in DZU z evropsko nanašala na Evropski sporazum o pridružitvi, in sicer na poglavje o pravici do ustanavljanja investicijskih skladov DZU, kjer so bile določene obveznosti, ki smo jih z ZISDU-1A v celoti izpolnili, zato lahko rečemo, da je naša zakonodaja v celoti usklajena z vsemi Direktivami Evropskega Parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o KNPVP (85/611/EEC, 88/220/EC, 95/26/EC, 2000/64/EEC, 2001/107/EC in 2001/108/EC) ter ostalimi viri prava Evropske skupnosti (Predlog ZISDU-1A 2004).

5.8. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – uradno prečiščeno besedilo (ZISDU-1-UPB1)

V letu 2005 je bila sprejeta najnovejša različica Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ZISDU-1-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05). Je uradno prečiščeno besedilo, ki obsega:

- o Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02);
- o Avtentično razlago prvega odstavka 137. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ORZISDU137 (Ur. l. RS, št. 32/04) in

o Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1A (Ur. l. RS, št. 42/04).

ZISDU-1-UPB1 vsebuje člene iz prejšnjih zakonov ter avtentično razlago Ustavnega sodišča v zvezi s 137. členom ZISDU. Ta člen je povzročil nenatančno razumevanje v praksi, glede prepovedi sklepanja poslov, ki jih DZU sklepajo za račun vzajemnega sklada z določenimi osebami. Ni bilo jasno, ali so predmet prepovedi vsi posli, ali le posli, katerih predmet je premoženje vzajemnega sklada, in ki sodijo v ureditev upravljanja premoženja vzajemnega sklada. Sledi razlaga, da se prepoved sklepanja poslov iz 137. člena nanaša zgolj na tiste posle, katerih predmet upravljanja je premoženje vzajemnega sklada (Poročilo za sprejem avtentične razlage 137. člena ORZISDU137 2004).

Na spreminjanje zakonodaje s področja investicijskih skladov in DZU je v veliki meri vplivala vključitev Slovenije v EU, saj je bila naša dolžnost prilagoditi slovenski pravni red zakonom, ki veljajo v Evropski Skupnosti. Prve najpomembnejše spremembe ZISDU so se nanašale na preoblikovanje PID-ov in njihovih rokov za preoblikovanje. Zadnji veljaven ZISDU-1 ter njegova sprememba in dopolnitev ZISDU-1A sta sestavljena tako, da prinašata večjo varnost in zaščito vlagateljem, s čimer so izpostavljeni manjšemu tveganju kot v preteklosti. ZISDU-1 in ZISDU-1A ter njuni podzakonski akti so določili nove varovalne mehanizme za vlagatelja.

Pomembna je bila uvedba skrbnika za investicijske sklade, ki je za vlagatelja pomemben predvsem zaradi opravljanja dodatnega nadzora nad pravilnostjo knjigovodstva skladov in ravnanji DZU pri upravljanju premoženja investicijskih skladov nasploh. Uveden je bil izvleček prospekta; odpravljene so bile omejitve vlaganj investicijskih skladov, s čimer je bilo omogočeno neposredno trženje slovenskih investicijskih skladov v drugih državah članicah EU in trženje skladov v Sloveniji, ki jih upravljajo DZU drugih držav članic EU; omogočene so bile nove vrste naložb, s katerimi se je povečalo število novih produktov na kapitalnem trgu; uvedeno je bilo izvensodno reševanje sporov.

Za vlagatelje je zakon, ki ureja področje investicijskih skladov prinesel zelo pomembno določbo o popolni ločitvi premoženja investicijskega sklada od premoženja DZU. V primeru stečaja DZU sredstva investicijskega sklada ne zapadejo v stečajno maso. V primeru

nepravilnosti DZU pri opravljanju dejavnosti upravljanja investicijskih skladov ima ATVP pravico DZU odvzeti dovoljenje za upravljanje, in le-to prenesti na novega upravljavca, ali pa sklad likvidirati (unovčiti naložbe sklada) in izkupiček vrniti vlagateljem (Lubej 2005).

Vlagatelji so zaradi velike transparentnosti poslovanja DZU ter ažurnega obveščanja donosnosti investicijskih skladov danes dobro obveščeni o vsebini poslovanja investicijskih skladov. Za obveščenost skrbijo DZU, ki morajo vlagateljem poslati poročila ali povzetke letne revizije poslovanja investicijskih skladov in DZU, dostopna jim morajo biti pravila upravljanja in prospekti skladov, ki vsebujejo splošne pogoje poslovanja. Zaradi tega so lahko vlagatelji prepuščeni svoji odločitvi pri izbiri investicije v sklad, ki jo lahko kadarkoli unovčijo.

Na upravljanje investicijskega sklada vlagatelji ne morejo vplivati, kar pa ne pomeni, da lahko upravljavci investicijskega sklada poslujejo v svojem interesu, saj so zavezani k investicijski politiki sklada. Vlagatelji so pridobili zaradi večje systemske varnosti, saj zakonodaja zaostre nadzor regulatorja nad DZU, postavlja dodatne zahteve glede informacijske podpore DZU (nujnost revizijske sledi), nadzora in upravljanja tveganja družb. Za nadzor nad poslovanjem DZU, ki upravljajo investicijske sklade, skrbi med drugim tudi ATVP, ki zahteva od DZU odpravo ugotovljenih kršitev, s katerimi bi lahko v nasprotnem primeru škodili vlagatelju.

V tem poglavju sem opisala razvoj zakonodaje na področju investicijskih skladov. Opisala sem evropske direktive o investicijskih skladih, ki jih je slovenski zakonodajalec upošteval pri sprejemanju zakonov. Poglavje sem začela s prvo sprejetim zakonom ZISDU iz leta 1994, kateremu so sledile tri dopolnitve: ZISDU-A, ZISDU-B in ZICDU-C, nakar je bil v letu 2002 sprejet ZISDU-1. Namenila sem mu večjo pozornost na področju sprememb in novosti, ki jih je prinesel, predvsem z vidika varstva vlagateljev. ZISDU-1 je bil usklajen z evropsko direktivo s področja investicijskih skladov in DZU, in sicer z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o KNPVP (85/611/EEC) ter njenimi dopolnitvami (88/220/EC, 95/26/EC, 2000/64/EC, 2001/108/EC). Zakon je bil delno usklajen z zadnjo sprejeto evropsko direktivo - Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o KNPVP, z namenom zakonsko urediti DZU in izvlečke prospektov (2001/107/EC), kar je bil povod za sprejem ZISDU-1A v letu 2004. Z

direktivami je Evropa predpisala pogoje, ki jih morajo DZU izpolnjevati, da lahko tržijo enote premoženja svojih vzajemnih skladov znotraj držav EU. Direktive se nanašajo na regulacijo vzajemnih skladov. Ker so v Sloveniji poleg njih obstajale tudi investicijske družbe je bila slovenska zakonodaja v nekaterih določbah celo strožje urejena od evropske. V letu 2005 je bilo objavljeno uradno prečiščeno besedilo zakona ZISDU-1-UPB1, s katerim se zaenkrat končuje regulacija na strani države s področja investicijskih skladov. ZISDU-1-UPB1 je rezultat dolgega dela zakonodajalca, ki ni bilo lahko. Potrudil se je, da je na podlagi preteklih izkušenj in pomanjkljivosti v prvotnem ZISDU vlagatelju z različnimi določbami ponudil boljšo zaščito in varnost.

6. RAZVOJ ZAKONA, KI SE NAVEZUJE NA ZAKON S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV

Za moje področje raziskovanja je bil pomemben problem preoblikovanja PID-ov, ki sta ga urejala dva zakona, in sicer ZISDU ter ZPSPID. V sprejetem ZISDU-1, ki je začel veljati 01.01.2003, ni bilo vključenih določb, oziroma omenjeni zakon ni urejal rednih delniških družb, nastalih s preoblikovanjem PID-ov, temveč je bilo v prvem odstavku 237. člena tega zakona predviden sprejem posebnega zakona – ZPSPID. To poglavje bom namenila določbam, ki jih določa ta zakon za preoblikovanje PID-ov. Omenjam ga pa zato, ker se določbe navezujejo na zakonodajo s področja investicijskih skladov, in ker bi morale biti te določbe že vključene v ZISDU-1, vendar to ni bilo mogoče zaradi časovne omejenosti prilagajanja zakonodaje evropskemu pravnemu redu s področja investicijskih skladov.

6.1. Pregled zakonodaje

Kot sem že omenila, preoblikovanje PID-ov v zaprte ali odprte investicijske sklade ter nadzor poslovanja in upravljanja teh skladov urejata ZISDU (Ur. l. RS, št. 6/94, št. 68/96 – Odločba US, št. 25/97, št. 32/97, št. 10/98, št. 26/99) in nov ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02, št. 73/03-Sklep US, št. 32/04, št. 42/04). Postopek, pogoje in rok preoblikovanja PID-ov v redne delniške družbe urejata ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02) in ZPSPID (Ur. l. RS, št. 50/99). Skozi leta se je tako kot ZISDU tudi ZPSPID večkrat spreminjal in dopolnjeval:

- o Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-A (Ur. l. RS, št. 58/02);
- o Zakon o dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-B (Ur. l. RS, št. 61/04);
- o Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – uradno prečiščeno besedilo – ZPSPID-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05).

6.2. Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID)

V letu 1999 je začel veljati ZPSPID (Ur. l. RS, št. 50/99), ki je določil nekaj novosti na področju PID-ov. Na podlagi ZPSPID so se delnice PID-ov zamenjale za nove delnice PID-ov, in sicer v menjalnem razmerju deset novih delnic z nominalno vrednostjo 100 SIT, za eno obstoječo delnico PID-a, ki je bila vredna 1000 SIT. Pred zamenjavo delnic so morali PID-i izdati morebitne še neizdane delnice iz upravljaljske provizije v delnicah (odobreni kapital). ZPSPID je dotedanjim lastnikom delnic PID-ov v delu, ki je približno ustrezal deležu premoženja PID-ov, ki je bilo še v obliki nezamenjanih lastniških certifikatov, omogočil izbirati med obstoječimi delnicami PID-ov in pokojninskimi boni, ki jih je izdal Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, zamenljivimi za polico dodatnega pokojninskega zavarovanja pri Prvem pokojninskem skladu. Pravico do izbire pokojninskih bonov je izkoristilo približno 5 % delničarjev PID-ov (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev 1999). 33. člen ZPSPID je določil tudi nov rok za preoblikovanje PID-ov in sicer, tri leta od uveljavitve zakona (to je 13.07.2002).

6.3. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A)

Zaradi časovnih problemov pri preoblikovanju PID-ov, je bil v letu 2002 sprejet ZPSPID-A (Ur. l. RS, št. 58/02), kjer je bil spremenjen 33. člen zakona, v katerem je bil podaljšan rok za uskladitev PID-ov z določbami ZISDU, in sicer iz 13.07.2002 na 31.12.2003.

