

UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE

MIHA ŽNIDARŠIČ

Mentor: doc. dr. ANDREJ RUS

PID-i

**POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE:
NASTANEK, VLOGA, PREOBLIKOVANJE IN PROBLEMI
Primer: Triglav steber 1**

Diplomsko delo

LJUBLJANA 2005

UVOD	4
1. INVESTICIJSKI SKLADI	6
1.1. Oblike investicijskih skladov	7
1.2. Investicijski skladi v ZDA	9
1.2.1. Davek na dobiček v ZDA	10
1.3. Investicijski skladi v Sloveniji	11
1.3.1. Družba za upravljanje – DZU	12
1.3.2. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP	13
1.3.3. Vzajemni sklad	13
1.3.4. Investicijska družba – ID	14
1.3.5. Pooblaščen investicijska družba – PID	15
1.3.6. Davek na dobiček v Sloveniji	16
2. PRIVATIZACIJA	18
2.1. Zbiranje sredstev v PID-e	20
2.2. Privatizacijska luknja	21
3. PREOBLIKOVANJE PID-ov	25
3.1. Statusne spremembe	25
3.1.1. Preoblikovanje v prave delniške družbe	25
3.1.2. Pripojitev skladov v okviru ene družbe	26
3.1.3. Pripojitve in sočasne razdružitve skladov v okviru ene same družbe	27
3.2. Preoblikovanje v pokojninske sklade	27
3.3. Preoblikovanje v investicijsko družbo – ID	28
3.4. Preoblikovanje v vzajemne sklade	28
3.5. Preoblikovanje v finančni holding	29
3.6. Prenehanje delovanja PID-ov z likvidacijo	30
4. PROBLEMI PID-ov	31
5. RAZLOGI ZA SPREJEM ZISDU-1	34
5.1. Uskladitev z evropskimi direktivami	34

5.2. Liberalizacija slovenskega kapitalnega trga	34
5.3. Zaščita malih delničarjev	35
5.4. Preoblikovanje PID-ov in ID-ov	35
5.1. Spremembe, ki jih prinaša ZISDU-1	37
6. PRIMER PID-a TRIGLAV STEBER 1	39
6.1. Nastanek PID-a TG1N	41
6.2. Preoblikovanje PID-a TG1N v ID TG1R	45
6.3. Preoblikovanje ID-a TG1R v vzajemni sklad	48
6.4. Pot certifikata do vzajemnega sklada	50
6.5. Vloga Triglava D.U., njegovih skladov, PID-ov in ID-ov v slovenskem gospodarstvu in politiki	52
SKLEP	54
LITERATURA	57
VIRI	58

UVOD

Oktober 2004 se je v redno delniško družbo Maksima Invest preoblikovala še zadnja pooblaščenca investicijska družba (v nadaljevanju PID) Maksima, s čimer se je končalo obdobje PID-ov, ki so bili pomemben del slovenske certifikatne privatizacije. V tem procesu so igrali zelo pomembno vlogo. Od njihovega nastanka, do danes pa so nastale mnoge napake, nekateri imajo še danes težave s preoblikovanjem v normalne investicijske sklade.

Moj namen je predstaviti nastanek, delovanje in preoblikovanje PID-ov od njihovega pojava v letu 1994 pa do danes, pojasniti kakšna je bila njihova vloga v preteklosti in kakšna je danes, ko so preoblikovani v investicijske družbe, nekateri pa celo že v vzajemne sklade.

Za lastnike certifikatov, ki so te vložili v PID-e, je bilo prvih nekaj let zelo burnih saj se je vrednost njihovih delnic nekaterih PID-ov zmanjšala za desetkrat v primerjavi s prvotno vrednostjo njihovega certifikata. V zadnjih letih je donosnost PID-ov in njihovih naslednikov ID-ov med najvišjimi med investicijskimi skladi v Sloveniji. Pa vendar je njihova vrednost še vedno v povprečju 20 odstotkov pod njihovo knjigovodsko vrednostjo, kar je dodatna motivacija za nove vlagatelje, saj se bo s preoblikovanjem v vzajemne sklade vrednost PID-ov izenačila s knjigovodsko. Vzroke za tako močan padec in potem kasnejši vzpon vrednosti bom prikazal v nalogi.

Hipotezi mojega diplomskega dela sta:

H1: Problemi, ki so se pokazali pri nastanku in vodenju PID-ov, so spodbudili državo, da uredi zakonodajo in pospeši preoblikovanje PID-ov.

H2: Zasebni interesi so bili tisti, ki so vplivali na to, da so bili PID-i tako različni od investicijskih skladov, kakršne pozna preostali razviti svet.

Pri dokazovanju obeh hipotez se bom opiral na teoretična izhodišča, slovensko zakonodajo in pisce raznih člankov, ki bodisi kritizirajo bodisi podpirajo delovanje ali pa zagovarjajo preoblikovanje PID-ov. Opiral se bom tudi na kronologijo dogodkov o preoblikovanju PID-ov

in spreminjanju zakona, ki je to področje urejal. Pri tem mi bo v pomoč empirična raziskava primera PID-a Triglav steber 1.

Naloga je vsebinsko sestavljena iz šestih delov. V prvem poglavju bom predstavil in opisal različne vrste investicijskih skladov v Sloveniji in jih na kratko primerjal z ameriškimi. V drugem bom predstavil privatizacijo v Sloveniji, ki je bila glavni "krivec" za nastanek PID-ov, kako so se zbirali lastniški certifikati državljanov Slovenije v PID-e ter nastanek in krpanje privatizacijske luknje. Tretje poglavje opisuje možnosti in dejanska preoblikovanja PID-ov od njihovega nastanka do danes, v četrtem pa so predstavljeni njihovi problemi v zvezi s PID-i.

V petem poglavju so predstavljeni; Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1), njegov nastanek, vzroki zanj in spremembe, ki jih prinaša v primerjavi s starim zakonom. V zadnjem, šestem poglavju bom podrobneje predstavil PID Triglav steber 1, ki je bil eden izmed največjih, njegov naslednik ID TG1R pa ima zdaj zelo dobre donose in se bo v kratkem preoblikoval v vzajemni sklad.

1. INVESTICIJSKI SKLADI

Investicijski sklad je skupek premoženja, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe, ki tvorijo portfelj sklada. »Investicijski sklad ustanovi, vodi in upravlja družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU), ki zbira denarna sredstva institucionalnih (pravnih oseb) in malih (fizičnih oseb) investitorjev. Vsak posamezni investitor je sorazmerni lastnik investicijskega sklada, ki ga vodi DZU, glede na delež vloženih denarnih sredstev« (Prohaska, 1999: 7).

Investicijski sklad je podjetje, 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. Gre torej za finančne institucije, ki pritegnejo kapital posameznikov z izdajo in prodajo lastnih vrednostnih papirjev. Imetniki teh lastniških papirjev imajo terjatev do skladov. Tako se skladi uvrščajo med nedenarne finančne institucije, saj posredujejo pri prenosu finančnih prihrankov v nedenarni obliki in ne sprejemajo vlog, ampak si zagotavljajo sredstva z izdajo lastnih vrednostnih papirjev. »Sredstva zbrana na tak način, potlej nalagajo predvsem v vrednostne papirje in sestavljajo svoja finančna premoženja (portfelje), za katere je značilna velika razpršenost naložb, ki zmanjšuje tveganost portfelja« (Fabozzi, Modigliani, 1992: 15).

Investicijski skladi s svojim mehanizmom omogočajo malim investitorjem izrabljanje prednosti ekonomije obsega in za njih opravljajo naslednje pomembne funkcije (Bodie, 1996: 102):

- **Strokovno upravljanje.** Družbe za upravljanje skladov imajo polno zaposlene borzne posrednike, analitike in druge specializirane kadre, ki so si z večletnim spremljanjem in aktivnim sodelovanjem na kapitalskih trgih pridobili znanji in izkušnje.
- **Diverzifikacija naložbe in razdeljenost lastništva.** Investicijski skladi omogočajo posameznemu vlagatelju z različnostjo in številnostjo naložb v vrednostne papirje in druge finančne naložbe doseganje večje razpršenosti kot pri individualnem investiranju. Koncentracija lastništva je zakonsko omejena, s čimer so zaščiteni interesi malih investitorjev.

- **Obveščanje, administracija in knjigovodstvo.** Upravljalci investicijskih skladov izdajajo za javnost in nadzorne organe poročila o svojem poslovanju ter s tem skrbijo za njegovo preglednost. S svojo informacijsko in administrativno službo vodijo ter ti zapisujejo izdajo investicijskih kuponov, distribucijo kapitalskih dobičkov in dividend iz naložb v premoženju, ki ga upravljajo.
- **Nižji transakcijski in drugi stroški.** Ker skladi trgujejo z večjimi svežnji vrednostnih papirjev, prihranijo pri borzno posredniških provizijah, kapitalski dobički pri prodajah vrednostnih papirjev skladov niso obdavčeni, saj le-ti niso pravne osebe.

1.1. Oblike investicijskih skladov

Investicijski skladi se med seboj razlikujejo predvsem glede na investicijsko politiko in cilje, stroške pristopa, izstopa in upravljanja, tveganje in z njim povezano volatilitnost ter unovčitev. Vsak ustanovitelj sklada mora naštetje značilnosti natančno opredeliti v prospektu in izvlečku prospekta sklada, ki mora biti na vpogled vsakemu morebitnemu vlagatelju. V osnovi lahko ločimo investicijske sklade glede na (Žnidaršič, 1999: 27):

- cilj, ki ga zasledujejo in je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v tak sklad;
- možnost oz. način unovčitve naložbe v tak sklad.

Glede na tveganje imajo investitorji možnost vlagati v tri osnovne vrste skladov (Rugg, 1986: 56):

- **Skladi agresivne rasti**, ki so z naložbeno politiko usmerjeni večinoma v hitro rast kapitala, posledica česar je špekulativno, agresivno in tvegano investiranje. Zanje je značilen hiter obrat portfelja, v katerem so ponavadi vrednostni papirji manjših, hitro rastočih podjetij, ki poslujejo v panogah, kjer so odločilnega pomena raziskave in razvoj.
- **Skladi zmerne rasti**, ki so usmerjeni v zmerno rast kapitala ob zmernem tveganju. Sredstva nalagajo v znana in že uveljavljena podjetja, ki so v zreli fazi svojega življenjskega cikla.
- **Skladi zadržane rasti**, ki poskušajo omejiti tveganje in ne dosejajo visoke rasti kapitala. Sredstva usmerjajo v naložbe s fiksnimi donosi, to je v dolžniške vrednostne papirje,

instrumente denarnega trga ali delnice tistih podjetij, ki konstantno izplačujejo sorazmerno visoke dividende.

V Sloveniji je bolj znan način delitve skladov glede na tveganje (KD Točka, 2004: 13):

- **Uravnotežen posebni vzajemni sklad**, kar pomeni, da investira pretežno v delnice in obveznice. Za te sklade se odločajo vlagatelji, ki ne marajo prevelikih nihanj vrednosti premoženja, vendar želijo realizirati višje donose, kot jih prinašajo obvezniški skladi (primer: Galileo).
- **Delniški posebni vzajemni sklad**, kar pomeni, da investira pretežno v delnice. Ti skladi so bolj občutljivi za vmesna nihanja vrednosti premoženja, zato pa so dolgoročno najdonosnejši in tako priporočljivi za tiste, ki jim je prvi cilj višji donos in jih nihanja vrednosti premoženja ne motijo (primer: Rastko).
- **Obvezniški vzajemni sklad**, kar pomeni, da investira pretežno v obveznice. Ti skladi vsebujejo predvsem obveznice, ki so varnejše, vendar manj donosne. Primerni so za vlagatelje, za katere je pomembna stabilna in umirjena rast njihovega premoženja, brez večjih nihanj (KD Bond).