V skladu z ZPSPID je morala SRD PID-om ponuditi dodatno premoženje v zameno za lastniške certifikate najkasneje do 13.01.2000. Na tej podlagi je bil postavljen tudi rok, do katerega so morali PID-i uskladiti svoje naložbe z ZISDU, in izpeljati ustrezne postopke za preoblikovanje PID-ov v investicijsko družbo oziroma redno delniško družbo. Navedeni rok se je iztekel 13.07.2002. SRD je podpisala pogodbo o predaji premoženja PID-om šele 11.02.2002, zato je prišlo do zamude pri zapolnjevanju privatizacijske vrzeli. PID-i zaradi navedenih okoliščin, na katere niso imeli vpliva in zaradi sestave pridobljenega dodatnega premoženja, ki so ga prejeli v zameno za neizkoriščene lastniške certifikate, niso mogli zadostiti zakonskim zahtevam o usklajenosti naložb v okviru zakonsko predpisanega roka (13.07.2002). PID-i, ki bi se preoblikovali v redne delniške družbe, bi namreč morali imeti naložbe usklajene, še preden so premoženje dejansko pridobili. PID-i, ki bi se preoblikovali v investicijske družbe, pa bi morali uskladiti naložbe z določbami ZISDU v zelo kratkem času, kar pa je bilo praktično skoraj nemogoče. Če se PID-i niso uskladili z določbami ZISDU, je bil po tem zakonu nadzorni svet družbe dolžan sklicati skupščino delničarjev, ki je odločila, ali se bo začela likvidacija družbe, ali preoblikovanje v redno delniško družbo. Ker PID-i niso izpolnjevali pogojev za preoblikovanje v redno delniško družbo, ki so bili določeni v ZISDU, se je nadzorni svet lahko odločil le za likvidacijo, kar ni bil namen niti ZISDU niti ZPSPID, zato je bilo potrebno podaljšati rok, do katerega so se PID-i lahko uskladili z določbami ZISDU, to je do 31.12.2003 (Predlog ZPSPID-A 2002).

Spremembe ZPSPID-A so se nanašale tudi na popravek glede nastopa sankcij v primeru, da DZU, ki upravljajo PID-e, le-tega ne uskladijo z določbami ZISDU v določenem roku. V tem primeru bi DZU prenehalo dovoljenje za upravljanje PID-ov in DZU bi izgubile pravico do provizije po pogodbi o upravljanju PID-ov (Predlog ZPSPID-A 2002).

S spremenjenim ZPSPID-A je zakonodajalec želel zagotoviti (Predlog ZPSPID-A 2002):

- ustrezen rok za uskladitev PID-ov z določbami ZISDU o investicijskih družbah oziroma o preoblikovanju v redne delniške družbe v okviru zakonsko predvidene časovne dinamike usklajevanja, upošteva zamik pri zapolnjevanju privatizacijske vrzeli;
- ustrezno časovno dinamiko koncentracije lastništva pokojninskih bonov in stabilno ter nemoteno uresničitev pravic imetnikov pokojninskih bonov za zamenjavo pokojninskih bonov za police prostovoljnega pokojninskega zavarovanja.

6.4. Zakon o dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-B)

V letu 2004 sprejeti ZPSPID-B (Ur. l. RS, št. 61/04) se nanaša na premoženje in naložbe Prvega pokojninskega sklada, katerega cilj je bil (Predlog ZPSPID-B 2004):

- zaradi velikega števila zavarovancev, ki imajo relativno majhno število točk police omogočiti racionalno izpolnjevanje obveznosti, ki izhajajo iz zavarovalnih polic;
- omogočiti upravljavcu Prvega pokojninskega sklada vzpostavitev in vodenje ažurne zbirke podatkov o zavarovancih omenjenega sklada, za namene izračunavanja in izplačila pokojninskih rent;
- omogočiti oblikovanje kritnega sklada Prvega pokojninskega sklada s prenosom sredstev omenjenega sklada v oblikah premoženja, kot jih dovoljuje zakon, ki ureja zavarovalništvo.

ZPSPID-B je ljudem dal možnost izbire, kako naj uporabijo svoje lastniške vloške v PID-ih. Država se je sočasno s sprejetjem zakona obvezala, da bo privatizacijski primanjkljaj, poleg omenjene možnosti za delničarje PID-ov, ustrezno napolnila, oziroma zapolnila z različnimi oblikami državnega premoženja. Delničarji PID-ov so lahko ostali delničarji (država je poskrbela, da je z »ustreznim« premoženjem pokrila aktivo PID-ov), ali pa so svoje delnice zamenjali za (prenosni, torej tržni) pokojninski bon, in posledično zavarovalno polico dodatnega zavarovanja (če so to želeli). Za delnice praznih PID-ov, katerih delničarji so zamenjali svoje delnice v pokojninske bone in kasneje v zavarovalne življenjske pokojninske police, se je ustrezno zmanjšal privatizacijski primanjkljaj (Veselinovič v Mramor 2000).

Tako je ZPSPID-B dejansko reševal tako imenovan privatizacijski primanjkljaj, in dokončno uredil konec lastninjenja s preoblikovanjem PID-ov.

6.5. Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-UPB1)

Najnovejša različica sprejeta v letu 2005, je ZPSPID-UPB1 (Ur. l. RS, št. 26/05), ki je uradno prečiščeno besedilo. Je zadnji zakon sprejet na področju preoblikovanja PID-ov, saj danes ne obstajajo več. ZPSPID-UPB1 obsega:

- o Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID (Ur. l. RS, št. 50/99);
- o Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju – ZPIZ-1 (Ur. l. RS, št. 106/99);
- o Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o prekrških – ZP-L (Ur. l. RS, št. 31/2000);
- o Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-A (Ur. l. RS, št. 58/02);
- o Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1 (Ur. l. RS, št. 110/02);
- o Zakon o dohodnini – ZDoh-1 (Ur. l. RS, št. 54/04) in
- o Zakon o dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-B (Ur. l. RS, št. 61/04).

V tem poglavju sem opisala razvoj zakona, ki se navezuje na zakonodajo s področja investicijskih skladov. Ker ZISDU s svojimi določbami ni uredil preoblikovanja PID-ov, je bil zato sprejet poseben zakon – ZPSPID, ki je bil večkrat dopolnjen in spremenjen. Le-ta je PID-om podrobneje določil postopke in roke za njihovo preoblikovanje v investicijske družbe, vzajemne sklade in redne delniške družbe ter dal vlagateljem možnost izbire, kako porabiti svoj lastniški certifikat.

7. KAPITALSKI TRG IN ZAKONODAJA S PODROČJA INVESTICIJSKIH SKLADOV

Slovenski trg kapitala je dosegel precejšen napredek, kar zlasti velja za njegovo infrastrukturo in pomen, ki si ga je pridobil v preteklem obdobju. Vedno bolj pomembni udeleženci na sodobnih finančnih trgih in tudi v Sloveniji so investicijski skladi, ki ponujajo vlagateljem raznovrstne prednosti v primerjavi z drugimi oblikami vlaganja, zaradi česar se vedno več ljudi odloča za to vrsto naložb. Naložbe v sklade prinašajo različne prednosti za vlagatelje. Od razpršitve premoženja in s tem manjšega tveganja do strokovnosti upravljanja, likvidnosti sredstev, nižjih transakcijskih stroškov, obstoja široke izbire storitev vlagateljem, nadzora institucij nad poslovanjem investicijskih skladov in samostojnost izbora stopnje tveganja.

V tem poglavju bom poskušala prikazati ali današnja zakonodaja s področja investicijskih skladov oživlja kapitalski trg v Sloveniji. Razvoj kapitalskega trga je v veliki meri odvisen prav od institucionalnih vlagateljev, kamor spadajo tudi njihova vlaganja v investicijske sklade. Investicijske sklade ureja danes veljaven ZISDU-1-UPB1 iz leta 2005. Današnja zakonodaja je oblikovana tako, da na različne načine nudi vlagatelju varnost in zaščito, da lahko varno vlaga v investicijske sklade. Najprej me bo zanimalo, ali današnja zakonodaja vpliva na vlagatelje, tako da povečujejo svoja vlaganja in sredstva v investicijske sklade, kar bi posredno vplivalo na oživitev kapitalskega trga. Empirično bom prikazala, kako se je spreminjalo število vlagateljev v vzajemne sklade v preteklih letih ter kakšna so bila njihova vlaganja v investicijske sklade.

Na trgu vrednostnih papirjev, ki je del kapitalskega trga, se trguje z delnicami investicijskih družb, kamor se vlagatelji neposredno vključijo z nakupom delnic. Pri vzajemnih skladih je vključitev vlagatelja v trgovanje nekoliko drugačna. Ko se vlagatelj odloči, da bo svoje prihranke investirjal v vzajemni sklad, mu morajo DZU izdati investicijski kupon, ki se nanaša na ustrezno število enot premoženja vzajemnega sklada (ali točk). Vplačila investicijskih kuponov, ki so bila opravljena v določenem obračunskem obdobju, se preračunajo v število enot premoženja vzajemnega sklada po nakupni vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada na zadnji dan tega obračunskega obdobja. Lastništvo točk prinaša vlagatelju pravico do izplačila po tekoči vrednosti glede na rast premoženja sklada in pravico do sorazmernega

deleža premoženja v primeru likvidacije sklada. Upravljavec, ki upravlja s premoženjem vzajemnega sklada, katerega sestavljajo vplačila vlagateljev, investira v izbrana naložbena področja (v različne vrednostne papirje, odvisno od investicijske politike vzajemnega sklada) tako, da upošteva razpršitev naložb in da je v skladu s pravili upravljanja ter prospektom. Torej, vlagatelj ne sodeluje neposredno pri trgovanju z vrednostnimi papirji, ampak samo posredno, saj svoja sredstva zaupa v upravljanje DZU, ki nato njihova sredstva porazdelijo v različne vrednostne papirje na kapitalskem trgu.

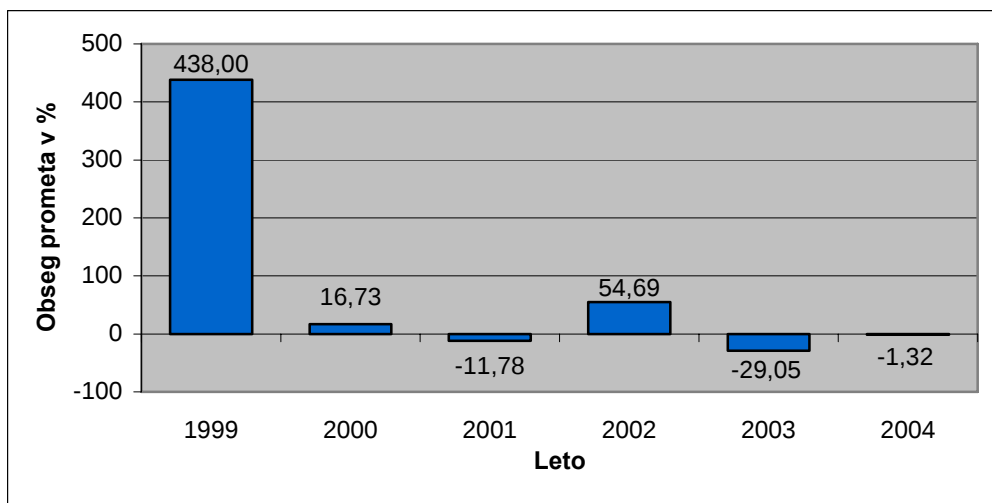
Razlika med vzajemnimi skladi in investicijskimi družbami je v tem, da se pri vzajemnih skladih zmanjšuje ali povečuje število enot premoženja v odvisnosti od prilivov in odlivov sredstev vlagateljev. S tem se zmanjšujejo ali povečujejo sredstva premoženja sklada, ki jih upravljavec investira naprej v druge naložbe, s katerimi posreduje na kapitalskem trgu. Pri investicijskih družbah je število delnic vedno enako (razen v primeru, če je prišlo do dokapitalizacije), tako da se spreminja le obseg prometa z delnicami investicijskih družb.

Z neto prilivi v vzajemne sklade, v obdobju od leta 1999 do 2004 in z obsegom prometa z delnicami (P)ID-ov, prav tako v obdobju od leta 1999 do 2004 bom poskušala prikazati vpliv zakonodaje na vlagatelje, o čemer bom naprej lahko sklepala, ali je danes veljavna zakonodaja s področja investicijskih skladov oblikovana tako, da oživlja kapitalski trg.

➤ **(Pooblašcene) investicijske družbe**

(P)ID-i imajo število delnic vedno enako, zato lahko pri njih ugotovljamo obseg prometa z delnicami, ki ga bom prikazala v nadaljevanju.

Graf 6.1: Obseg prometa (P)ID-ov v obdobju od leta 1999 do 2004 v %



(Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Letno poročilo. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 12)

Graf prikazuje obseg prometa z delnicami (P)ID-ov v % v obdobju od leta 1999 do 2004. Vsak stolpec prikazuje vrednost spremembe v primerjavi s predhodnim letom.

- V letu 1999 se je promet PID-ov v primerjavi s prejšnjim letom povečal za 438 %, kar je posledica uvrstitve zadnjih delnic PID-ov na organiziran trg (skupaj uvrščenih 46 delnic PID-ov na organiziranem trgu).
- V letu 2000 se je promet PID-ov v primerjavi s prejšnjim letom povečal za 16,73 %. V tem letu, se je nadaljeval postopek preoblikovanja PID-ov v skladu z ZISDU, tako da se je število PID-ov zmanjšalo za 3 (skupaj 43 delnic).
- V letu 2001 se je promet PID-ov zmanjšal za 11,78 %; kar je posledica zmanjšanja 6-ih delnic PID-ov na trgu (skupaj 37). Tudi v tem letu se je nadaljeval postopek preoblikovanja PID-ov. Večina DZU se je odločila, ali za preoblikovanje PID-ov v celoti v redne delniške družbe, ali pa za oddelitev oziroma razdružitvev v PID in redno delniško družbo. Do konca leta 2001 se noben PID ni uskladil z določbami ZISDU, ki so veljale za investicijske družbe.
- V letu 2002 se je promet (P)ID-ov v primerjavi s prejšnjim letom ponovno povečal za 54,69 %. V tem letu se je na organiziranem trgu vrednostnih papirjev zmanjšalo število 8-ih delnic PID-ov (skupaj 29) in povečalo število delnic investicijskih družb (skupaj 4). Posledica povečanja obsega prometa je bilo preoblikovanje in zapolnjena privatizacijska

vrzel, tako da so imeli vsi PID-i med svojimi sredstvi le realno premoženje brez neizkoriščenih lastniških certifikatov.

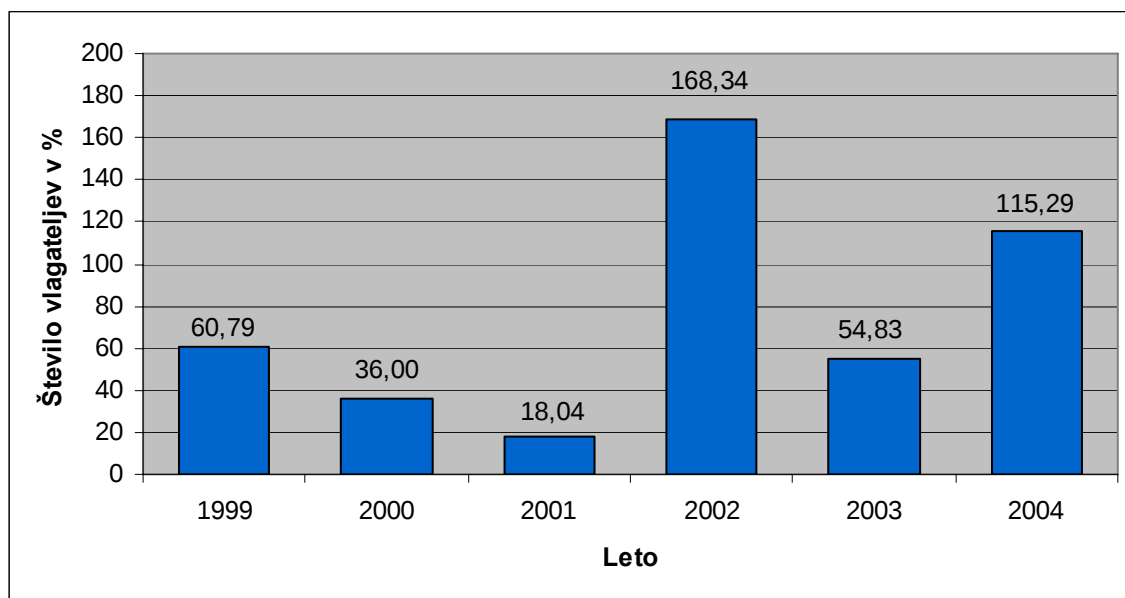
- V letu 2003 se je promet (P)ID-ov v primerjavi s prejšnjim letom zmanjšal za 29,05 %, kar je posledica postopka preoblikovanj PID-ov. Ob koncu leta se je na organiziranem trgu vrednostnih papirjev zmanjšalo število 11-ih delnic PID-ov (skupaj 18) in povečalo število delnic investicijskih družb za 4 delnice (skupaj 8). Tudi v tem letu se je nadaljeval postopek preoblikovanja PID-ov, ki bi moral biti po ZPSPID končan do 31.12.2003. Večina PID-ov se je do konca leta, bodisi uskladila z določbami ZISDU-1, ki veljajo za investicijske družbe, bodisi razdružila v investicijsko družbo in redno delniško družbo, bodisi v celoti preoblikovala v redno delniško družbo. Tako je ob koncu leta poslovalo 8 »posebnih« investicijskih družb, ki so nastale s preoblikovanjem PID-ov in so se morale do 03.01.2005 uskladiti z določbami ZISDU-1. 19 PID-ov je do konca leta 2003 prilagodilo strukturo naložb in izvedlo vse potrebne postopke za preoblikovanje v redno delniško družbo, 1 PID se je preoblikoval v vzajemni sklad. Kljub poteku zakonskega roka za preoblikovanje (31.12.2003) je ob koncu leta še vedno poslovalo 18 PID-ov, kar je posledica tega, da so DZU vložile zahteve za preoblikovanje PID-ov tik pred iztekom zakonskega roka, tako da je ATVP o njih odločala šele v letu 2004, nekaj že odobrenih preoblikovanj pa še ni bilo vpisanih v sodni register.
- Tudi v letu 2004 je bil promet z delnicami investicijskih družb manjši za 1,32 % v primerjavi s prejšnjim letom. Ob koncu leta se je na trgu vrednostnih papirjev trgovalo z 11 delnicami »posebnih« investicijskih družb. V tem letu se je zaključilo preoblikovanje PID-ov. 10 se jih je preoblikovalo v redno delniško družbo, 8 PID-ov, ki so dovoljenje za preoblikovanje pridobili že v letu 2003, je v letu 2004 izvedlo vpis preoblikovanja v sodnem registru. V letu 2005 so morale »posebne« investicijske družbe opraviti prvo fazo uskladitve z določbo prvega odstavka 236. člena ZISDU-1, po katerem morajo DZU za »posebno« investicijsko družbo, ki jo upravljajo, s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev, uskladiti statut, prospekt in izvleček prospekta ter poslovanje z določbami ZISDU-1 in na njegovi podlagi izdanimi predpisi.

Na podlagi omenjenih analiz lahko rečem, da sta ZISDU in ZPSPID s svojimi določbami o preoblikovanju (P)ID-ov vplivala na obseg prometa z njihovimi delnicami.

➤ Vzajemni skladi

V nadaljevanju bom najprej prikazala, kako se je v preteklih letih spreminjalo število vlagateljev v vzajemne sklade.

Graf 6.2: Število vlagateljev v vzajemne sklade v obdobju od leta 1999 do 2004 v %



(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: število vlagateljev v skladih. Dostopno na http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php, 29. september 2005)

Število vlagateljev v vzajemne sklade se iz leta v leto povečuje, zaradi njihovega povečanega zanimanja. Graf prikazuje spremembe v številu vlagateljev v vzajemne sklade v % od leta 1999 do 2004. Vsak stolpec prikazuje vrednost spremembe v primerjavi s prejšnjim letom.

Število vlagateljev se je primerjavi s prejšnjim letom povečalo:

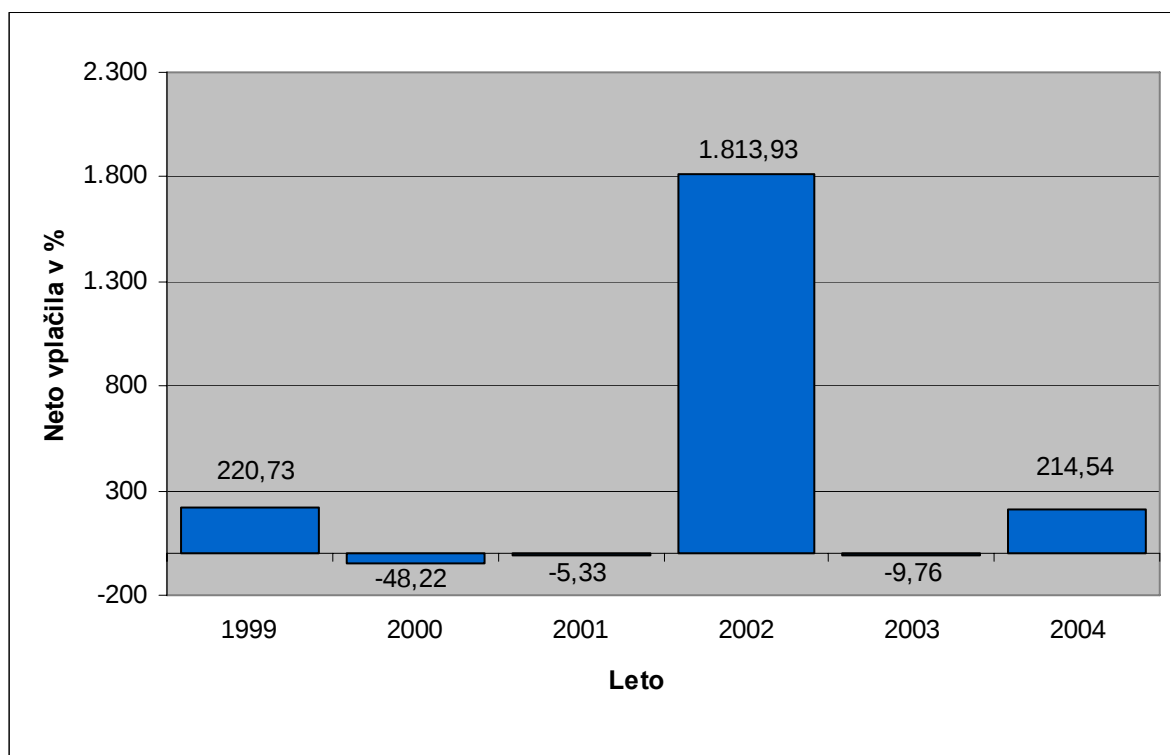
- v letu 1999 za 60,79 %;
- v letu 2000 za 36 %;
- v letu 2001 za 18,04 %;
- v letu 2002 za 168,34;
- v letu 2003 za 54,83 % in
- v letu 2004 za 115,29 %.