Glede na unovčitev se investicijski skladi delijo v dve najosnovnejši obliki: **odprti in zaprti investicijski skladi**. Veliko več je odprtih skladov, ki po velikosti niso vnaprej omejeni z vplačanim kapitalom, ampak se lahko z vplačili vlagateljev širijo. Po drugi strani pa imajo investitorji oz. delničarji možnost, da sklad kadarkoli zapustijo, pri čemer jim ta izplača čisto vrednost sredstev njim pripadajočega premoženja. Velikost takšnih skladov s tem zmanjšuje. Cena kuponov se določa vsak dan sproti in je enaka čisti vrednosti sredstev na investicijski kupon. Cena tega kupona pa se vsak dan objavi v časopisih.

»Zaprte sklade imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala, ker je velikost sklada oz. število delnic določeno ob ustanovitvi in je fiksno. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami ne trgujejo z njimi. Lastnik proda in s tem unovči delnice zaprtega sklada na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev« (Žnidaršič, 1999: 28-31).
»Vrednost premoženja zaprtega sklada se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima tak sklad med svojimi naložbami. Lahko pa se poveča tudi z občasnimi

izdajami novih delnic. Cena delnice investicijskega sklada se oblikuje na sekundarnem trgu glede na povpraševanje in ponudbo. V večini primerov ni enaka čisti vrednosti sredstev na delnico« (Pinterič, 2002).

1.2. Investicijski skladi v ZDA

Investicijski skladi v ZDA so pod nadzorom komisije za vrednostne papirje (*Securities and Exchange Commission*). Regulative so bile uzakonjene v zakonu Investemts Company Act leta 1940 in natančno opredeljujejo način poštenega poročanja in objavljanja podatkov in poslovanja skladov javnosti, načine poročanja v zvezi z opravljenimi transakcijami, to je nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, nadzornim organom ter potrebno diverzifikacijo portfelja. Zakonodajalec je v tem zakonu zagotovil tudi ustrezno zaščito malih vlagateljev z ureditvijo področja trženja investicijskih skladov. (glej Kidwell, 1997: 615)

»Investments Company Act deli investicijska podjetja na Unit Investments Trusts (v nadaljevanju UIT) in Managed Investments Companies. Značilnost prvih je fiksni portfelj, ki ga ustanovitelj ne upravlja, medtem ko je za druge značilno tekoče upravljanje sredstev sklada« (Bodie, 1996: 102).

UIT ponavadi ustanovi borzno posredniška družba, ki z nakupi različnih vrednostnih papirjev, v 90 odstotkih so to papirji s fiksnimi donosi, ustvari oziroma sponzorira portfelj sklada. Tega razdeli na fiksno število enot, ki jih javno prodaja potencialnim investitorjem, na tržno vrednost enote pa si pribije določeno premijo, ki se giblje okrog treh odstotkov. Dobički iz naslova dividend, obresti obveznic in obresti drugih finančnih naložb sklada se redno izplačujejo vlagateljem sorazmerno z njihovim lastništvom enot. UIT so primerni za vlagatelje, ki želijo sklad z natančno določenim tipom vrednostnih papirjev, saj so portfelji UIT v večini zelo uniformni. Pomembna razlika med UIT in vzajemnimi skladi je tudi ta, da je zapadlost UIT znana in določena vnaprej in ponavadi odvisna od ročnosti vrednostnih papirjev, ki jih ima med naložbami sklada. (glej Oražem, 2003: 6)

Managed Investments Companies se najprej delijo na odprto in zaprto obliko skladov. Najbolj razširjena (odprta) oblika so v ZDA vzajemni skladi (ang. Mutual Funds), ki predstavljajo 95,5 odstotka vrednosti sredstev vseh investicijskih skladov. Njihov portfelj aktivno upravlja upravljavec sklada, ki mora na zahtevo investitorja v vsakem trenutku izplačati vrednost njegovega premoženja po trenutni tržni vrednosti enote sklada. Ta se dnevno izračunava glede na enotne tečaje vrednostnih papirjev in tržno vrednost preostalih sredstev v aktivih sklada. V zaprti tip uvrščamo tako imenovane Exchange Traded Funds (v nadaljevanju ETF), s katerimi se trguje na sekundarnem trgu. ETF so tako imenovani indekсни skladi, njihova donosnost je vezana na določen borzni indeks, saj je sestava naložb v teh skladih enaka sestavi naložb v določenem borznem indeksu. (glej Nasdaq ETF Family, 2003)

Ureditev investicijskih skladov v svetu je zelo različna. V državah EU se niso odločili uskladiti tega področja tako, kot so to storili na drugih področjih finančnega sistema, npr. v bankah in zavarovalnicah. Z direktivami o investicijskih skladih tako niso predpisali minimalnih standardov za ustanavljanje, poslovanje in prenehanje delovanja. Namesto tega so v Direktivi o investicijskih skladih in družbah za upravljanje predpisali pogoje s katerimi so opredelili skupni imenovalec in ki jih morajo posamezni skladi izpolnjevati, da lahko prosto tržijo enote svojih skladov v državah članicah Evropske unije. Pri tem oblike organiziranosti niso uskladili, temveč so jo prepustili pravnim ureditvam posameznih držav članic. (glej Poročevalec, št. 103/02, : 12)

1.2.1. Davek na dobiček v ZDA

V ZDA so rezidenti, ki imajo najmanj eno leto v lasti vrednostni papir ali depozit na banki, zavezani k plačilu davka na dobiček v višini do 20 odstotkov. Če so davčni zavezanci najnižjega dohodkovnega razreda, je maksimalna davčna stopnja 10 odstotkov. Če je ročnost finančnega instrumenta daljša od petih let, se davčna stopnja znižuje na 18 oz. 8 odstotkov (najnižji dohodkovni razred). Dividende in obresti so obdavčene s 30-odstotno davčno stopnjo, pri čemer so izvzete obresti na državne obveznice. K plačilu 30-odstotnega davka na kapitalski dobiček so zavezani tudi kratkoročni vlagatelji, ki imajo v lasti vrednostni papir manj kot eno leto. Stroški, povezani z nakupom vrednostnih papirjev (provizije borznega posredovanja, borze in skrbništva), se uvrščajo v postavko davčnih olajšav. Kapitalska izguba

je odbita na postavko pri kapitalskem dobičku. Če neto kapitalska izguba preseže 3000 USD, se lahko prenese v naslednje leto. (glej *Evropean tax Handbook*, 2000)

»Nerezidenti so v ZDA oproščeni davka na dobiček, s 30-odstotno stopnjo pa so obdavčene obresti in dividende, katerih plačilo davka se izvede avtomatično, ko skrbnik izplača dividendo« (*Evropean tax Handbook*, 2000). Za nerezidente so tako najbolj privlačna oblika investiranja vrednostni papirji, katerih izdajatelji ne izplačujejo dividend oz. je njihova dividendna donosnost nizka. Delež nerezidentov v ameriških vzajemnih skladih predstavlja samo en odstotek vseh varčevalcev oz. lastnikov točk vzajemnih skladov, zaradi 30-odstotne obdavčljivosti dobičkov. Mnogo bolj privlačni za nerezidente so indeksni skladi, ki kotirajo na ameriških borzah. Poleg nizkih provizij je njihova prednost ta, da so kapitalski dobički, ustvarjeni z njimi, neobdavčljivi, nizke dividende pa se obdavčujejo tako kot pri delnicah. Slovenski vlagatelji na ameriški kapitalski trg morajo izplačilo dividend prijaviti na Davčno upravo Republike Slovenije (v nadaljevanju DURS) v 14 dneh, njihovo akontacijo pa pozneje tudi v napoved za dohodnino. Dobičkov, doseženih z vrednostnimi papirji, slovenskim vlagateljem ni treba prijavljati na DURS. (glej Oražem 2003: 43)

1.3. Investicijski skladi v Sloveniji

Tretjega januarja 2003 je v Sloveniji začel veljati Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je nadgradil predhodno zakonodajo. Novi zakon bom podrobneje predstavil v nadaljevanju naloge, in sicer v petem poglavju.

Struktura investicijskih skladov v Sloveniji vključuje poleg vlagateljev družbo za upravljanje (DZU) in banko skrbnika. DZU je v primeru upravljanja vzajemnega sklada dolžna izpolnjevati obveznosti iz pravil upravljanja. Vlagatelj se ob podpisu pristopne izjave vzajemnega sklada zaveže, da je seznanjen s pravili upravljanja sklada, ki ga upravlja DZU. Poleg odprtih, vzajemnih skladov lahko DZU upravlja tudi zaprte investicijske sklade, ki jih ZISDU-1 opredeljuje kot investicijske družbe (v nadaljevanju ID), in pooblaščne investicijske družbe (PID). Z zaprtimi investicijskimi skladi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma na Ljubljanski borzi. V nasprotju z vzajemnimi skladi so pri ID-

ih in PID-ih vse pomembnejše odločitve sprejete na skupščini delničarjev z glasovalno večino. Nad tekočim upravljanjem sredstev sklada, poravnavo pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev ter izdajo dokumentov iz omenjenih poslov izvaja nadzor banka skrbnica. Če banka izpolnjuje zakonske pogoje, lahko poleg skrbništva opravlja tudi funkcijo depozitarja oziroma hrambe vrednostnih papirjev sklada. Nadzor nad skrbnikom vrši Banka Slovenije, posredno pa prek zakonsko določenih poročil tudi Agencija za trg z vrednostnimi papirji (v nadaljevanju ATVP). ATVP izda DZU licenco za opravljanje storitev upravljanja investicijskega sklada, nadzoruje izvajanje teh storitev DZU ter preprečuje in ukrepa zoper morebitne nepravilnosti. Mnenje o izpolnjevanju ustreznih tehničnih in organizacijskih pogojev DZU izdajajo ATVP-ju neodvisne revizijske hiše.

1.3.1. Družba za upravljanje – DZU

»DZU je lahko organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Opravljati ne sme nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov. V primeru, da DZU upravlja vsaj en investicijski sklad, lahko opravlja tudi storitev upravljanja premoženja dobro obveščenih vlagateljev« (ZISDU-1, 2. odstavek 16. člena).

V skladu z zakonom lahko DZU z dovoljenjem ATVP prenese svoje storitve upravljanja na drugo DZU, o čemer morajo biti obveščeni vsi vlagatelji sklada, ki jih upravlja DZU. DZU mora imeti najmanj dvočlansko upravo in pet redno zaposlenih ljudi, ki morajo izpolnjevati pogoje o izobrazbi in izkušnjah, navedene v ZISDU-1. Poslovati mora izključno v interesu svojih investitorjev in ne sme v svojem imenu sklepati nobenih poslov, ki so v interesu uprave, zaposlenih ali oseb povezanih z DZU. Skrbeti mora za kapitalsko ustreznost in izpolnjevati merila omejevanja naložb, ki jih predpisuje zakon (ZISDU-1), drugače ji lahko v primeru resnejših kršitev ATVP odvzame licenco za upravljanje sklada. (glej ZISDU-1, 205. člen)

»DZU lahko prek svoje podružnice upravlja sklade tudi izven območja Republike Slovenije, o čemer mora prej dobiti soglasji ATVP in ustreznega nadzornega organa v državi, kjer želi podružnico ustanoviti. DZU mora za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom

skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Posamezen investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika njegovega premoženja« (ZISDU-1, 53. člen). Skrbnik in DZU morata delovati neodvisno in kakršno koli odstopanje oz. sum glede poslov, ki niso v skladu z zakonom, prijaviti AVTP. Za preglednost in javnost podatkov o naložbeni politiki, investicijskih ciljih, svojih obveznosti, do vlagateljev in drugih organov ter ne nazadnje poslovnih rezultatov, ki jih upravlja, mora DZU zagotoviti dostopnost nekaterih publikacij oz. informacij vlagateljem. Med najpomembnejšimi so prospekt sklada, izvleček prospekta, pravila upravljanja, revidirano letno in polletno poročilo, javna objava VEP (vrednost enote premoženja sklada) v dnevnem časopisju in drugih javnosti dostopnih medijih, javna objava podatkov o vrsti in sestavi naložb ter objava vseh poslovnih dogodkov, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno investicijskih kuponov družbe.