V odstotkih največje povečanje števila vlagateljev v primerjavi s prejšnjim letom sta imeli leti 2002 in 2004. V zadnjem letu se je število vlagateljev dvignilo na kar 126.547 vlagateljev. Pri

tej številki moramo upoštevati, da je posameznik, ki ima kupone v več kot enem skladu, štet večkrat, tako da je dejansko število oseb, ki vlagajo v sklade nižje (Kodrič 2005). Eden od dejavnikov za porast vlagateljev v preteklih letih je tudi povečana ponudba vzajemnih skladov na slovenskem trgu.

V nadaljevanju prikazujem neto vplačila vlagateljev v obdobju od leta 1999 do 2004.

Graf 6.3: Neto vplačila v vzajemne sklade v obdobju od leta 1999 do 2004 v %



(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: vplačila in izplačila v vzajemne sklade. Dostopno na http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php, 29. september 2005)

Graf prikazuje neto vplačila v vzajemne sklade v % v obdobju od leta 1999 do 2004, s tem da vsak stolpec prikazuje vrednost spremembe v primerjavi s prejšnjim letom. Neto vplačila so izračunana kot povprečje med vplačili in izplačili sredstev vlagateljev v posameznem letu. Povečanje ali zmanjšanje neto vplačil bom poizkusila prikazati tako, da bom lahko ugotovila, ali obstaja povezava med zakonodajo s področja ZISDU in neto vplačili. Uporabila bom neto vplačila in število skladov, ki so v določenem letu obstajali ter število vlagateljev.

- V letu 1999 so se neto vplačila v primerjavi s prejšnjim letom povečala za 220,73 %. Ob koncu leta 1999 je poslovalo 17 vzajemnih skladov. V tem letu je bila sprejeta dopolnitev ZISDU-C. Število vlagateljev se je povečalo.
- V letu 2000 so se neto vplačila zmanjšala za 48,22 %. Ob koncu leta istega leta je poslovalo 19 vzajemnih skladov (2 več kot leto prej), med njihovimi naložbami so se pojavili tudi tuji vrednostni papirji. Naložbe v tuje vrednostne papirje je določil že ZISDU, vendar z omejitvijo 10 %. Tudi v tem letu se je število vlagateljev povečalo.
- Neto vplačila so se zmanjšala tudi v letu 2001, in sicer za 5,33 %. Ob koncu leta je poslovalo 18 vzajemnih skladov (1 manj kot leto prej). Tudi to leto se je število vlagateljev povečalo, vendar je bil odstotek spremembe v primerjavi s prejšnjim letom majhen.
- V letu 2002 je prišlo do povečanega neto priliva v vzajemne sklade, saj se je v primerjavi s prejšnjim letom povečal za kar 1.813,93 %, čeprav je ob koncu leta poslovalo enako število vzajemnih skladov kot v letu prej. Posledica povečanega neto priliva in s tem novih sredstev v vzajemne sklade je dvig borznih tečajev, znižanje obrestnih mer, visoki donosi naložb vzajemnih skladov in povečano zaupanje vlagateljev v trg vrednostnih papirjev (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev). Od leta 2000 do 2003 se zakonodaja na področju vzajemnih skladov ni spreminjala, a je vseeno prišlo do povečanih neto prilivov v letu 2002. Povečalo se je tudi število vlagateljev za več kot 100 %.
- V letu 2003, ko je začel veljati novo sprejeti ZISDU-1 je sledilo zmanjšanje neto prilivov za 9,76 %, Ob koncu leta je poslovalo skupaj 20 vzajemnih skladov (2 več kot leto prej). Od tega je bilo 18 »posebnih« vzajemnih skladov, ki svojega poslovanja še niso v celoti uskladili z določbami ZISDU-1 ter 2 vzajemna sklada, ki sta bila že ustanovljena na podlagi ZISDU-1. Tudi v tem letu ni bilo opaziti, da bi novo sprejeti ZISDU-1 vplival na sredstva vlagateljev, čeprav jim je ZISDU-1 ponudil boljšo zaščito in varnost kot prej veljaven zakon. Ugotovljenih je bilo tudi nekaj kršitev DZU, saj so se morale prilagoditi novi zakonodaji. DZU v tem letu tudi niso izkoristile vseh možnosti, ki jim jih je ZISDU-1 omogočil (odprava omejitev vlaganj). Število vlagateljev se je povečalo, ampak manj kot v prejšnjem letu.
- V letu 2004 so se neto prilivi povečali za 214,54 % v primerjavi s prejšnjim letom. Ob koncu leta 2004 je delovalo 34 vzajemnih skladov, 15 skladov je bilo ustanovljenih na podlagi ZISDU-1, ostali so bili neusklajeni. Tako je preko celega leta potekal postopek usklajevanja »posebnih« vzajemnih skladov, ustanovljenih na podlagi ZISDU z določbami ZISDU-1. V istem letu je 5 vzajemnih skladov uskladilo svoje poslovanje z določbami

ZISDU-1, preostalih 14 »posebnih« vzajemnih skladov bo uskladitvene odločbe ATPV pridobilo v letu 2005. Povečanje neto prilivov za kar 214,54 % v primerjavi s prejšnjim letom je posledica visokih donosov naložb vzajemnih skladov v zadnjih letih, posledica rasti borznih tečajev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev in nizkih obrestnih mer pri bančnih vlogah. V tem letu, aprila, je bil sprejet tudi ZISDU-1A, ki je omogočil neposredno trženje investicijskih skladov, ki jih upravljajo DZU iz drugih držav članic EU. Tako je že v istem letu začela kot prva tuja DZU iz Avstrije na območju Slovenije s trženjem in prodajo 10 investicijskih skladov (Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev). Za naš trg trženje tujih investicijskih skladov ne bo imelo kakšne neposredne posledice, saj so naložbene politike teh skladov v večini primerov strukturirane tako, da se sredstva iz Slovenije prelivajo na druge borze. Ker ZISDU-1A naložbe vzajemnih skladov ne omejuje zgolj na naložbe na slovenski trg vrednostnih papirjev, je v strukturi sredstev vzajemnih skladov opazen porast deleža naložb v vrednostne papirje izdajateljev s sedežem izven Slovenije, ki se bo v prihodnjih letih še povečeval, kar pomeni, da se bo odliv v tujino bistveno povečeval, zlasti ko bodo skladi uskladili svoje naložbene politike z novo zakonodajo (Dernovšek 2005). V letu sprejetja ZISDU-1A se je zopet povečalo število vlagateljev za več kot 100 % v primerjavi s prejšnjim letom.

V letu 2005 je sprejetje ZISDU-1A spodbudilo trženje tujih vzajemnih skladov. Do novembra 2005 je v Sloveniji tako tržilo svoje enote 138 vzajemnih skladov. Čeprav se je v tem letu število skladov povečalo, je vseeno opazno zmanjšanje neto prilivov, na kar imajo velik vpliv, po mnenju strokovnjakov, spremembe davčne zakonodaje. S povečanjem tujih skladov se bo vedno več kapitala prelivalo na tuje trge, zato bodo morali slovenski upravljavci razmišljati o tem, kako bi zadržali kapital na slovenskem trgu.

Investicijski skladi zbirajo prihranke vlagateljev (s prodajo investicijskih kuponov vzajemnih skladov oziroma delnic investicijskih družb) in nalagajo tako zbrana denarna sredstva v vrednostne papirje in druge oblike likvidnih naložb. So pomemben udeleženec trga vrednostnih papirjev, ki je del kapitalskega trga, zato je njihovo delovanje pomemben del finančnega sistema, katerega funkcija je zbiranje prihrankov in usmerjanje teh prihrankov v investicije in s tem v gospodarski razvoj. Njihovo delovanje predstavlja pomemben ekonomski interes vsake države. Zaradi uresničevanja njihove ekonomske funkcije, je interes vsake države zagotoviti trdnost (stabilnost) in zanesljivost delovanja tega segmenta

finančnega sistema ter zaupanje vlagateljev. Eden od pomembnih načinov, s katerim država zagotavlja prej opisane interese, je urejanje pravnih razmerij na področju delovanja investicijskih skladov s prisilnimi pravnimi normami, ki usmerjajo ravnanje subjektov na tem trgu.

Zgoraj opisano sem želela empirično preveriti. Zanimalo me je, ali danes veljavna zakonodaja s področja investicijskih skladov oživlja kapitalski trg. To sem poskušala dokazati tako, da sem prikazala število vlagateljev v vzajemne sklade, neto prilive v vzajemne sklade in obseg prometa z delnicami (P)ID-ov. Na podlagi analize podatkov sem ugotovila, da se je po uveljavitvi ZISDU-1 v letu 2003 in sprejetju ZISDU-1A v letu 2004 povečalo število vlagateljev v vzajemne sklade, zato so se povečali tudi neto prilivi, tako da je imel upravljavec več sredstev v svojih rokah za nadaljnje investiranje na trg vrednostnih papirjev. Obseg prometa z delnicami investicijskih družb se je nekoliko zmanjšal, vendar večje spremembe ni bilo. Razlog za to, lahko najdemo v nujnosti preoblikovanja investicijskih družb v vzajemne sklade v prihodnosti, ko bodo morali vlagatelji pri takojšnjem izstopu plačati izstopno provizijo, zato se pričakuje, da se bo del sredstev iz investicijskih družb preusmeril v vzajemne sklade.

Glavni razlog za povečanje neto prilivov v vzajemne sklade in povečanje obsega prometa z delnicami investicijskih družb je število vlagateljev, saj se z večanjem le-teh povečujejo neto prilivi in obseg prometa. Njihovo število se bo povečalo le v primeru, da bo zakonodaja urejena tako, da bo vlagatelju nudila varnost in zaščito, s čimer se bo povečalo zaupanje vlagateljev. Seveda so za vlagatelja pomembni tudi visoki donosi, vendar mu to ne pomaga, če na trgu prihaja do razno raznih špekulacij, kar privede do tega, da vlagatelj ne more dobiti nazaj svojega vloženega premoženja. To se je zgodilo v letu 1997, ko se je vrednost neto prilivov v vzajemne sklade v primerjavi s prejšnjim letom zmanjšala za kar 83,73 % (glej tabelo A.2). Zmanjšanje sredstev je bilo posledica povečanih izplačil vlagateljev, ko je ATPV odkrila nepravilnosti v delovanju vzajemnih skladov Proficie Dadas d.o.o., kar je privedlo do propada vzajemnih skladov. Posledica tega je bila, da vlagatelji niso dobili povrnjenih svojih sredstev. Zato je zakonodaja, ki nudi varnost in zaščito vlagateljem izredno pomembna. Po sprejetju ZISDU-1 in ZISDU-1A lahko rečem, da je slovenska zakonodaja oblikovana tako, da z različnimi instrumenti varuje vlagatelje.

V poglavju sem raziskala, ali je danes veljavna zakonodaja s področja investicijskih skladov oblikovana tako, da oživlja kapitalski trg v Sloveniji. Prišla sem do zaključka, da ZISDU-1-UPB1 s svojimi določbami varuje vlagatelja in mu nudi varnost, s katerimi se zagotavlja povečevanje števila vlagateljev v investicijske sklade, kar povzroči oživitev kapitalskega trga. Kolikšen je vpliv zakona na kapitalski trg je težko reči. V zadnjem poglavju sem empirično preverila, ali ta vpliv sploh drži. Prišla sem do zaključka, da današnja zakonodaja s področja investicijskih skladov oživlja kapitalski trg, vendar bo moralo preteči daljše obdobje, da bi to res lahko dokazali. Na investicije vlagateljev seveda vplivajo tudi drugi dejavniki. V zadnjem času je to predvsem davčna zakonodaja, saj se vlagatelji bojijo, da bodo z uvedenim davkom izgubili del svojih investicij.

8. SKLEP

V Sloveniji je na nastanek večine investicijskih skladov v veliki meri vplival proces lastninjenja družbenega kapitala ob koncu 20. stoletja. V diplomskem delu sem opredelila tudi to problematiko, saj je imel proces velik vpliv na razvoj zakonodaje s področja investicijskih skladov. V procesu lastninjenja družbenega kapitala so nastali zaprti investicijski skladi PID-i, ki so bili privatizacijski posredniki in predhodniki današnjih investicijskih družb. Postopke, pogoje in roke za preoblikovanje PID-ov je opredeljevala zakonodaja s področja investicijskih skladov, kasneje pa je bil sprejet dodaten zakon ZPSPID, ki je bolj natančno določil pogoje in postavil roke za njihovo preoblikovanje in dokončno uredil konec lastninjenja s preoblikovanjem PID-ov.

Prvi zakon s področja investicijskih skladov – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU, je bil sprejet na začetku 90-ih let prejšnjega stoletja. Z njim se je začelo ustanavljati številne PID-e, vzajemne sklade in DZU, ki upravljajo investicijske sklade. Določbam, ki jih je določil ZISDU v letu 1994 so se prilagodili tudi v preteklosti ustanovljeni nekateri vzajemni skladi. Slovenija je v letu 1995 zaprosila za priključitev v EU. Kot pridružena članica je morala svoj pravni red uskladiti z evropskim, zato je bilo potrebno ZISDU večkrat spremeniti in dopolniti. Razlog za dopolnitev zakona je bil tudi ta, da so se po sprejetju ZISDU pojavile določene nejasnosti in kršitve v zvezi z njegovimi določbami. Zakonodajalec se je zavedal, da je najpomembnejše zavarovanje vlagatelja, brez katerega kapitalski trg v prihodnosti ne bi obstajal. Tudi zaradi tega je zakonodajalec večkrat spreminjal in dopolnjeval zakone, a se je še vedno zgodilo, da so bili na koncu oškodovani ravno vlagatelji. Harmonizacijo zakonodaje s področja investicijskih skladov je Slovenija začela v letu 1997, ko je Državni zbor RS ratificiral Evropski sporazum o pridružitvi, ki ga je podpisala Slovenija z EU. Ta sporazum je bil pravna osnova odnosov med Slovenijo in EU, katerega cilj je bil vzpostavitev proste trgovine med EU in Slovenijo. Predvideval je postopno prilagajanje evropskim predpisom, zato je Slovenija v letu 1997 sprejela prvo spremembo in dopolnitev zakona ZISDU-A, nadaljevala je s sprejemom druge – ZISDU-B v letu 1998 in s sprejemom tretje – ZISDU-C v letu 1999. V vseh teh letih se je Slovenija približevala evropskim direktivam o investicijskih skladih, a še vedno ni bila usklajena s pravom EU.

Največji korak na področju sprejemanja zakonodaje s področja investicijskih skladov je naredila s sprejetjem novega ZISDU-1 v letu 2002, ki je začel veljati na začetku leta 2003 in katerega sprejem je bil pogojen s priključevanjem Slovenije EU. ZISDU-1 je bil predmet harmonizacije s pravnim redom EU, ki je v svojih določbah upošteval posebnosti slovenskega kapitalskega trga. V celoti je bil usklajen z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o KNPVP 85/611/EEC in njegovimi dopolnitvami (88/220/EC, 95/26/EC, 2000/64/EC, 2001/108/EC) in delno usklajen z Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o KNPVP, z namenom zakonsko urediti DZU in izvlečke prospektov (2001/107/EC), kar je bil razlog za sprejem ZISDU-1A v letu 2004. ZISDU-1 je bil usklajen tudi z ostalimi viri prava Evropske Skupnosti.

ZISDU-1 je s svojimi novostmi omogočil nadaljnji razvoj trga investicijskih skladov in njegovo liberalizacijo ter vključevanje v integralni evropski trg. Vnesel je red in tako dopuščal manj možnosti za različne manipulacije, ki so se dogajale v preteklosti. Prinesel je več bistvenih sprememb, med katerim sta bili najpomembnejši varstvo in zaščita malih vlagateljev, ki ju je zakon zagotavljal na več načinov. Eden od teh je bila uvedba skrbnika nad premoženjem in poslovanjem investicijskega sklada. Varstvo vlagateljev se je posredno povečevalo tudi s preglednostjo in nadzorom nad poslovanjem investicijskih skladov in DZU; s predpisi o minimalnih organizacijskih standardih, katerim morajo DZU zadovoljiti, z dodatnimi zahtevami glede informacijske podpore DZU in z upravljanjem tveganj, o katerih morajo poročati ATVP; s poslovanjem DZU, ki poslujejo v skladu s predpisi ATVP; z razpršenostjo naložb investicijskega sklada; z omejitvami deležev lastništva posameznega izdajatelja vrednostnih papirjev; s prospektom in izvlečkom prospekta; s prenosom storitev upravljanja DZU na drugo družbo, ki ne smejo biti naknadno prenesene na tretjo osebo; s kapitalsko ustreznostjo DZU. Ključna sprememba, ki jo je prinesel ZISDU-1 je bila odprava omejitev naložb investicijskega sklada na tuje trge, kjer so DZU lahko po starem zakonu vlagale na tuje kapitalske trge le do 10 % sredstev investicijskega sklada. S to spremembo je bila upravljavcem investicijskih skladov, ob zahtevah po strokovnem upravljanju s tveganji, dopuščena možnost do iskanja priložnosti in donosov tudi izven slovenskih meja. ZISDU-1 je vseboval tudi določbe glede zaračunavanja provizij in drugih stroškov, ki so postali za vlagatelje pomemben dejavnik pri izbiri investicijskega sklada. Opredelil je nekatere nove oblike investicijskih skladov, ki so takrat bili že prisotni na razvitih kapitalskih trgih.

ZISDU-1 je bil sprejet po nujnem postopku, saj je Slovenija že zamujala s sprejetjem novega zakona s področja investicijskega sklada. To je bil tudi razlog, da je bil ZISDU-1 delno usklajen z zadnjo evropsko direktivo o investicijskih skladih 2001/107/EC, kar je bil razlog za sprejem ZISDU-1A, ki je bil dokončno usklajen z vsemi evropskimi direktivami in z ostalim pravnim redom EU. Zagotovil je še dodatno varstvo vlagateljev s spremenjeno vsebino pravil upravljanja vzajemnega sklada in vsebino prospekta; z razpolaganjem DZU z ustreznim kapitalom glede na obseg premoženja investicijskih skladov, ki jih upravljajo; z neposrednim ali posrednim opravljanjem storitev upravljanja investicijskih skladov držav članic EU ter z neposrednim trženjem skladov, ki jih upravljajo DZU drugih držav članic EU. S tem je ZISDU-1A dopustil možnost prihoda konkurence tujih investicijskih skladov, kar pomeni liberalizacijo in odpiranje slovenskega kapitalskega trga.

Investicijski skladi so pomemben dejavnik, ki so prisotni na kapitalskem trgu in pospešujejo njegov razvoj. Ta razvoj je v veliki meri odvisen prav od vlagateljev, kajti če ne bi vlagali svojih prihrankov v investicijske sklade, se ne bi povečevalo premoženje skladov, ki ga upravljavci investirajo v vrednostne papirje in s tem oživljajo razvoj kapitalskega trga. Da bo vlagatelj zaupal svoje premoženje in ga vložil v investicijski sklad se mora počutiti varno. To varnost mu zagotavljata ZISDU-1 in ZISDU-1A s svojimi določbami, ki sem jih opisala v diplomskem delu. Empirično sem prikazala, da so se po sprejetju nove zakonodaje s področja investicijskih skladov povečali neto prilivi v vzajemne sklade in število vlagateljev vanje. Obseg prometa z delnicami investicijskih družb se ni veliko spremenil, bo pa v prihodnosti mogoče opaziti trend razvrščanja prihrankov iz investicijskih družb v vzajemne sklade, saj se bodo morale investicijske družbe preoblikovati v vzajemne sklade.

Ob zaključku diplomske naloge lahko potrdim prvo hipotezo, da se je slovenska zakonodaja s področja investicijskih skladov približevala direktivam Evropske Unije in, da je danes usklajena s pravom Evropske Unije in je v nekaterih določbah celo strožje opredeljena, kot to zahtevajo evropske direktive.

Z analizo sem prišla tudi do naslednjega zaključka, v katerem lahko potrdim drugo hipotezo, da je danes veljavna zakonodaja s področja investicijskih skladov oblikovana tako, da nudi vlagatelju varnost in zaščito ter oživlja kapitalski trg v Sloveniji.