1.3.2. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP

Leta 1994 je bila z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev. Njena naloga je nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter nadzor nad njihovim poslovanjem.

ATVP lahko v primeru hujših kršitev upravljanja PID-ov, ID-ov in skladov prenese njihovo upravljanje na drugo pooblaščen DZU. V skrajnem primeru pa lahko začne postopek likvidacije investicijskega sklada.

1.3.3. Vzajemni sklad

»Vzajemni sklad je investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja, in ki ga upravlja družba za upravljanje. Vzajemni sklad ni pravna oseba« (ZISDU-1, 112. člen). Investitor dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon, hrani ga DZU ali skrbnik, in je lahko prenosljiv ali neprenosljiv imenski vrednostni papir. Investicijski kupon predstavlja število točk sklada, ki je odvisno od vloženega zneska in zadnje objavljene vrednosti enote premoženja sklada (v

nadaljevanju VEP). VEP je čista vrednost aktive vzajemnega sklada, deljena s številom izdanih točk. Zaradi možnosti prostih nakupov in prodaj točk skladov se sredstva vzajemnih skladov spreminjajo in niso fiksna.

Vzajemni sklad je kot odprti tip investicijskega sklada s stališča razpršitve premoženja in s tem tveganja, transparentnosti in javnosti poslovanja ter likvidnosti najprivlačnejša dolgoročna oblika varčevanja za male investitorje. ZISDU-1 natančno določa omejitve, ki jih imajo DZU glede naložb, obveznosti DZU, ki jih imajo v obliki poročanja javnosti in nadzornim organom, višino in vrsto provizij in druge odredbe, ki so sprejete za zagotavljanje varnosti in zaščite interesov malih investitorjev. Sredstva vlagateljev lahko vzajemni sklad naloži v skladu s svojo investicijsko politiko, ki jo mora natančno opredeliti v prospektu sklada, izvlečku prospekta in pravilih upravljanja.

1.3.4. Investicijska družba – ID

Investicijska družba je posebna vrsta investicijskega sklada, ki je organizirana kot delniška družba, za katero se uporablja določila Zakona o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD), razen v delih, ki jih ZISDU-1 ne ureja drugače. Investicijske družbe na primer nimajo uprave, ker jih upravlja DZU, imajo pa nadzorni svet. Zakon zahteva za investicijsko družbo najnižji osnovni kapital v višini 200 milijonov SIT, vse delnice pa morajo biti navadne in istega razreda. Z njimi se trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev po tržni ceni, ki jo določata ponudba in povpraševanje.

ID-i so zakonsko urejeni kot zaprti skladi, kar pomeni, da nimajo obveze odkupovati svojih delnic na zahtevo imetnikov. Naložbena politika ID-ov je omejena, in sicer v netržnih vrednostnih papirjih je lahko do 20 odstotkov naložb, naložbe v istega izdajatelja ne smejo presežati 10 odstotkov, dolgoročno zadolževanje pa je omejeno na petletno obdobje. Kot pri vzajemnih skladih ima tudi pri ID-ih posamezna fizična ali pravna oseba v lasti največ pet odstotkov vsega premoženja oz. delnic posameznega ID-a, sicer sledijo sankcije.

DZU, ki upravlja investicijsko družbo, pripada po zakonu po novem zakonu upravljavska provizija v višini do 1,5 odstotka povprečne letne čiste vrednosti ter povrnitev ustanovitvenih stroškov v višini do treh odstotkov vplačil za primarno izdajo delnic. Ob prilagoditvi z ZISDU-1 bodo DZU investicijskih družb morale skleniti pogodbeno razmerje s skrbnikom. Rok za prilagoditev je bil do konca leta 2004, medtem ko imajo za prilagoditev naložb štiri leta časa. (glej ZISDU-1, 236. člen) V naslednjem koraku se bodo morali vsi ID-i, ki so se uskladili z zakonom, v štirih letih preoblikovati v odprte vzajemne sklade.

ID-i niso v celoti usklajeni z evropskimi direktivami, zato ne bodo mogli tržiti svojih storitev v vsej EU. To pa ne pomeni, da so v nasprotju z evropskim pravnim redom, temveč le, da nimajo neposrednega dostopa na trg drugih članic EU. (glej More, 2003: 15)

1.3.5. Pooblaščen investicijska družba – PID

PID je posebna oblika investicijske družbe in je prehodnega značaja. Ustanovljena je bila z namenom javnega zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so bile izdane in prenesene na Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju. PID je lahko ustanovila le pooblaščen družba za upravljanje (v nadaljevanju PDZU), ki je dobila posebno dovoljenje za upravljanje PID-a od Agencije za trg vrednostnih papirjev. Lahko so ustanovili enega ali več PID-ov. Po osnovni shemi za razdelitev družbenega kapitala je pripadalo PID-om 20 odstotkov družbenega kapitala. Pozneje so PID-i investirali tudi v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, v denarna sredstva, nepremičnine in kratkoročne finančne naložbe. Najnižji znesek osnovnega kapitala PID-a je 100 milijonov SIT, najvišji pa 10 milijard SIT. Hkrati pa je bila ob ustanovitvi uprava pooblaščen, da je povečala osnovni kapital za pet odstotkov zneska osnovnega kapitala ob ustanovitvi PID-a z izdajo novih delnic pooblaščen družbi za upravljanje namesto plačila provizije. (glej ZISDU, 134. člen)

Drugače kot običajni ID-i, so PID-i zbirali denarna sredstva in lastniške certifikate ter jih nalagali v delnice podjetij. Lastniški certifikati so se zbrali z izdajo delnic pooblaščen investicijske družbe. Vendar delnice PID-a v nasprotju z delnicami rednega ID-a niso bile

prenosljive s pravnimi posli med živimi, dokler se niso uvrstile v kotacijo na borzi. Delnice PID-a so morale biti vplačane v celoti pred vpisom v sodni register. Rok za vpis in vplačilo je bil šest mesecev od dne, ko je bil določen začetek vpisovanja. Če PID ni zbral zadostnega števila certifikatov, je bila ustanovitev neuspešna. (glej ZISDU, 137. člen) Kljub temu imajo nekateri v svoji aktivni premalo tržnih naložb v močnejša podjetja, v katerih so delnice likvidne, zato tem PID-om v žargonu pravijo prazni.

»PDZU je bila upravičena do povrnitve dejanskih stroškov ustanovitve PID-a, ki niso smeli presegati pet odstotkov vrednosti osnovnega kapitala ob ustanovitvi PID-a« (ZISDU, 136.člen). Poleg tega ima PDZU pravico do provizije za upravljanje PID-a, ki pa na leto ne sme presegati treh odstotkov povprečne čiste vrednosti PID-a. Ker pa je zakon predvideval možnost likvidnostnih težav, je določil tudi to, da se del provizije za upravljanje v višini enega odstotka povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID-a ne sme izplačati v denarju, ampak z izdajo novih delnic. PDZU pa se s pogodbo zaveže, da teh delnic ne bo prodala, dokler upravlja PID ali dokler se te delnice ne uvrstijo v kotacijo na borzi, in da ne bo uveljavljala pravic upravljanja iz delnic v tem obdobju. (glej ZISDU, 139. člen)

Med ustanovitelji PID-ov so imele družbe za upravljanje glede na dejavnost v povprečju 41-odstotni delež banke in druge finančne institucije, 15-odstotni delež so imele zavarovalnice, 20-odstotnega druge pravne osebe ter 24-odstotni delež fizične osebe. (glej Žnidaršič, 1999: 70)

1.3.6. Davek na dobiček v Sloveniji

V Sloveniji je 1. 1. 2005 začela veljati nova davčna zakonodaja, ki vplival na dobičke vlagateljev v investicijske sklade.

Dobiček, ustvarjen v vzajemnem skladu, se po novi davčni zakonodaji deli na štiri dele, in sicer na kapitalske dobičke, dividende, obresti in drugo. Kapitalski dobički nastanejo kot posledica rasti cene vrednostnih papirjev v portfelju sklada in se vštejejo v davčno osnovo, če je od prodaje do nakupa točk vzajemnega sklada minilo manj kot tri leta. Dividende so vedno

obdavčene in grede v davčno osnovo, zmanjšane za 35 odstotkov. Obresti so obdavčene nad zneskom 300 tisoč SIT in se prištejejo tistim, ki so ustvarjene v drugih kvalificiranih vzajemnih skladih, bančnih depozitih ali dolžniških vrednostnih papirjih. (glej Korenjak, 2005)

2. PRIVATIZACIJA

V Sloveniji se je v začetku 90-ih let po osamosvojitvi začel postopen prehod v tržno gospodarstvo, tako kot v drugih vzhodno-srednjeevropskih državah, zaradi spremembe političnega, ekonomskega in gospodarskega sistema.

»Privatizacija naj bi pomenila neposredno prodajo javnega sektorja privatnim fizičnim ali pravnim osebam. S tem posegom naj bi država dosegla predvsem izboljšanje konkurenčnosti gospodarstva, zmanjšanje svojega proračunskega deficita, omejitev sindikalne moči ter izboljšanje kvalitete izdelkov in raznovrstnejšo ponudbo le teh« (Kovač, 1993: 17).

Privatizacija pomeni zelo kompleksen abstraktno teoretski in konkretno zgodovinski proces, ki se je v razvitih tržnih državah izkazal kot prehod iz industrijske k post industrijski družbi, v socialističnih državah kot način uveljavitve ekonomskih reform in v najmanj razvitih državah kot strategija razvoja. Privatizacija lahko postane metafora družbenih sprememb sodobne civilizacije, ki je objektivno nujno ambivalentna in protislovna in nosi v sebi dva temeljna problema sodobne družbe: ekonomsko učinkovitost in politično pravičnost. (Kovač, 1990: 707)

Tako je bil leta 1992 sprejet Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (v nadaljevanju ZLPP, Uradni list RS, 55/92), ki je uredil lastninsko preoblikovanje podjetij z družbenim kapitalom v podjetja z zasebnim kapitalom. »Lastninsko preoblikovanje podjetja po tem zakonu pomeni spremembo podjetja z družbenim kapitalom v podjetje z znanimi lastniki na celotnem trajnem kapitalu preoblikovanega podjetja« (17. člen ZLPP, 1992).