9. SEZNAM LITERATURE

Članki v časopisih, revijah oziroma zbornikih

1. Bohinc, Rado (1993): *Ureditev privatizacije po veljavni slovenski zakonodaji. Privatizacija na Slovenskem. 1990 – 1992*. Zbornik. Slovenski inštitut za management. Ljubljana: Državna založba Slovenije, 5-27.
2. Cvetek, Olga (2005): *Sadarja preganjajo tudi ljubljanski tožilci*, 10. avgust. Delo. Leto XLVII. Št. 184. Ljubljana, 3.
3. Čeh, Silva (1999): *Intervju z dr. Dušanom Mramorjem*. Agnes časopis za privatizacijo. Št. 68. Ljubljana, 2-4.
4. Jašovič, Božo; Lukovac, Jovan; Sluga, Gregor; Herič, Boštjan (2001): *Trg kapitala*. Razvojno poročilo o finančnem sektorju – Slovenija 2000. Ljubljana: Časnik Finance, 76-101.
5. Kovačič, Primož (2002): *Preoblikovanje PID-ov*, 15. julij. Kapital, revija za naložbo denarja. Letnik XII. Št. 291. Ljubljana, 32-33.
6. Kovačič, Primož (2005): *Tudi to je potrebno*, 4. april. Kapital, revija za naložbo denarja. Letnik XV. Št. 361. Ljubljana, 18-20.
7. Mikuž, Jure (2003): *Kako novi ZISDU varuje vlagatelje*, 6. oktober. Gospodarski vestnik. Št. 39. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 127-128.
8. Mikuž, Jure; Poljašević, Zdravko (2001): *Domači : tuji vzajemni skladi*, 16. julij. Kapital, revija za naložbo denarja. Letnik XI. Št. 264-265. Ljubljana, 30-31.
9. Pinterič, Jan (2002): *Bodo z ZISDU zanihali tečaji*, 25. november. Svetovalec. Št. 47. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 48-50.
10. Pinterič, Jan (2002): *Borzni komentar: Pidi so se zbudili*, 25. februar. Svetovalec. Št. 8. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 86-88.
11. Sušec, Barbara (2001): *Vloga vzajemnih skladov*, september. Bilten ljubljanske borze. Letnik XI. Št. 20. Ljubljana, 20-21.
12. Toplak, Simona (2001a): *Pogled na ZISDU pred prvo parlamentarno obravnavo*, 3. maj. Finance. Št. 71. Ljubljana, 6.
13. Toplak, Simona (2001b): *Predlog ZISDU potrebuje le malce lišpa*, 3. maj. Finance. Št. 71. Ljubljana, 6.

14. Vukeljč, Marijana (2005): *Kapitalski trg za telebane*, 1. julij. Finance. Št. 126. Ljubljana, 5.

Internetni članki

15. Berk, Aleš (2005): *Kakšen bo slovenski kapitalski trg v prihodnje*, 10. november. Finance. Dostopno na <http://www.finance-on.net/show.php?id=136669> (11. november 2005).
16. Dernovšek, Igor (2005): *Rekordnih donosov ne bo več*, 11. april. Poslovni dnevnik. Dostopno na <http://poslovni.dnevnik.si/clanek.asp?id=120639#> (26. oktober 2005).
17. Grgič, Maja (2004a). *Dvomi o ustavnosti predvidenih rešitev*, 9. junij. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=19bd95211b27f10ee50c19bc8f4b73ff04 (7. september 2005).
18. Grgič, Maja (2004b). *Poslovanje DZU bo bolj varno*, 12. marec. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=a1e1adfa47446a8e8f431f6ac5c04e8204 (7. september 2005).
19. Grgič, Maja (2003). *Usklajevanje že teče*, 30. avgust. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=b74561e31f85ee718bae14c12b641b3704 (7. september 2005).
20. Grgič, Maja (2002a). *Delničarji bolje zaščiteni*, 9. julij. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=52de18ec356bc3bf41424a3dfae2ca9404 (7. september 2005).
21. Grgič, Maja (2002b): *Lobiji proti zaščiti malih vlagateljev*, 4. julij. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=dd16b8a954e7b9f569f7e191c1f2f3bb04 (7. september 2005).
22. Grgič, Maja (2002c): *Unija priganja*, 14. maj. Delo.si. Dostopno na: http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=76accc24fe895ad9c0a53d3392e38720404 (7. september 2005).
23. Karlovšek, Gregor (2003): *Ob preoblikovanju zaprtega v odprti sklad vrednost poskoči na knjigovodsko*, 5. februar. Finance. Dostopno na <http://www.finance-on.net/show.php?id=40356> (16. julij 2005).

24. Klapš, Srečko (2003): *Zmeda zaradi novega poimenovanja*, 30. januar. Večer. Dostopno na <http://www.vecer.si/vecer2003/default.asp?kaj=6&id=2003013000409190> (17. avgust 2005).
25. Klapš, Srečko (2002): *Investicijske skladi obvezno v vzajemne*, 22. november. Večer. Dostopno na <http://www.vecer.si/vecer2003/default.asp?kaj=6&id=2002112200395376> (2. junij 2005).
26. Kleindienst, Robert (2003): *ZISDU-1 in vzajemni skladi: bo drugi porod manj boleč*, 15. september. Borzni fokus. Priloga revije Finance. Ljubljana. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1800> (2. junij 2005).
27. Kodrič, Sandi (2004): *Sprejetje novele ZISDU-1 po nujnem postopku naj bi preprečilo težko popravljive posledice za delovanje države*, 5. april. Revija Kapital. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/text.php?id=4040> (2. junij 2005).
28. Kodrič, Sandi (2005): *Vzajemni skladi dosegajo rekorde pri pridobivanju novih vlagateljev*, 7. marec. Finance. Dostopno na <http://www.finance-on.net/show.php?id=114109> (29. september 2005).
29. Kranjec, Samo (2003): *Vreče se polnijo (pre)počasi*, 5. januar. Finance. Dostopno na <http://www.finance-on.net/show.php?id=38172> (29. september 2005).
30. Mramor, Dušan (2003): *Male delničarje lahko zaščitimo*, 17. junij. Kapital. Dostopno na <http://www.revijakapital.com/kapital/naslovnatema.php?stevilka=13&idclanka=420> (29. september 2005).
31. Nemanič, Katarina (2005a): *Preoblikovanje bo prineslo dodatni donos*, 1. julij. Delo.si. Dostopno na http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=4936a2672f8f1356edc7022d058c93f504 (7. september 2005).
32. Nemanič, Katarina (2005b): *Upravljalci ne povedo natančno, kaj bodo storili*, 25. marec. Delo.si. Dostopno na http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=f9333f6135d8580146539986ecdec5ce04 (7. september 2005).
33. Petavs, Stane (2005): *Kdo je dobro poučeni investitor*, 1. julij. Finance. Dostopno na: <http://www.finance-on.net/show.php?id=124913> (29. september 2005).
34. Pinterič, Jan (2005): *Zgodovina se morda ponavlja, vendar so pidi že na njenem smetišču, idi pa še bodo*, 25. marec. Delo.si. Dostopno na

http://www.delo.si/article.print_tiskana.php?ID_t=84c9e4a0e1a021838b5ab5655bcc844804 (7. september 2005).

35. Tifengraber, Vlasta (2005): *Triglav renta in KD Rastko že brez oznake »posebni*, 22. februar. Poslovni dnevnik. Dostopno na <http://poslovni.dnevnik.si/clanek.asp?id=110539> (16. julij 2005).
36. Zorman, Gašper (2004): *Iz ida do vzajemca prek ovir*, 31. maj. Finance. Dostopno na <http://www.finance-on.net/show.php?id=80379> (16. julij 2005).
37. Zorman, Gašper (2003): *Kaj je pid in kaj vzajemec*, junij. Družinski delničar. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1471> (19. september 2005).

Samostojne publikacije

38. Lubej, Samo (2005): *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital.
39. Mramor, Dušan (ur.), (2000): *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
 - a. Jamnik, Gorazd; Krašovec, Jani; Žnidaršič, Marko (2000): *Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih*. Mramor, Dušan, (ur.): Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 131-209.
 - b. Lukovac, Jovan; Jašovič, Božo (2000): *Zastoj investicijskih skladov*. Mramor, Dušan, (ur.): Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 417-439.
 - c. Novak, Bojana; Gazvoda, Maja; Divjak, Marjan (2000): *Finančni instrumenti in njihovi trgi*. Mramor, Dušan, (ur.): Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 23-83.
 - d. Pahor, Marko (2000): *Investicijski skladi*. Mramor, Dušan, (ur.): Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 87-105.
 - e. Veselinovič, Draško (2000): *Vpliv notranjih in zunanjih dejavnikov na razvoj trga kapitala*. Mramor, Dušan, (ur.): Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 398-416.
40. Pernek, Franc; Škof, Bojan; Kobal, Aleš; Rožič, Uroš (1999): *Finančno pravo in javne finance*. Maribor: Univerza v Mariboru, Pravna fakulteta.
41. Rop, Tone; Miklič, Gregor; Teslič, Radovan; Žnidaršič Kranjc, Alenka (1993): *Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij in sindikati*. Ljubljana: Enotnost.

42. Simoneti, Marko (ur.), (2001): *Razvojno poročilo o finančnem sektorju - Slovenija 2000*. Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Finance.
43. Žnidaršič Krajnc, Alenka (1999): *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej.

Poročila

44. Agencija Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo (1999): *Lastninsko preoblikovanje slovenskih podjetij*. Poročilo o delu Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo. Ljubljana.
45. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2004* (2004). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
46. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2003* (2003). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
47. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2002* (2002). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
48. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2001* (2001). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
49. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 2000* (2000). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
50. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 1999* (1999). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
51. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 1998* (1998). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
52. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 1997* (1997). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
53. *Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev v letu 1996* (1996). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
54. Ljubljanska borza. *Mesečno statistično poročilo 2004*, december.
55. Ljubljanska borza. *Mesečno statistično poročilo 2003*, december.
56. Ljubljanska borza. *Mesečno statistično poročilo 2002*, december.
57. Ljubljanska borza. *Mesečno statistično poročilo 2001*, december.
58. Ljubljanska borza. *Mesečno statistično poročilo 2000*, december.

59. *Poročilo D.S.U. družbe za svetovanje in upravljanje, d.o.o. o izvajanju nalog na podlagi 62. člena zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe do 30.6.2005.* Letnik XXXI. Št. 67. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 12. september 2005, 3-94.
60. *Poročilo D.S.U. družbe za svetovanje in upravljanje, d.o.o. o izvajanju nalog na podlagi 62. člena zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe do 31.3.2005.* Letnik XXXI. Št. 41. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 13. junij 2005, 17-91.
61. *Poročilo Odbora za finance in monetarno politiko k predlogu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) – nujni postopek.* Letnik XXVIII. Št. 117. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 28. november 2002, 3-147.
62. *Poročilo Odbora za finance in monetarno politiko k predlogu za sprejem avtentične razlage 137. člena zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ORZISDU137) – enofazni postopek.* Letnik XXX. Št. 30. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 15. marec 2004, 69-72.
63. *Poročilo Odbora za finance in monetarno politiko k predlogu Zakona o spremembah zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb z dopolnjenim predlogom zakona (ZPSPID-B) – nujni postopek.* Letnik XXVIII. Št. 97. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 14. oktober 2002, 173-175.
64. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004 (2004).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
65. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003 (2003).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
66. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002 (2002).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
67. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001 (2001).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
68. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000 (2000).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
69. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1999 (1999).* Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Viri

70. *Bilten Ljubljanske borze 2001*, september. Letnik XI. Št. 20.
71. *Bilten Ljubljanske borze 1997*, april. Letnik VIII. Št. 12.
72. Ministrstvo za ekonomske odnose in razvoj (1994): *Od certifikata do delnice*. Ljubljana: Urad Vlade za informiranje Republike Slovenije.
73. Oražem, Aleš (2003): Spremembe, ki jih prinaša Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Ekonomska fakulteta. Ljubljana: Univerza v Ljubljani.
74. Potezin bilten (2002). *Novi ZISDU – predlog za parlamentarno obravnavo*, oktober. Poteza, borzno posredniška družba. Ljubljana, 6.

Internetni viri

75. *Agencija za trg vrednostnih papirjev*. Dostopna na <http://www.a-tvp.si/> (11. junij 2005)
76. *Agencija za trg vrednostnih papirjev: Naloge in pristojnosti*. Dostopna na <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=16> (28. oktober 2005).
77. Delo (2005): *Upravljalci ne povedo natančno, kaj bodo storili*, 25. junij. Dostopno na http://www.delo.si/index.php?sv_path=43,49&id=d424dbabc4db9611bb470e160413404304&t=html&p=21 (16. julij 2005).
78. *D.S.U., družba za svetovanje in upravljanje d.o.o.* Dostopna na <http://www.dsu.si/>. (18. september 2005).
79. *Gospodarska zbornica Slovenije*. Dostopna na <http://www.gzs.si/sloexport/default.asp?LanguageID=1&MenuID=265> (11. junij 2005).
80. Investment funds knowledge center: *The New UCITS Directive Explained*. Dostopno na <http://www.fefsi.org> (28. september 2005).
81. Kapital – Revija za naložbo denarja (2003): *Veljati je začel novi zakon o investicijskih skladih*, 2. januar. Dostopen na <http://www.revijakapital.com/kapital/obvestila.php?novica=418&kduser=betka> (24. september 2005).
82. *Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d.d.* Dostopna na <http://www.kapitalska-druzba.si/kad/predstavitev.asp> (18. september 2005).
83. *KD Group, finančna družba, d.d.* Dostopna na <http://www.kdgroup.si/index.php?ndx=4&pid=206&id=207&cmd=lst&t=slo&f=> (2. junij 2005),

- <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=4&pid=108&id=160&cmd=lst&t=slo&f=> (2. junij 2005).
84. Ljubljanska banka: *Slovarček izrazov*. Dostopna na <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe?doc=2804> (26. oktober 2005).
85. *Ljubljanska borza vrednostnih papirjev*. Dostopna na http://www.ljse.si/StrSlo/Investit/Menu/in_sht.htm] (11. junij 2005).
86. *Ljubljanska borza vrednostnih papirjev: Slovar borznih izrazov*. Dostopna na <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&crka=F&sid=3dum7mdOBBAO7Wjl> (27. oktober 2005).
87. Microsoft Slovenija: *Kapitalska družba d.d.* Dostopen na http://www.microsoft.com/slovenija/resitve/kapitalska_druzba.mspx (17. september 2005).
88. Ministrstvo za finance Republike Slovenije (2005): *Davčne posledice preoblikovanja investicijske družbe v vzajemni sklad*, 25. marec. Davčna uprava Republike Slovenije. Dostopno na <http://www.sigov.si/durs/index.php?lg=sl&f=dposledice05.html> (19. avgust 2005).
89. Ministrstvo za finance Republike Slovenije (2004): *Vlada obravnavala predlog zakona o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb*, 28. junij. Sporočila za javnost. Dostopno na http://www.gov.si/mf/slov/mediji/2004/spor2_24_06_04.htm (24. september 2005).
90. Nevem – slovenski mladinski portal (2004): *Poročilo o zaključnem računu in delu Agencije RS za prestrukturiranje in privatizacijo za leto 2004*, 6. januar 2005. Dostopen na <http://www.nevem.org/intervju.php?id=241> (19. september 2005).
91. *Probanka - družba za upravljanje*. Dostopna na http://www.probanka-dzu.si/Alfa_clanki.php?CID=3 (11. junij 2005).
92. Redakcija poslovnega dnevnika Finance (2005a): *Trenja glede ustavnosti preoblikovanja idov na javni obravnavi na ustavnem sodišču*, 19. april. Dostopna na <http://www.finance-on.net/show.php?ID=118150> (23. maj 2005).
93. Redakcija poslovnega dnevnika Finance (2005b): *Ustavno sodišče delno ugodilo pobudnikom presoje ustavnosti ZISDU*, 8. julij. Dostopna na <http://www.finance-on.net/show.php?ID=125766> (16. julij 2005).

94. Redakcija poslovnega dnevnika Finance (2002a): *Kaj prinaša predlog zakona o preoblikovanju pidov*, 9. december. Dostopna na <http://www.finance-on.net/show.php?ID=36948> (23. maj 2005).
95. Redakcija poslovnega dnevnika Finance (2002b): *ZISDU končno sprejet; urediti je treba še preoblikovanje pidov*, 29. november. Dostopna na <http://www.finance-on.net/show.php?ID=36437> (23. maj 2005).
96. *Register predpisov Republike Slovenije*. Dostopen na http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html (2. junij 2005).
97. *Slovenska odškodninska družba*. Dostopna na http://www.sodruzba.si/images/sod_home.jpg (18. september 2005).
98. *Uradni list Republike Slovenije*. Dostopen na <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200373&stevilka=3562> (2. junij 2005), <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200526&stevilka=890> (2. junij 2005).
99. *Vlada Republike Slovenije*. Dostopna na http://www2.gov.si/zak/Zak_vel.nsf/6cc0f8eb53e70b6ac1256611004e432b/c12563a400338836c1256bd8002d0ba3?OpenDocument&ExpandSection=1 (02. junij 2005).
100. Vzajemci.com (2005a): *Pregled trga: število vlagateljev v skladih*. Dostopno na http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php (29. september 2005).
101. Vzajemci.com (2005b): *Pregled trga: vplačila in izplačila v vzajemne sklade*. Dostopno na http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php (29. september 2005).
102. Vzajemci.com (2005c): *Uskladitve posebnih vzajemnih skladov z ZISDU-1*, 17. februar. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/text.php?id=5296> (16. julij 2005).
103. Urad vlade za informiranje: *Banke (lastništvo, privatizacija, združevanja)*, 13. december 2004. Dostopen na <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/339-76/> (24. september 2005).
104. Urad vlade za informiranje: *Splošno – bančništvo, finance, kapital, zavarovalništvo*, 13. december 2004. Dostopen na <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/334-75/> (30. september 2005).
105. Urad vlade za informiranje: *Splošno – bančništvo, finance, kapital, zavarovalništvo*, 13. december 2004. Dostopen na <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/329-75/> (5. april 2005).
106. Združenje lastnikov razlaščenega premoženja: *Predvideni primanjkljaj v Slovenski odškodninski družbi, pismo predsedniku vlade*, 13. september 2002. Dostopno na

http://www.zlrp-zdruzenje.si/predvideni_primankljaj_v_slovensk.htm (17. september 2005).

Zakoni

107. *Zakon o Agenciji Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo – ZAPP* (Ur. l. RS, št. 7/93, 4.2.1993).
108. *Zakon o denacionalizaciji - ZDen* (Ur. l. RS, št. 27/91, 29.11.1991).
109. *Zakon o gospodarskih družbah - uradno prečiščeno besedilo – ZGD-UPB1* (Ur. l. RS, št. 15/05, 17.01.2005).
110. *Zakon o gospodarskih javnih službah – ZGJS* (Ur. l. RS, št. 32/93, 17.06.1993).
111. *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – uradno prečiščeno besedilo – ZISDU-1-UPB1* (Ur. l. RS, št. 26/05, 15.3.2005).
112. *Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1A* (Ur. l. RS, št. 42/04, 23.4.2004).
113. *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-1* (Ur. l. RS, št. 110/02, 18.12.2002).
114. *Zakon o spremembi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-C* (Ur. l. RS, št. 26/99, 15.04.1999).
115. *Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-B* (Ur. l. RS, št. 10/98, 13.02.1998).
116. *Popravek zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-A* (Ur. l. RS, št. 32/97, 5.6.1997).
117. *Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU-A* (Ur. l. RS, št. 25/97, 9.5.1997).
118. *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje – ZISDU* (Ur. l. RS, št. 6/94, 13.3.1994).
119. *Zakon o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja – ZIOOZP* (Ur. l. RS, št. 49/99, 23.06.1999).
120. *Zakon o javnih skladih – ZJS* (Ur. l. RS, št. 22/00, 10.03.2000).
121. *Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP-C* (Ur. l. RS, št. 1/96, 12.1.1996).

122. *Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP-B* (Ur. l. RS, št. 31/93, 11.6.1993).
123. *Zakon o spremembah zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP-A* (Ur. l. RS, št. 7/93, 4.2.1993).
124. *Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij – ZLPP* (Ur. l. RS, št. 55/92, 20.11.1992).
125. *Zakon o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega nasilja – ZSPOZ* (Ur. l. RS, št. 18/01, 14.03.2001).
126. *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju – ZPIZ* (Ur. l. RS, št. 12/92, 13.03.1992).
127. *Zakon o prenosu pooblastil, pravic in obveznosti Slovenske razvojne družbe in o prenehanju delovanja Agencije Republike Slovenije za prestrukturiranje in privatizacijo – ZPPSRD* (Ur. l. RS, št. 50/04, 6.5.2004).
128. *Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – uradno prečiščeno besedilo – ZPSPID-UPB1* (Ur. l. RS, št. 26/05, 15.3.2005).
129. *Zakon o dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-B* (Ur. l. RS, št. 61/04, 4.6.2004).
130. *Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID-A* (Ur. l. RS, št. 58/02, 4.7.2002).
131. *Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb – ZPSPID* (Ur. l. RS, št. 50/99, 28.6.1999).
132. *Zakon o ratifikaciji Evropskega sporazuma o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije na drugi strani s sklepno listino ter protokola, s katerim se spreminja evropski sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi ter njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije na drugi strani – MESP* (Ur. l. RS, št. 13/97, 24.7.1997).
133. *Zakon o Skladu Republike Slovenije za razvoj – ZSRaz* (Ur. l. RS, št. 7/93, 4.2.1993).
134. *Zakon o Slovenskem odškodninskem skladu – ZSOS* (Ur. l. RS, št. 7/93, 4.2.1993).
135. *Zakon o trgu vrednostnih papirjev - uradno prečiščeno besedilo – ZTVP-1-UPB1* (Ur. l. RS, št. 26/05, 15.03.2005).

136. *Zakon o trgu vrednostnih papirjev – ZTVP* (Ur. l. RS, št. 6/94, 11.02.1994).
137. *Zakon o zadrugah – ZZad* (Ur. l. RS, št. 13/92, 20.03.1992).
138. *Zakon o spremembi zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe – ZZLPPO-B*(Ur. l. RS, št. 79/01, 10.10.2001).
139. *Zakon o spremembi zakona o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe – ZZLPPO-A* (Ur. l. RS, št. 12/99, 26.2.1999).
140. *Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe – ZZLPPO* (Ur. l. RS, št. 30/98, 16.4.1998).