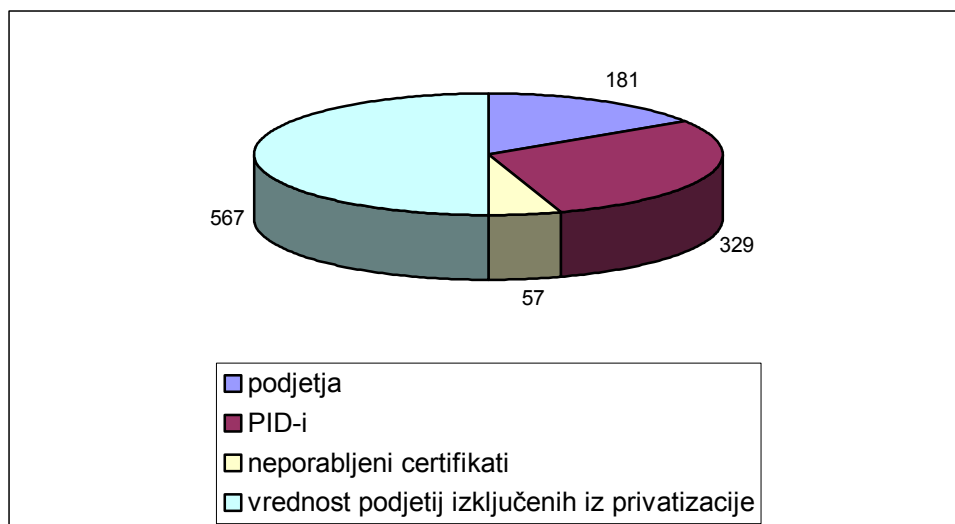
Osnovni cilj lastninjenja je bilo iskanje lastnikov za družbeno premoženje in pretvorba le-tega v državno in zasebno lastnino. S tem naj bi se povečala učinkovitost gospodarstva. Tako so državljani Republike Slovenije dobili na dan 5. 12. 1992 lastniške certifikate oziroma evidenčne račune pri službi družbenega knjigovodstva. Zneski so se gibali od 100.000 do 400.000 tolarjev. Osnova za njihovo velikost je bila starost državljana in njegova delovna doba

na omenjeni datum. V PID-e je preko privatizacije investiralo 1.300.000 delničarjev (65 odstotkov prebivalstva). (glej Žnidaršič, 1999: 58)

Med podjetji, ki so izpadla iz prvega kroga privatizacije, so bile banke, zavarovalnice, kmečke zadruge, zadolžena podjetja in podjetja posebnega družbenega pomena, kot so javna podjetja, železnice ... Po ugotovitvah vlade je bila vrednost izključenih podjetij približno enaka vrednosti 1597 podjetij iz prvega kroga privatizacije.

»Vlada je ocenila, da je knjigovodska vrednost družbenega kapitala znašala na dan 1.1.1993 850 milijard SIT. Skupna masa certifikatov, ki so bili razdeljeni med državljane RS, je znašala 567 milijard SIT »(Toplak, 1997a). »Državljeni so v PID-e vložili 329 milijard SIT, v podjetja pa 181 milijard. Neporabljenih pa je iz različnih razlogov ostalo 57 milijard SIT izdanih certifikatov« (Žnidaršič, 1999: 49).

Slika 2.1: Vrednost vloženih certifikatov v milijardah ob privatizaciji v Sloveniji.



Osnovna shema za razdelitev družbenega kapitala državljanom RS je bila naslednja:

- 40 odstotkov družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom, od tega:
 - 20 odstotkov Skladu za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam,

- 10 odstotkov Odškodninskemu skladu (SOD) za pokrivanje finančnih potreb v denacionalizacijskih postopkih,
- 10 odstotkov Kapitalskemu skladu (KAD) pokojninskega in invalidskega zavarovanja.
- 20 odstotkov družbenega kapitala je bilo namenjenega interni razdelitvi delnic v zameno za lastniške certifikate, ki jih je izdala Republika Slovenija vsem svojim državljanom.
- 40 odstotkov družbenega kapitala je bilo namenjenega privatizaciji z metodami, ki jih določa zakon, oziroma z njihovo kombinacijo: notranjim odkupom delnic, prodajo delnic podjetja ter posebno metodo prodaje vseh sredstev podjetja.

(Žnidaršič, 1999: 43)

Zakon je določil sedem metod lastniškega preoblikovanja podjetij (Žnidaršič, 1999: 44-46).

- prenos navadnih delnic na sklade
- interna razdelitev delnic
- notranji odkup delnic
- prodaja delnic podjetja (javni razpis z zbiranjem ponudb, javna prodaja delnic, javna dražba)
- prodaja vseh sredstev podjetja
- preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala
- prenos na sklad Republike Slovenije za razvoj (PID-i).

2.1. Zbiranje sredstev v PID-e

Na Sklad RS za razvoj je podjetje po zakonu moralo prenesti 20 odstotkov delnic, poleg tega pa še vse delnice, ki so mu po izbranih metodah ostale. Sredstva so se iz sklada ponudila pooblaščenim investicijskim družbam. Te so s certifikati, ki so jih pridobile od državljanov RS, od sklada odkupovale delnice podjetij, ki so se lastninsko preoblikovala.

Kot zadnjo možnost so državljani lahko svoje certifikate vložili v pooblaščne investicijske družbe (PID-e), ki naj bi oblikovale razpršen portfelj slovenskih podjetij. S tem niso kupili delnic nekega določenega podjetja, ampak posredno delnice več podjetij, ki jih je v svojem portfelju imel PID. V zameno za certifikate so državljani dobili delnice PID-a. PID-i so zbrali 58 odstotkov vseh izdanih certifikatov, 30. 6. 1997 je svoje lastniške certifikate vanje v celoti ali deloma vložilo 1.351.474 delničarjev, kar je 67 odstotkov vseh imetnikov lastniških certifikatov. (glej Žnidaršič, 1999: 137)

Večji del certifikatov se je porabil za nakup delnic PID-ov, kar pa ni čudno, če upoštevamo, da so bile možnosti za nakup podjetij omejene. Možnost nakupov nekaterih delnic podjetij je bila namreč vezana na zaposlitev v podjetju, po drugi strani pa je bila možnost porabe certifikatov javnih podjetij omejena, saj teh delnic enostavno ni bilo dovolj. Nekateri investitorji so se za naložbo v PID-e odločili zaradi pomanjkanja znanja.

Za PID-e je bilo rezerviranega 20 odstotkov kapitala vsakega podjetja. Samo če, da se prek notranjih razdelitev ali javnih ponudb ni razdelilo celotnega deleža kapitala posameznega podjetja, rezerviranega za te metode, je PID-om ostalo več kot 20 odstotkov kapitala. Ker so državljani v večini donosnih podjetij vpisali ves razpoložljivi delež, je za PID-e ostalo le 20 odstotkov kapitala teh podjetij, v neperspektivnih podjetjih pa tudi do 80 odstotkov kapitala. Položaj pa je bil za PID-e še slabši. Državljani so na javnih ponudbah dobrih podjetij plačevali maksimalno premijo 30 odstotkov nominalne vrednosti kapitala, PID-i pa so v boju za kapital plačevali do 200-odstotno premijo.

2.2. Privatizacijska luknja

Privatizacijska luknja je presežek povpraševanja izdanih lastniških certifikatov nad ponudbo – obsegom družbenega kapitala, ki se je lastnil. Njene posledice so se v celoti pokazale ravno na PID-ih, saj so ti svoje delnice prodajali za certifikate ne glede na to, da zanje ni bilo sredstev za pokritje. PID-i so nabrali več certifikatov, kot so jih lahko porabili, Sklad za razvoj pa jim ni mogel ponuditi odkupa družbenega premoženja, ker je bilo že v celoti

privatizirano. Ker je zmanjkalo premoženja za tiste, ki so vložili certifikat v PID-e, je nastala privatizacijska luknja.

Privatizacijsko luknjo so povzročili naslednji dejavniki (Žnidaršič, 1999: 164):

- Izdaja večjega obsega certifikatov, kot je bilo prvotno predvideno, zaradi pritiskov; naj se posameznemu državljanu izda več certifikatov.
- Dodatno dana možnost, da se za del družbenega kapitala kot plačilno sredstvo uporabijo zadolžnice – potrdila za neizplačani del osebnih dohodkov na dan 1. 1. 1993. Pri čemer višina teh terjatev ob sprejemu te možnosti ni bila natančno znana.
- Netočno določeno število podjetij in višina kapitala:
 1. Po prvih podatkih naj bi se lastnilo več kot 2000 podjetij, v resnici pa se jih je 1597. Obseg družbenega kapitala, npr. holdinga in njegovih hčera namreč dvojno obračunavalo. Poleg tega so zaradi dolgotrajnega procesa privatizacije šla nekatera podjetja v stečaj, preden so se lastninsko preoblikovala.
 2. Edina znana vrednost podjetij ob sprejemanju zakona je bila knjigovodska vrednost na dan 31. 12. 1992. Vrednost, ki je bila osnova za lastninsko preoblikovanje, pa so podjetja lahko popravila in je bila manjša od knjigovodske.
- Dodatno znižanje ponudbe družbenega kapitala so prinesli dani popusti za nakup delnic v notranjem odkupu (do 50 odstotkov).
- Izločitev sredstev po zakonu o denacionalizaciji iz družbenega premoženja.
- Izločitev deležev države na podlagi Zakona o gospodarskih javnih službah in družbenega premoženja.

Kljub navedenim dejavnikom pa privatizacijska vrzel ne bi imela takega obsega, če:

- ne bi bil dosežen dogovor med DZU-ji o enotnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj. V tem primeru bi se delnice podjetij prodajale po bistveno nižjih cenah od tistih, ki so bile prvotno ponujene za odkup. Na dražbah, ki so potekale pred omenjenim dogovorom, so namreč PID-i plačevali do 200 odstotkov premije;

- DZU ne bi odklonile nakupa posameznih delnic po cenah, ki so bile nerealno visoko postavljene.

»Mnenje nekaterih je, da se je pojav problemov, ki so pripeljali do primanjkljaja, lahko predvidel že ob določanju o načinu privatizacije. Odgovorni pa so to namenoma ali iz malomarnosti spregledali. Zato zgoraj navedeni dejavniki ne morejo biti opravičilo za nastanek privatizacijske luknje. Ključni razlog primanjkljaja je torej že sistemski: v temelju zgrešen način odprave družbene lastnine podjetij« (Ribnikar, 1996: 2).

Prvo obsežno analizo poteka privatizacije je Agencija za privatizacijo izvedla v začetku leta 1996. Analiza je bila javnosti prikazana 11. 3. 1996, na podlagi nje pa je bila privatizacijska luknja ocenjena na 86,7 milijarde SIT izraženo v vrednosti na dan 1. 1. 1993.

»Natančno vrednost privatizacijske luknje je bilo možno oceniti šele po koncu procesa privatizacije družbene lastnine, ko je bila z *Zakonom o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe* (v nadaljevanju ZZLPPO) aprila 1998 iz bilanc podjetij odpravljena družbena lastnina« (ZLPPO, 1998).

Vendar s tem zakonom nista bila končana dva postopka (Podberšček, 2002: 23):

- Sklad za razvoj PID-om še ni prodal vseh deležev podjetij, ki so jih podjetja prenesla nanj.
- Vrednost certifikatov, ki so jih zbrali PID-i, je daleč preseгла vrednost ponujenega premoženja po ZLPP. Država se je z ZZLPPO zavezala, da bo za ta razkorak opredelila nadomestno državno premoženje, ki ga bo objavila v treh mesecih po uveljavitvi zakona in zagotovila v roku devetih mesecev, to je do 31.1. 1999. Ta rok se je na seji 9.2. 1999 podaljšal za 6 mesecev. To je eden izmed primerov, ki kažejo na odlašanje in neizpolnjevanje obljub vlade, ki je prekoračila vse zakonske predpisane roke in s tem pokazala nezanimanje za čimprejšnjo rešitev problema.

Dokončni privatizacijski primanjkljaj je bil ugotovljen oktobra 1998, ko je v Uradnem listu v skladu s 55. členom ZZLPPO objavljen Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki

se preda PID-om za lastniške certifikate. Določili so ga na naslednji način: PID-i so zbrali lastniške certifikate v vrednosti 327,2 milijarde SIT in od tega zamenjali za premoženje 169,8 milijarde SIT. Preostale 157,4 milijarde SIT se zmanjšajo za 8,5 milijard SIT – to je vrednost podjetij, ki so bila namenjena za razdelitev PID-om, pa so šla prej v stečaj – in za 29 milijard SIT – vrednost premoženja na Slovenski razvojni družbi, namenjenega PID-om. Ostane 119,9 milijarde SIT, za katere je bilo PID-om potrebno zagotoviti premoženje (Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate, 1998).

»Za izboljšanje privatizacijske vrzeli je bil junija 1999 sprejet nov pokojninski zakon, *Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov*« (ZPSPID, 1999), ki naj bi izboljšal pokojninski sistem in zmanjšal privatizacijsko luknjo. Tako so lahko delničarji tistih PID-ov, ki so imeli še neuporabljene certifikate, del svojih delnic zamenjali za pokojninske bone. Vendar pa so 13. novembra 1999 delničarji PID-ov v nov Pokojninski sklad prenesli le 5,02 odstotka razpoložljivih delnic skladov. S tem se problem privatizacijske luknje ni zmanjšal, ampak le prenesel iz PID-ov na pokojninske sklade.

»Februarja 2000 je bil PID-om priskrbljen dodaten kapital za zapolnitev privatizacijske vrzeli: prvi sveženj premoženja jim je bil predan marca 2000, znašal pa je 68,6 milijarde SIT v vrednosti na dan 1.1. 1993. Ker s tem ni zapolnila privatizacijske vrzeli, je vlada decembra 2001 poskusila zapolniti vrzel z drugim svežnjem premoženja, to je z delnicami podjetij v vrednosti 72,4 milijarde SIT izraženo v vrednosti na dan 1.1. 1993« (Podberšček, 2002: 24), ki jih je PID-om ponudila Slovenska razvojna družba, pravna naslednica Sklada RS za razvoj.

3. PREOBLIKOVANJE PID-ov

Rok, do katerega so se morali PID-i preoblikovati, je potekel konec leta 2003, v postopku preoblikovanja pa je nastalo 42 rednih delniških družb, 11 investicijskih družb, en vzajemni sklad in pet delniških družb.

3.1. Statusne spremembe

Od leta 1996 pa do konca leta 1998 so potekale tri vrste statusnih preoblikovanj PID-ov (Žnidaršič, 1999: 257-258):

- Preoblikovanje v prave delniške družbe v smislu gospodarskih družb.
- Pripojitev skladov v okviru ene družbe za upravljanje enemu samemu skladu.
- Pripojitve in sočasne razdružitve skladov v okviru ene same družbe za upravljanje.

3.1.1. Preoblikovanje v prave delniške družbe

Prva vrsta sprememb je bilo preoblikovanje v redne delniške družbe oz. holdinge. Potem so se preoblikovanja v holdinge začasno prenehala, saj je bila po hitrem postopku sprejeta dopolnitev ZISDU (glej ZISDU-B, 2. člen). Pred novim zakonom se je tako uspelo preoblikovalo le pet PID-ov.

Hitra odločitev nekaterih PDZU za preoblikovanje skladov v holdinge je bila posledica več dejavnikov. PDZU-ji so sledili lastnim interesom. Vendar je preoblikovanja spodbudil tudi regulator. Prvotni ZISDU je namreč določal rok, v katerem se morajo PID-i preoblikovati. Če jim to v tem roku ne bi uspelo je PDZU-jem ostala le možnost likvidacije ali pa preoblikovanja v redno delniško družbo. Poleg zakonsko določenega roka pa preoblikovanje PID-ov niso omogočali tudi makroekonomske razmere, saj v tem obdobju na slovenskem trgu kapitala ni bilo dovolj tržnih vrednostnih papirjev, ki bi omogočali preoblikovanje v zaprte ali vzajemne investicijske sklade. (glej Žnidaršič, 1999: 86-87)

Razlogov, da so DZU sprožile tovrstno preoblikovanje, je bilo več. Med najpomembnejšimi so predvsem upravljalvske provizije, ki za holding niso omejene z zakonom, hkrati pa so se na novo nastali holdingi izognili neposrednemu nadzoru in regulativi, ki so ji skladi podvrženi. Zakonodaja PID-om ne dovoljuje aktivnejšega poseganja v poslovanje podjetij z znanjem, denarjem ali dajanjem garancij. Ker naj bi upravljavci ne delovali v interesu delničarjev PID-ov, je leta 1998 izšla dopolnitev ZISDU, ki je začasno ustavila preoblikovanje PID-ov v redne delniške družbe. (glej ZISDU, 10 člen) »V omenjeni dopolnitvi zakona je bila kot pogoj postavljena obveznost, da se z delnicami PID-a vsaj neko obdobje pred preoblikovanjem že trguje na organiziranem trgu. Hkrati mora imeti nova nastala delniška družba med svojimi vrednostnimi papirji le majhen delež tržnih vrednostnih papirjev« (Zajec, 2000: 18).

3.1.2. Pripojitev skladov v okviru ene družbe

Druga sprememba je povezana z združitvami. PID-i so združitev opravili tako, da so vse PID-e pripojili k enemu že obstoječih skladov. Družbe za upravljanje so omenjeni postopek utemeljevale s tem, da ima družba za upravljanje pri odločitvah za nakup posameznih vrednostnih papirjev za certifikate v določenem trenutku na razpolago točno določeno vrsto vrednostnih papirjev. Družbe za upravljanje tudi niso mogle razporediti vseh naložb med svoje sklade, ker so bili nekateri skladi ustanovljeni kasneje, hkrati pa posameznih naložb, vrednih le nekaj tisoč tolarjev, ni racionalno deliti med posamezne sklade. Vzrok, da so družbe za upravljanje ustanovile tako veliko število skladov in jih potem združile, je v ZISDU. Ta je namreč omejil velikost osnovnega kapitala PID-a ob ustanovitvi na 10 milijard SIT. V razlagi zakona pa so kasneje pravni strokovnjaki omejili veljavnost te določbe le na ustanovitev skladov, kar je omogočilo, da so ob združevanju nastali izredno veliki skladi, s kapitalom večjim od 30 milijard SIT po vrednosti na dan 1. 1. 1993. Razlog za takšno ravnanje je večja racionalnost, če ena družba za upravljanje upravlja en večji PID, kot pa če upravlja več manjših. Tako je pripojitev opravilo devet družb za upravljanje, osem pa jih je izvedlo pripojitev vseh PID-ov v en sam sklad v okviru posamezne družbe. (glej Žnidaršič, 1999: 258-259)

3.1.3. Pripojitve in sočasne razdružitve skladov v okviru ene same družbe

Za preoblikovanje – pripojitev enemu skladu in sočasno razdružitve skladov se je odločilo šest družb za upravljanje. Te so investicijske sklade preoblikovale tako, da so se najprej vsi PID-i v okviru ene družbe za upravljanje pripojili enemu PID-u, nato pa so takšne združene PID-e razdelili na dva PID-a, in sicer na »polnega« in na »praznega«. »Polni« PID tako predstavlja investicijski sklad, katerega lastninski certifikati so že zamenjani za lastniške deleže podjetij in torej po razdružitvi niso imeli v svoji aktivi nobenega certifikata več, temveč so imeli le delnice in deleže podjetij. »Prazni« PID pa je ob razdružitvi obdržal vse neizkoriščene certifikate. Delničarji razdruženega PID-a so dobili sorazmerni del delnic obeh PID-ov. To pa pomeni, da so postali lastnik »polnega« in »praznega« PID-a. Upravljavci so tako vrsto preoblikovanja utemeljevali s koristnostjo ločitve investiranega dela od certifikatnega. Sklad brez neporabljenih certifikatov je tudi primeren za vključitev na organiziran trg kapitala. (glej Žnidaršič, 1999: 259)

3.2. Preoblikovanje v pokojninske sklade

Že leta 1992 se je na začetku procesa odprave družbene lastnine z reformo pokojninskega sistema v podjetjih prvič pojavilo vprašanje povezave sredstev, ki naj bi jih državljani dobili. V povezavi s tem je bil oblikovan Kapitalski sklad, nastale pa so tudi dileme, ali posameznemu državljanu omogočiti individualen nakup delnic v podjetju ali PID-u ali pa mu pripadajoča sredstva iz procesa privatizacije nakazati na individualen račun za pokojninsko zavarovanje. Predlog, ki ga je v osnovi izdelal dr. Ribnikar, govori, da bi tisti, ki bodo morali vstopiti v reformirani (večstebni) pokojninski sistem, lahko prenesli svoje delnice, ki so jih dobili za lastninske certifikate v pokojninski sklad. Prenašale bi se lahko tako delnice podjetij kot tudi delnice PID-ov. V zameno za vrednost, ki so jo imeli državljani RS v delnicah, bi se povečalo imetje na njihovem osebnem »pokojninskem varčevalnem računu«. Pri prenašanju delnic podjetij v pokojninski sklad bi se vrednost na individualnem pokojninskem računu povečala za tržno vrednost teh delnic. Premoženje, ki bi ga na pokojninski račun prenesli lastniki delnic PID-ov, pa bi se evidentiralo po nominalni vrednosti certifikata. (glej Žnidaršič, 1999: 278)

3.3. Preoblikovanje v investicijsko družbo – ID

Omejitve naložb za ID so manj stroge kot za vzajemni sklad. Zato se tudi zdi, da je preoblikovanje v ID najbolj logična možnost. Med vsemi naložbami mora imeti ID po zakonu najmanj 60 odstotkov tržnih naložb. Vendar PID-i zaradi slabega premoženja, ki so ga dobili, takšen pogoj zelo težko izpolnijo. Poleg omejitve naložb pa velja, da morajo imeti ID-i tudi razpršene naložbe. Tako bi PID-i, ki imajo med svojimi naložbami velik delež vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, to obveznost ob preoblikovanju še težje izpolnili. (glej Zajec, 2000: 80)

Po ZISDU bodo morale investicijske družbe, ki bodo nastale iz PID-ov, začeti usklajevati poslovanje, naložbe in izpostavljenost investicijske družbe do posamezne osebe ter najkasneje v štirih letih od uveljavitve zakona v celoti uskladiti tudi naložbe in izpostavljenost investicijske družbe do posamezne osebe. (glej ZISDU, člen 236) Najkasneje štiri leta po tej uskladitvi pa naj bi se ID-i po 236. členu ZISDU preoblikovali v vzajemne sklade.

3.4. Preoblikovanje v vzajemne sklade

S preoblikovanjem v vzajemni sklad bi največ pridobili obstoječi delničarji PID-ov. V tem primeru bi se namreč odpravila razlika med tržno ceno delnic in njihovo čisto vrednostjo. Likvidnost naložbe v novo nastali vzajemni sklad bi se močno povečala, saj bi lahko vsak dan kupovali oz. prodajali delnice po čisti vrednosti sredstev. V primeru slabe donosnosti ali slabega upravljanja vzajemnega sklada, bi delničarji lahko brez težav nemudoma izstopili iz vzajemnega sklada in tako najbolj neposredno vplivali na upravljavce. Hkrati pa bi pri preoblikovanju zaprtega sklada v odprtega vrednost njegove delnice poskočila s tržne na knjigovodsko, ki je precej višja.

Preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade bi rešilo problem agenta, ki je glavna težava zdajšnje ureditve PID-ov. Ker se cilji upravljavca razlikujejo od cilja lastnikov premoženja, morajo upravljavca ustrezno nadzorovati osebe, ki so mu premoženje zaupale. Zato morajo vzajemni skladi po evropskih direktivah imeti skrbniško banko, ki skrbi za to, da so vsi

postopki nakupa in prodaje v skladu z naložbeno politiko sklada, nadzirajo pa jih tudi vsi vlagatelji, saj lahko kadar koli prodajo kupon in iz sklada izstopijo. (glej Grgič, 2002: 13)

Po zakonu mora imeti vzajemni sklad v svojem premoženju vsaj 90 odstotkov tržnih vrednostnih papirjev. »PID-i bi se lahko v vzajemne sklade preoblikovali delno, s tistim premoženjem, ki je za to primerno. Ali pa bi se najprej preoblikovali v ID-e ter nato v vzajemne sklade« (Grgič, 2002: 13). Preoblikovanje PID-ov naj poteka v dveh smereh: v tržnem delu vrednostnih papirjev v smeri odprtega sklada, v netržnem delu v smeri prave delniške družbe. Vzrok za kombinacijo preoblikovanj v obe smeri je predvsem v premajhnem obsegu tržnih vrednostnih papirjev, da bi bila ustrezna diverzifikacija naložb vseh PID-ov možna. Zato je koristno, da postane odprti investicijski sklad glavna oblika preoblikovanja PID-ov, pri čemer se je treba zavedati, da zaradi neustrezne strukture naložb PID-ov tega ni mogoče doseči v kratkem času. (glej Žnidaršič, 1999: 272)

3.5. Preoblikovanje v finančni holding

V letih 1996 in 1997 se je del PID-ov preoblikoval v finančne holdinge oz. delniške družbe, ki so organizirane v skladu z zakonom o gospodarskih družbah. Več PID-ov se v tem obdobju ni preoblikovalo v holding zato, ker so to lahko storili le tisti PID-i, ki niso imeli več neizkoriščenih lastniških certifikatov, hkrati pa je bilo v začetku leta 1998 omenjeno preoblikovanje začasno »zamrznjeno«, ker je v teh primerih šlo za okoriščenje družb za upravljanje na račun delničarjev. (glej Žnidaršič, 1999: 274)

Pri takem preoblikovanju PID-a pa sta prav varnost delničarjev in naraščanje vrednosti njihovega premoženja precej vprašljiva. Delniška družba ni več pod nadzorom ATVP pa tudi ZISDU ne velja več zanjo. Omejitev glede najvišje upravljaljske provizije za redno delniško družbo ne bo več. Delničarji bi lahko vplivali na upravo delniške družbe samo preko skupščine oz. bi jo lahko nadzirali samo preko na skupščini izvoljenih članov nadzornega sveta. Kadar so mali delničarji razpršeni pa je takšen nadzor močno omejen.