Direktive Evropske Unije

141. *Direktiva Evropskega Parlamenta in Sveta o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje ali KNPVP* (85/611/EEC, 20.12.1985). Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).
142. *Direktiva Sveta o spremembah Direktive 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje glede naložbenih politik nekaterih KNPVP* (88/220/EC, 22.03.1988), slovenski prevod. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).
143. *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta, ki spreminja Direktivo 85/611/EGS na področju kolektivnih naložbenih podjetij za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje z namenom okrepitve nadzora varnega in skrbnega poslovanja* (95/26/EC, 29.06.1995), slovenski prevod. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).
144. *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive Sveta 85/611/EGS glede izmenjave podatkov s tretjimi državami* (2000/64/EC, 07.11.2000), slovenski prevod. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).
145. *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje, z namenom zakonsko urediti družbe za*

upravljanje in izvlečke prospektov (2001/107/EC, 21.01.2002), slovenski prevod. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).

146. *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje* (2001/108/EC, 21.01.2002), slovenski prevod. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=89> (28. oktober 2005).

Predlogi zakonov

147. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1A) – nujni postopek*. Letnik XXX. Št. 35. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 25. marec 2004, 3-57.
148. *Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) – nujni postopek*. Letnik XXVIII. Št. 103. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 25. oktober 2002, 3-76.
149. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-C) – hitri postopek*. Letnik XXV. Št. 9. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 19. februar 1999, 7-10.
150. *Predlog zakona o spremembi in dopolnitvi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-B) – hitri postopek*. Letnik XXIII. Št. 56. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 28. november 1997, 3-5.
151. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-A) – hitri postopek*. Letnik XXII. Št. 35. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 26. september 1996, 3-12.
152. *Predlog zakona o dopolnitvah zakona o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-B) – skrajšani postopek*. Letnik XXX. Št. 23. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 9. marec 2004, 15-19.
153. *Predlog zakona o spremembah zakona o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID-A) – hitri postopek*. Letnik XXVIII. Št. 44. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 25. april 2002, 7-12.

154. *Predlog zakona o zagotavljanju sredstev PID zaradi zamenjave ter sredstev za zbrane lastniške certifikate (ZZSPID) – hitri postopek.* Letnik XXII. Št. 36. Ljubljana: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, 3. oktober 1996, 3-5.

Odločba

155. *Odločba o ugotovitvi, da določbe 6. člena, drugega odstavka 13. člena, 18., 19., 20. in 27. člena, prvega in enajstega odstavka 51. člena ter 63. člena zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe niso v neskladju z ustavo in o ugotovitvi, da sta četrty in deveti odstavek 51. člena istega zakona v neskladju z ustavo* (Ur. l. RS, št. 12/2001, 23.02.2001).

Odlok

156. *Odlok o spremembah in dopolnitvah odloka o dodatnem premoženju, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate* (Ur. l. 99/2001, 07.12.2001).
157. *Odlok o spremembah in dopolnitvah odloka o dodatnem premoženju, ki se preda pooblaščenim investicijskim družbam za lastniške certifikate* (Ur. l. 76/2001, 28.09.2001) .

Sklep

158. *Sklep o sprejemu pobude in o začasnem zadržanju enajstega odstavka 237. člena zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* (Ur. l. RS, št. 73/2003, 29.07.2003).

Uredba

159. *Uredba o izdaji, razdelitvi in uporabi lastniških certifikatov* (Ur. l. RS, št. 40/1993, 17.07.1993).

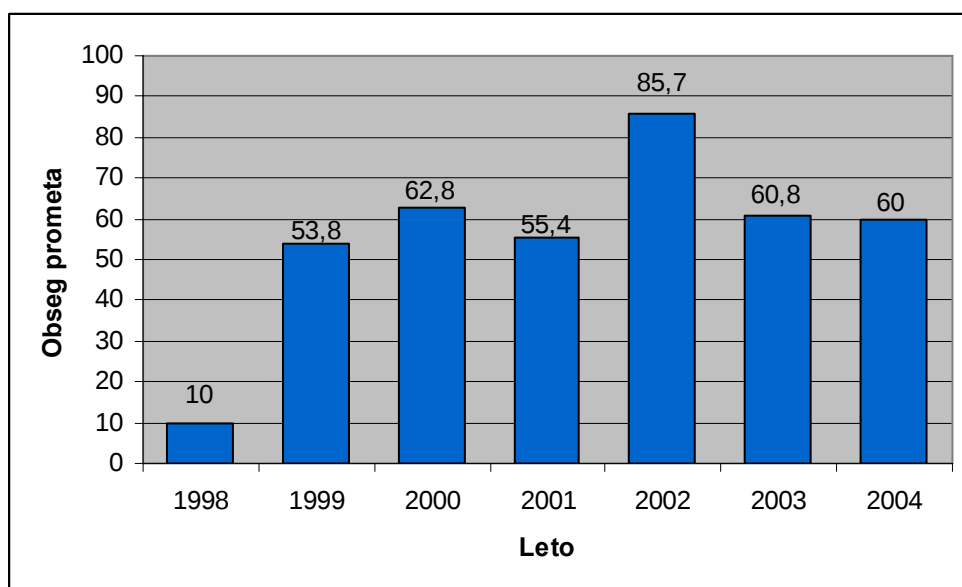
PRILOGA A

Tabela A.1: Obseg prometa (pooblaščenih) investicijskih družb v obdobju od leta 1998 do 2004 v mrd SIT

Leto	Obseg prometa (P)ID (v mrd SIT)
1997	0
1998	10
1999	53,8
2000	62,8
2001	55,4
2002	85,7
2003	60,8
2004	60

(Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Letno poročilo. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 12)

Graf A.4: Obseg prometa (pooblaščenih) investicijskih družb v obdobju od leta 1997 do 2004 v mrd SIT



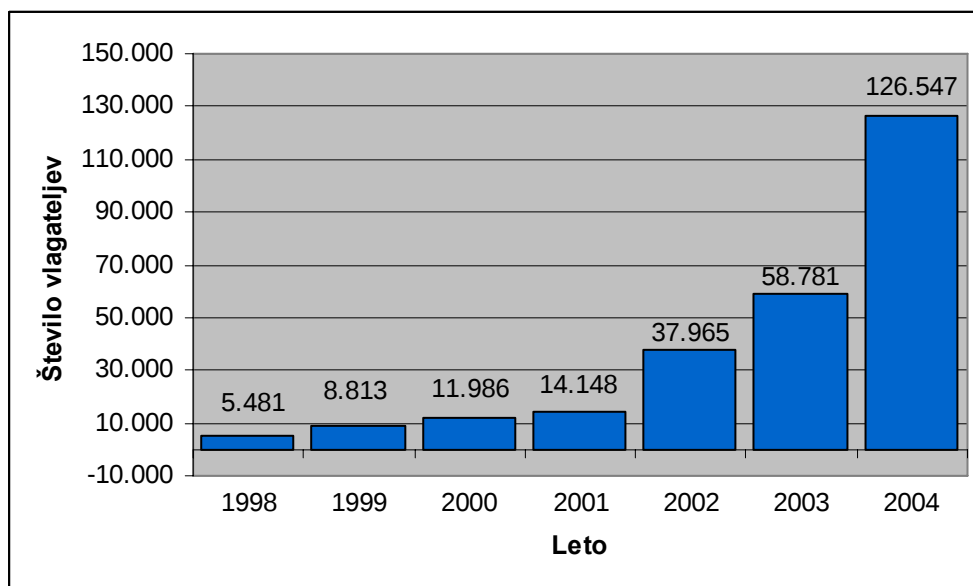
(Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Letno poročilo. Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ljubljana, 12)

Tabela A.2: Število vlagateljev v vzajemne sklade v obdobju od leta 1998 do 2004

Leto	Št. vlagateljev
1998	5.481
1999	8.813
2000	11.986
2001	14.148
2002	37.965
2003	58.781
2004	126.547

(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: število vlagateljev v skladih. Dostopno na http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php, 29. september 2005)

Graf A.5: Število vlagateljev v vzajemne sklade v obdobju od leta 1998 do 2004



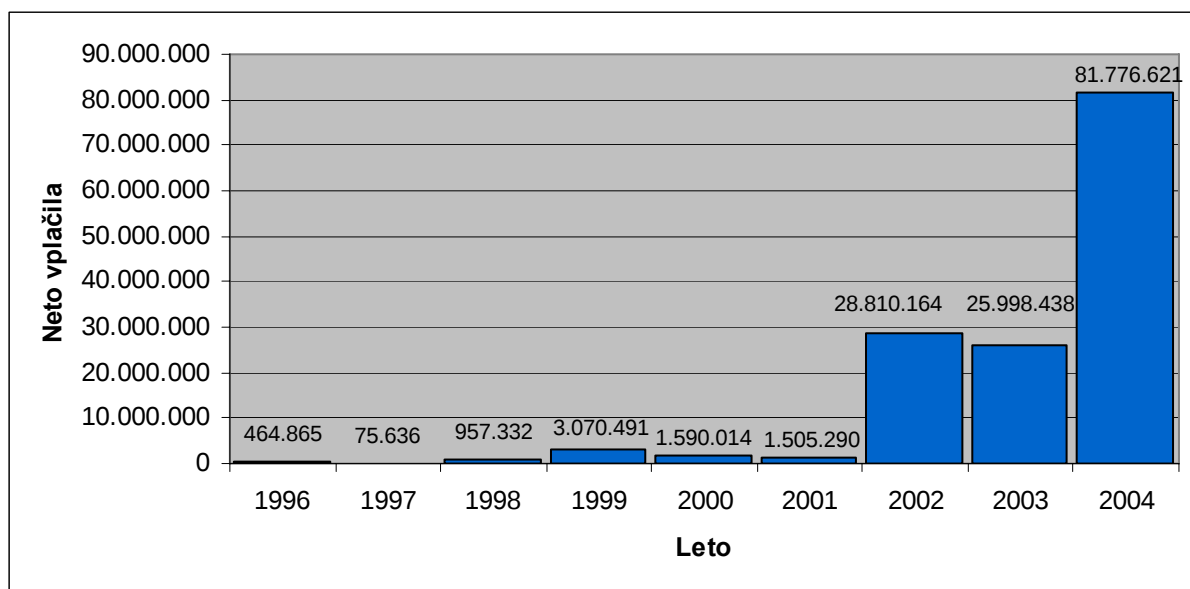
(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: število vlagateljev v skladih. Dostopno na http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php, 29. september 2005)

Tabela A.3: Neto vplačila v vzajemne sklade v obdobju od leta 1996 do 2004 v tisoč SIT

Leto	Neto vplačila v vzajemne sklade (v tisoč SIT)
1996	464.865
1997	75.636
1998	957.332
1999	3.070.491
2000	1.590.014
2001	1.505.290
2002	28.810.164
2003	25.998.438
2004	81.776.621

(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: vplačila in izplačila v vzajemne sklade. Dostopno na http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php, 29. september 2005)

Graf A.6: Neto vplačila v vzajemne sklade v obdobju od leta 1996 do 2004 v tisoč SIT



(Vir: Vzajemci.com (2005): Pregled trga: vplačila in izplačila v vzajemne sklade. Dostopno na http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php, 29. september 2005)