»Ne glede na to, v kakšnem obsegu prevzemajo poslovne funkcije, je pomembno, da se holdingi ukvarjajo z upravljanjem oz. obvladovanjem podjetij. To je ključna značilnost, ki tovrstne institucije loči od investicijskih skladov. Pri tem pa je potrebno še dodati, da je nagrajevanje za takšno delo zelo različno in predvsem drugačno kot v investicijskih skladih« (Jašovič, 2002: 30).

Posledica preoblikovanja dela PID-ov v holdinge bo tudi razdelitev sedanjih naložb. Z dokaj veliko zanesljivostjo lahko predvidevamo, da se bodo holdinške naložbe zožile na nekaj podjetij in da se bo, po drugi plati, tudi lastništvo holdingov skoncentriralo v rokah strateških lastnikov. Dovolj velik lastniški delež jim ne omogoča samo vzvodov obvladovanja, ampak jim povečuje tudi korist od uspešnega upravljanja. Prav bojazen, da bi lastniška koncentracija holdingov potekala v škodo slabo informiranih malih investitorjev – sedanjih delničarjev PID-ov – je v preteklosti botrovala začasemu odlogu preoblikovanja PID-ov v holdinge. (glej Jašovič, 2002: 30)

3.6. Prenehanje delovanja PID-ov z likvidacijo

PID-i lahko prenehajo tudi z likvidacijo. Vendar takšno preoblikovanje oz. prenehanje PID-ov gotovo ni najbolj primerno in bi moralo biti le izjemoma dopustno. Zaradi likvidacije bi bili upravljalci prisiljeni v relativno kratkem času prodati tudi netržne naložbe, kar pa bi lahko storili le po relativno nizkih cenah. Delničarji PID-ov bi posledično najverjetneje dobili za svoje delnice manj, kot če bi jih prodali po tržni ceni pred sprožitvijo postopka likvidacije. Zapletenost preoblikovanja PID-ov ne sme postati razlog za dopustitev likvidacij PID-ov, ki verjetno ne bi bile v interesu delničarjev in bi lahko povzročile zaton »industrije« slovenskih investicijskih skladov. (glej Zajec, 2000: 85)

4. PROBLEMI PID-ov

Povsem jasno je, da se vsem PID-om ne bo uspelo preoblikovati v zakonsko predpisanem roku. Uskladiti se ne bodo mogli niti z določili o investicijskih družbah, kaj šele z določili o vzajemnih skladih. Pri uskladitvah pa so problematične predvsem omejitve glede naložb in njihove razpršenosti. Večina PID-ov ima v svojem portfelju ne samo velik delež netržnih vrednostnih papirjev, ampak tudi preveliko koncentracijo vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, kot jo določa zakon. Prav zaradi tega so družbe za upravljanje ubrale taktiko združevanja PID-ov in preoblikovanja vsakega posameznega dela.

»Večinoma so se PID-i preoblikovali v finančne holdinge in ID-e. Tudi ID-i niso rešitev, saj so ti v zahodnih državah namenjeni najbogatejšim ljudem, ki lahko neposredno nadzirajo upravljavce, pri nas pa so njihovi delničarji povprečni ljudje« (Grgič, 2002:13).

Problematika preoblikovanja PID-ov sega že v začetek privatizacije v Sloveniji. Družbe za upravljanje so morale tudi v prospekte, ki so bili izdani ob javnem zbiranju certifikatov, zapisati, v kaj naj bi se PID-i preoblikovali. Njihovo preoblikovanje pa ni odvisno zgolj od formalizmov, zapisanih v prospekte, temveč postaja nuja tako zaradi naložb, ki so jih PID-i pridobili za certifikate, kot tudi zaradi njihove prihodnje vloge v finančnem sistemu. Pretežni del njihovih naložb so naložbe v netržne in nelikvidne delnice podjetij, poleg tega pa je pogosta tudi koncentracija lastništva pri posameznih izdajateljih. Ti dve značilnosti naložb PID-ov nista običajni za investicijske sklade v razvitih finančnih okoljih, kjer sta razpršenost in tržnost, poleg tveganja oz. donosnosti, osnovni vodili pri strukturiranju portfelja. Omenjeni značilnosti naložb PID-ov tudi kažeta, da upravljavci premoženja nimajo čiste jasne predstave, kaj morajo delati: upravljati portfelje ali upravljati podjetja. Investicijskih skladov, ki bi upravljali podjetja, jih rekonstruirali in bili hkrati še uspešni upravljavci portfeljev, v razvitih finančnih sistemih ni mogoče najti. Preoblikovanje PID-ov je v taki luči nuja, ki bi jih razbremenila tranzicijske navlake in iz njih naredila koristne finančne institucije. (glej Jašovič, 1999: 29-32)

Še posebno sporne so naložbe PID-ov v netržne vrednostne papirje in naložbe, kjer so DZU s svojimi PID-i obvladovale večinski delež v takih podjetjih in so tako imele moč postaviti

uprave, ki so delale v njihovem interesu in ne v interesu vseh delničarjev. Zakonodaja PID-om ne dovoljuje aktivnejšega poseganja v poslovanje podjetij z znanjem, denarjem ali dajanjem garancij. Ker upravljavci menda niso delovali v interesu delničarjev PID-ov, in njihovo delovanje ni bilo v skladu z zakonom, so se PID-i začeli preoblikovati v finančne holdinge (redne delniške družbe), da bi se izognili državnemu nadzoru, imeli pravico posegati v poslovanje podjetij in se izogniti omejeni proviziji.

Pri preoblikovanju PID-ov je ključni podatek, koliko sredstev imajo naloženih v tržnih vrednostnih papirjih (v delnicah, s katerimi se trguje le na organiziranem trgu). Od tega je namreč odvisno, kaj bo iz njih nastalo, saj so tržne delnice temelj za preoblikovanje v vzajemni sklad, ID ali finančni holding.

»Za preoblikovanje v redno delniško družbo je potrebno imeti v premoženju največ 2% tržnih vrednostnih papirjev. Preoblikovanje v ID zahteva vsaj 60% tržnih vrednostnih papirjev v premoženju. Preoblikovanje v vzajemni sklad pa zahteva najmanj 90% tržnih vrednostnih papirjev v svojem premoženju« (Pinterič, 2002).

Nekateri manjši PID-i so se morali preoblikovati v javne finančne holdinge, ker ne ustrezajo investicijskim zahtevam, ki veljajo za ID-e in vzajemne sklade, in zato niso zanimivi za portfeljske investitorje. Preostali PID-i pa so se preoblikovali v ID-e zaradi strahu, da bi ljudje iz vzajemnega sklada želeli svoje kupone takoj unovčiti, kar bi povzročilo likvidnostne težave.

Investicijske družbe, ki so nastale s preoblikovanjem PID-ov, bi bile koristne večinoma samo za upravljavce. Ti verjetno sploh ne bi bili motivirani za povečanje premoženja svojih delničarjev. V Sloveniji so bili upravljavci PID-ov zaradi razpršenega lastništva brez pravega nadzora delničarjev. Med njimi ni bilo nobenega pravega tekmovanja za zadržanje in pridobivanje vlagateljev. Pogodbe o upravljanju in sestava provizij pa upravljavce niso spodbujale k dejavnemu iskanju priložnosti za povečanje vrednosti premoženja svojih delničarjev. Če bi PID-i še naprej poslovali kot zaprti investicijski skladi, novi veliki lastniki kljub večinskemu lastniškemu deležu verjetno ne bi mogli povsem enostavno prisiliti

upravljavcev k drugačnim razmeram upravljanja (npr. k nižjim upravljavskim provizijam). Tudi pogoji za zamenjavo upravljavca so v upravljavskih pogodbah tako strogo določeni, da bi jih delničarji PID-ov zelo težko izpolnili oz. bi morali upravljavcu izplačati visoko odškodnino. Mali delničarji bi s preoblikovanjem PID-ov še vedno ostali večinski lastniki novo nastalih investicijskih družb. Sredstva iz teh naložb, ki jim glede tveganosti in glede ročnosti sploh ne bi ustrezale, pa bi lahko dobili samo s prodajo delnic investicijskih družb na trgu po ceni, ki je trenutno precej nižja od čiste vrednosti sredstev na delnico. (glej Zajec, 2000: 70-83)

»Kritiki PID-ov so menja, da je slaba likvidnost slovenskega kapitalskega trga zgolj izgovor pasivnemu upravljanju portfelja delnic PID-ov. Visoke provizije so dodatno zniževale tržno vrednost PID-ov in s tem oškodovale male delničarje, medtem ko so PDZU kot institucionalni investitorji preveč energije usmerjali v korporativno upravljanje« (Simoneti, 2003: 118). »Ogromne izgube PID-ov, ki so nastale v letih 1994–1996 sočasno z velikimi dobički družb za upravljanje, so seveda povzročile negativen odziv javnosti. DZU naj bi bogatele zaradi previsoke provizije za upravljanje, seveda pa je treba navesti vzroke upravljavcev DZU-jev, da v prvih treh letih izkažejo visoke dobičke iz davčnih razlogov in provizije, ki jo lahko DZU prejme v delnicah« (Žnidaršič, 1999: 81).

Provizija se je izplačevala glede na čisto vrednost delnice (knjigovodska vrednost), medtem ko je tržna cena delnic PID-ov dosegala največ 50 odstotkov njihove čiste vrednosti. Tako so DZU sebi izplačevale zelo visoke provizije, ki pa bi dejansko morale biti polovico manjše. To je bil dodaten razlog, da DZU obdržijo status quo in nimajo motivacije za preoblikovanje PID-ov.

Poleg tega ljudje tudi ne zaupajo v PID-e, saj jih še vedno zadržuje strah iz preteklosti. Leta 1994 ob privatizaciji je bila nominalna vrednost delnice PID-a 1.000 SIT. Potem pa je zaradi vsega zgoraj naštetega dejanska vrednost delnic vseh PID-ov padla pod 100 SIT, nekaterih celo pod 50 SIT. Zaradi tako izrazitega padca v preteklosti so se vlagatelji izogibali in se še vedno vlaganju v PID-e in kasneje v ID-e, kar še dodatno znižuje tržno vrednost delnic, saj ceno oblikujeta ponudba in povpraševanje, ki pa ga v primeru PID-ov ni bilo.

5. RAZLOGI ZA SPREJEM ZISDU-1

»V Sloveniji je bil prvi zakon (ZISDU), ki je urejal področje investicijskih skladov, sprejet 26. 1. 1994, do leta 2000 so ZISDU sledile še tri dopolnitve zakona (ZISDU-A, ZISDU-B, ZISDU-C), katerih spremembe so bile vezane na problematiko preoblikovanja PID-ov. Med naložbami PID-ov so ob prvotno določenem roku predstavljali neizkoriščeni lastninski certifikati bistveno prevelik delež. Ta je namreč znašal 50,38 odstotka PID-ovskih naložb« (Poročevalec, št. 9/99).

5.1. Uskladitev z evropskimi direktivami

»Prvi razlog je uskladitev z evropskimi direktivami. Za sprejem zakona je treba na sistematsko zaokrožen način urediti področje delovanja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oz. delnic investicijskih skladov v Sloveniji tako, da bi bila ureditev v celoti usklajena z direktivami Evropske unije« (Poročevalec, št. 117/02).

Pomemben razlog za sprejem ZISDU-1 je bila izpolnitev zaveze iz 45. člena evropskega sporazuma o pridružitvi med Slovenijo in EU (Uradni list – Mednarodne pogodbe, št. 13/97), ki se nanaša na pravico do ustanavljanja DZU investicijskih skladov. Tako evropska direktiva o investicijskih skladih in družbah za upravljanje postavlja državam članicam EU smernice za razvoj in ureditev industrije investicijskih skladov in DZU v 11 poglavjih. Direktiva sama po sebi ni obligacijske narave, saj ne navaja nikakršnih določb glede sankcij v primeru kršitev zakona. ZISDU-1 je v delu, kjer govori o vzajemnih skladih ter o splošnih določbah, v celoti usklajen s poglavji evropske direktive, posebej opredeljuje tudi pojem in obveznost investicijskih družb kot zaprtih investicijskih skladov. Navaja tudi sankcije glede kršitev odredb, ki jih določa, ter dopušča možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemni sklad.

5.2. Liberalizacija slovenskega kapitalskega trga

Drugi razlog za sprejem ZISDU-1 je liberalizacija slovenskega kapitalskega trga, ki je pogoj za povečanje kapitala, saj omogoča neposredne tuje investicije iz razvitih držav. V državah v

prehodu se je liberalizacija začela s privatizacijo in s tem povečano ponudbo kapitala v teh državah. Namen mednarodnega sodelovanja borz vrednostnih papirjev je izkoristiti prednosti, ki se ponujajo v povečani likvidnosti trgovanih vrednostnih papirjev, odpiranje dodatnih možnosti ali oblik investiranja zaradi povečanega števila finančnih instrumentov, ki so na voljo za investiranje, večje možnosti razpršitve tveganja, večje ugodnosti za člane borze, zmanjšanje stroškov ...

Liberalizacija trga kapitala in zakonska ureditev poslovanja oz. preoblikovanja PID-ov lahko ob z zakonom vsiljeni večji aktivnosti upravljavcev novo nastalih skladov pomembno vplivata na likvidnost sekundarnega trga kapitala v Sloveniji. Povečanje potencialnega povpraševanja, tudi med tujimi investitorji, pa je ob presežni ponudbi ključnega pomena za razvoj primarnega kapitalskega trga. Morda bo to spremenilo sedanje smernice zadolževanja tako rekoč vseh večjih kakovostnih slovenskih podjetij, ki se danes večinoma zadolžujejo v tujini. (glej Veselinovič, 2002)

5.3. Zaščita malih delničarjev

Tretji razlog je zaščita malih delničarjev. Odprta oblika sklada je za male delničarje primernejša od zaprte tako z vidika tveganja kot z vidika varnosti. Mali vlagatelji, so zaradi velike preglednosti poslovanja DZU in ažurnega obveščanja o donosnosti skladov dobro obveščeni o vsebini poslovanja vzajemnih skladov. Upravljavci ne morejo sredstev sklada nikakor odtujiti, saj je premoženje sklada ločeno od DZU. Postopek likvidacije je vlagateljem pojasnjen v pravilih upravljanja sklada, v primeru likvidacije se vlagateljem izplačajo sorazmerni deleži glede na število enot premoženja, ki jih imajo.

5.4. Preoblikovanje PID-ov in ID-ov

Četrti razlog za sprejem ZIDSU je preoblikovanje PID-ov in ID-ov. PID-i so se doslej preoblikovali tako, da se je večji delež njihovega premoženja prenesel v nefinančno sfero, v redne delniške družbe. Na to prevladujočo usmeritev so vplivali trije dejavniki (Borak 2003: 1):

- Sestava premoženja PID-ov ne ustreza sestavi normalnih investicijskih skladov. Ti morajo imeti pretežni del naložb v likvidnem premoženju, ki se lahko sprotno vrednoti po tržnih cenah.
- Ureditev ni spodbujala preoblikovanja PID-ov v druge oblike investicijskih skladov, zlasti v vzajemne sklade.
- Preoblikovanje PID-ov v delniške družbe je bilo odvisno od interesov upravljavcev oz. njihovih lastnikov. Glede na veliko razpršenost lastništva je relativno manjši del delničarjev odločilno vplival na skupščinske odločitve PID-ov.

Istega mnenja je bil ob sprejemanju ZISDU-1 tudi Odbor Državnega zbora za finance in monetarno politiko. Kljub predlogu amandmaja predstavnika stranke SLS, ki je zastopal stališča predsednika Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU-GIZ), za presojo in spremembo dveh členov zakona (236. in 237. člen), je odbor zagovarjal stališče, ki naj bilo v prid malim delničarjem.

ZDU-GIZ je na pobudo enajstih članov DZU 10. julija dal pobudo za začetek postopka za oceno ustavnosti 237. člena ZISDU-1. Ustavno sodišče je pobudo sprejelo in zadržalo določbo 237. člena. Ta govori o tem, da lahko vzajemni sklad, ki je nastal s preoblikovanjem ali oddelitvijo sredstev PID-a, prodaja nove enote premoženja šele z dnem pravnomočnosti odločbe ATVP o uskladitvi vzajemnega sklada v skladu z ZISDU-1. Ker imajo vzajemni skladi, ki poslujejo že dlje časa, rok za prilagoditev zahtevam novega zakona dve leti, medtem pa lahko poslujejo po starem zakonu, je predsednik upravnega odbora ZDU-GIZ Andrej Urbas mnenja, da nastaja do neupravičeno razlikovanje med starimi in novo nastalimi skladi. Prepoved sprejemanja bi lahko povzročila prenehanje poslovanja in celo likvidacijo novo nastalih skladov, saj gre za bistveno dejavnost vsakega vzajemnega sklada. (glej Urbas, 2003: 4)

236. člen v prvih štirinajstih točkah navaja pogoje in določila uskladitve investicijskih družb. V roku dveh let morajo ID-i s skrbnikom skleniti pogodbo o upravljanju skrbniških storitev, uskladiti prospekt in njegov izvleček, uskladiti statut in poslovanje ID-a v skladu z ZISDU-1 in z njegovimi drugimi določbami. Za prilagoditev naložb v skladu z zakonom ima ID štiri

leta časa. V tem roku mora ATVP-ju predložiti zahtevo za izdajo odločbe o uskladitvi. Štiri leta po temu ko ATVP prejme to odločbo, pa se mora ID preoblikovati v vzajemni sklad.

Kritiki te določbe so v vrstah DZU, ki upravljajo ID-e. Stane Valant, predsednik uprave Nacionalne finančne družbe (NFD), ki upravlja ID NFD1, je prepričan, da bi to sprožilo povečano ponudbo prodajalcev točk novo nastalega sklada, ki bi želeli dobiti 20-odstotno premijo, saj bi se enota premoženja sklada določila na podlagi notranje cene delnice družbe NFD. S celotno NFD1 in denimo še s prodajo novo nastalih enot premoženja, preoblikovanih iz ID-a Triglav Steber 1, bi uničili trg, saj bi morali prodajati za 30 milijard tolarjev delnic kakovostnih podjetij, ki bi jim zaradi neuravnoveženega povpraševanja cena katastrofalno padla. (glej Toplak, 2003: 6)

5.1. Spremembe, ki jih prinaša ZISDU-1

Novi ZISDU-1, ki je z 242. členi zelo obsežen, prinaša na slovenski kapitalni trg veliko sprememb, finančni strokovnjaki in upravljavci se strinjajo, da so te nujne in da bodo pozitivno vplivale na razvoj investicijskih skladov ter s tem slovenskega kapitalnega trga. Zaradi obsežnosti zakona bom v nadaljevanju spremembe samo na kratko omenil.

Novi zakon prinaša uskladitev z evropskimi direktivami, večjo varnost in zaščito malih delničarjev, uvedbo skrbništva ter dodatne zahteve do DZU. ZISDU-1 DZU-jem odpravlja omejitve pri investiranju na tuje trge, s čimer je upravljavcem, ob zahtevah po strokovnem upravljanju tveganj, dopuščena možnost iskanja donosov zunaj Slovenije.

DZU je z omejitvami deležev lastništva posameznega izdajatelja prepovedan pomembnejši vpliv na upravljanje izdajatelja. Tako DZU na račun vzajemnih skladov, ki jih upravlja, ne sme pridobiti več kot 20 odstotkov vseh glasovalnih pravic ali udeležbe v kapitalu izdajatelja. Za račun posameznega investicijskega sklada lahko DZU pridobi do 10% delnic brez glasovalne pravice v osnovnem kapitalu izdajatelja, do 10 odstotkov skupne nominalne vrednosti vseh izdanih dolžniških vrednosti papirjev posameznega izdajatelja, do 10 odstotkov skupne nominalne vrednosti vseh izdanih instrumentov denarnega trga in do 25

odstotkov enot v obtoku posameznega vzajemnega sklada ali 25 odstotkov osnovnega kapitala posamezne investicijske družbe.

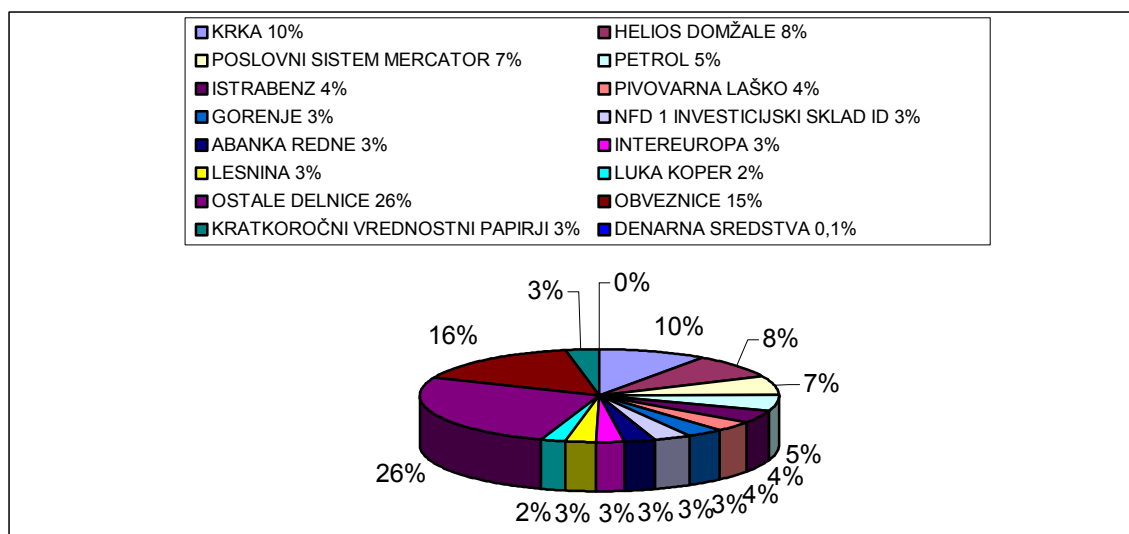
ZISDU-1 zahteva, da se bodo morale DZU-ji notranje organizacijsko spremeniti, sestavljene naj bile iz dveh članov uprave in vsaj pet redno zaposlenih strokovnjakov na tem področju. Spremenile so se tudi provizije in stroški upravljanja sklada. Višina vstopne izstopne in upravljaljske provizije bo prepuščena DZU. Omejena je samo izstopna provizija, ki ne sme presegati treh odstotkov od zneska izplačila. Naj tu omenimo še izstopno provizijo vzajemnega sklada, ki se je preoblikoval iz PID-a. Imetnikom kuponov tako ustanovljenega vzajemnega sklada, ki želijo biti izplačani v prvem letu po preoblikovanju, lahko DZU zaračuna do 10 odstotkov vrednosti enote premoženja na dan izplačila.

DZU ima pravico do povrnitve stroškov ob ustanovitvi investicijske družbe. Ti stroški ne smejo presegati treh odstotkov skupnega zneska denarnih vplačil za delnice. Letna provizija za upravljanje ne sme presegati 1,5 odstotka povprečne čiste vrednosti premoženja investicijske družbe.

6. PRIMER PID-a TRIGLAV STEBER 1

Triglav Steber 1 upravlja Triglav, družba za upravljanje, ki je bila ustanovljena 24. 2. 1994. Skrbnik premoženja skladov, ki jih upravlja Triglav, je Abanka Vip d. d. Med privatizacijo je družba ustanovila sedem pooblaščenih investicijskih družb za potrebe zbiranja lastniških certifikatov državljanov Slovenije in zbrala 33 milijard certifikatnih sredstev od več kot 130 tisoč delničarjev. Z zbranimi certifikatskimi milijardami se je DZU Triglav prelevila v enega od najpomembnejših tranzicijskih igralcev na kapitalskem trgu. Leta 1998 se je začela prva velika reorganizacija sedmih PID-ov in njihova združitev v dva velika PID-a Triglav Steber 1 in Triglav Steber 2. PID Triglav Steber 2 se je po letu 1998 postopoma razcepil na dve družbi: Triglav Finančno družbo in Triglav Naložbe. Konec leta 2003 sta obe upravljali približno 8,6 milijarde tolarjev sredstev. Zavarovalnica je oktobra lani objavila javno prevzemno ponudbo za obe družbi in ju tudi prevzela – v Triglavu Finančni družbi je postala lastnica 63,4, v Triglavu Naložbah pa 61,1 odstotka delnic. Skupaj s svojimi kritnimi skladi in DZU Triglav je največja posamezna lastnica tudi v vzajemnem skladu Triglav Steber 1, ki je skozi celotno tranzicijo veljal za največji PID z delnicami malo dane vseh najboljših korporacij, ki so uvrščene na Ljubljansko borzo. Triglav Steber 1 je konec leta 2003 gospodaril kar s 54,6 milijarde tolarjev sredstev, januarja letos pa je imel dvanajst največjih naložb v Krki, Heliosu, Mercatorju, Pivovarni Laško, Petrolu, Istrabenzu, Gorenju, ID NFD 1, Abanki, Intereuropi, Lesnini in Luki Koper.

Slika 6.1: Struktura naložb investicijske družbe Triglav steber 1 na dan 04.03. 2005

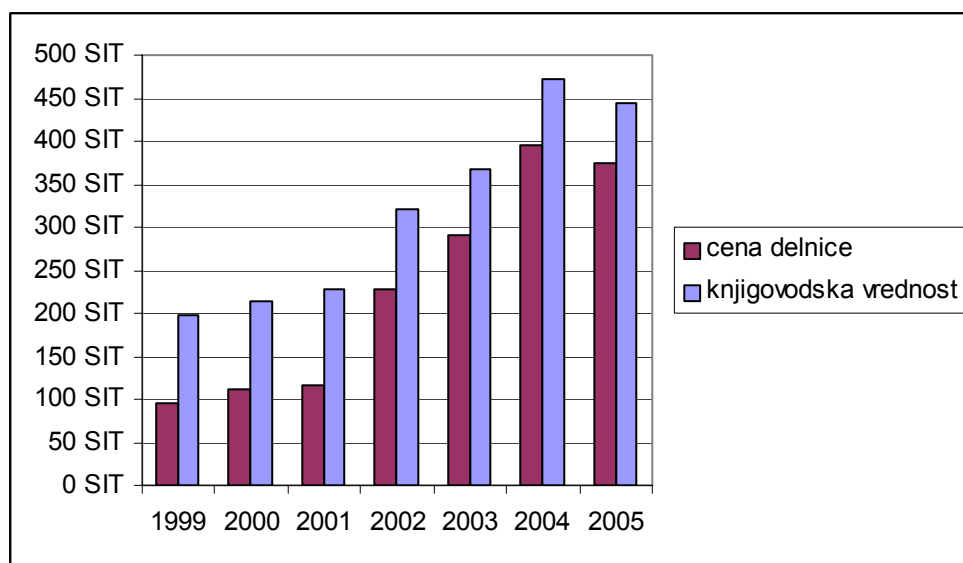


Vir: Portfelj Triglav Steber 1, <http://www.triglav-du.si/?id=3,42,109>

Večinska lastnica družbe je Zavarovalnica Triglav, d. d. Ljubljana. Razvojna politika je dolgoročno usmerjena v upravljanje investicijskih in vzajemnih skladov. Ti ponujajo na finančnem trgu širok spekter investicijskih možnosti. Družba tekoče spremlja boniteto posameznih podjetij, ki predstavljajo naložbeni portfelj skladov Triglav D.U., d. o. o. Naložbena politika skladov je usmerjena k čim večji razpršenosti tveganj.

Triglav steber 1 je poln PID, kar pomeni, da nima več neuporabljenih lastninskih certifikatov. PID je bil poln že pred zadnjimi dražbami Slovenske razvojne družbe, torej je certifikate zamenjal najhitreje. Poleg njega je to uspelo le še PID-oma Nacionalne finančne družbe NFD1, in Zlate monete 1 ZM1N To pomeni da ima precej dobro premoženje in se mu ni treba bati visokih izgub zaradi prevrednotenja naložb, kupljenih na dražbi. (glej Pinterič, 2002: 87)

Slika 6.2: Prikaz vrednosti cene delnice Triglav steber 1 skozi čas in primerjava s knjigovodsko, čisto vrednostjo delnice.



Vir: Bilten Triglav investicijskih skladov

Do leta 2011 se morajo vse investicijske družbe (ID) preoblikovati v vzajemne sklade. Lani smo dočakali preoblikovanje Pomurske investicijske družbe 1 v vzajemni sklad Primus. Za lansko jesen je bilo napovedano preoblikovanje Triglava steber 1 (TG1R), ki naj bi ga po novih podatkih dočakali letošnje pomlad, zdaj pa še čakajo na dovoljenje ATVP.

6.1. Nastanek PID-a TG1N

Kot sem že omenil, je PID Triglav steber 1 (v nadaljevanju TG1N) nastal leta 1998, v sodni register je bil vpisan 12. 8. 1998, in sicer z združitvijo sedmih PID-ov, pozneje razdeljenih na dva različna, TG1N in TG2N. Družba za upravljanje Triglav je od leta 1994 upravljala sedem PID-ov. Leta 1998 pa so skupščine pooblaščenih investicijskih družb Triglav, PID za Dolenjsko in Posavje, d. d. z dne 23. 5. 1998, Triglav, PID za Primorsko in Notranjsko, d. d. z dne 25. 5. 1998, Triglav, PID za Gorenjsko, d. d. z dne 26. 5. 1998, Triglav, PID za Štajersko in Koroško, d. d. z dne 27. 5. 1998, Triglav, PID ob Muri, d. d. z dne 28. 5. 1998 in Triglav PID, d. d. z dne 29. 5. 1998 potrdile pogodbo o pripojitvi in sprejele druge ustrezne sklepe o pripojitvi k Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d. d., kot prevzemni družbi, ki je na skupščini dne 29. 5. 1998 tudi sprejela pripojitev.

Dne 30. 5. 1998 je bila naslednja skupščina pooblaščenice investicijske družbe Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d. d., na kateri je bil sprejet sklep o razdružitvi družbe Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, d. d. na dve novi pooblaščenici investicijski družbi, in sicer:

- Triglav Steber 1, PID, d. d., katere premoženje ne vsebuje nobenih neizkoriščenih certifikatov, ampak vse preostalo premoženje in obveznosti vseh šestih prevzetih družb in prevzemne družbe ter
- Triglav Steber 2, PID, d. d., katere premoženje obsega le neizkoriščene certifikate brez preteklih obveznosti, razen ustreznega dela enega odstotka provizije, ki se izplača družbi za upravljanje v skladu s pogodbo o upravljanju (odobreni kapital).

Namen takšnega preoblikovanja je bil predvsem zadovoljiti delničarje vseh sedmih pooblaščenih investicijskih družb z zmanjšanjem tveganja glede negotove zapolnitve privatizacijske vrzeli ter jim omogočiti prodajo delnic družbe Triglav Steber 1, PID, d. d., na organiziranem trgu. Reorganizacija je potekala v dveh fazah in ločila porabljene certifikate od neporabljenih. Vseh sedem PID-ov Triglava se najprej združi v enega, od tega je bilo za naložbe porabljenih 42,1 odstotka certifikatov, neporabljenih certifikatov pa je bilo 57,9 odstotka. V postopku pripojitve so se delnice vseh sedmih prevzetih družb zamenjale za delnice prevzemne družbe po menjalnem razmerju 1 : 1 (ena proti ena), pri čemer se je upoštevalo načelo proporcionalnega lastništva vseh delničarjev v obeh novo nastalih družbah.

Razdružitveno razmerje med družbama Triglav Steber 1, PID, d. d. in Triglav Steber 2, PID, d. d. pa je bilo glede na opisane kriterije razdružitve 42,14 za prvega in 57,86 odstotka za slednjega.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je 1. 7. 1998 izdala odločbo št. 13711/AG-98, v kateri je odobrila pripojitev pooblaščenih investicijskih družb ter razdružitvev oziroma ustanovitev družb Triglav Steber 1, PID, d. d. in Triglav Steber 2, PID, d. d. Ustanovitev obeh družb je bila dne 12. 8. 1998 vpisana v sodni register.

Triglav DZU je od takrat upravljala dve pooblaščenim investicijskim družbi:

- Triglav Steber 1, PID, d. d., ki ne vsebuje neporabljenih lastniških certifikatov, ampak vse drugo premoženje in obveznosti. Višina osnovnega kapitala je na dan 31. 8. 1998 znašala 14.046.426.000 SIT .
- Triglav Steber 2, PID, d. d., ki vsebuje le neizkoriščene lastniške certifikate. Višina osnovnega kapitala je na dan 31. 8.1998 znašala 19.286.879.000 SIT.

Informacije o izdaji delnic:

- nominalna vrednost delnice: 1.000 SIT
- število izdanih delnic: 14.046.426
- skupna nominalna vrednost celotne izdaje delnic: 14.046.426.000 SIT
- vse delnice so bile vpisane na dan 12. 8. 1998

Opis ponujenih delnic:

- delnice dajejo pravico do udeležbe pri upravljanju in sicer tako, da vsaka delnica nosi en glas;
- dajejo pravico do dividende v sorazmerju z deležem v celotnem kapitalu družbe;
- v primeru stečaja ali likvidacije družbe dajejo pravico do sorazmernega dela iz preostanka stečajne ali likvidacijske mase;

- so navadne, imenske delnice;
- so prosto prenosljive z dnem uvrstitve na organizirani trg vrednostnih papirjev.

Omejitve pravic iz delnic:

- če posamezna pravna ali fizična oseba posredno ali neposredno pridobi več kot 5% delnic družbe, nima pravice do udeležbe na dobičku in pri upravljanju iz delnic, s katerimi preseže opredeljeno vrednost;
- delnice, ki jih kot plačilo za ustanovitvene stroške in letno provizijo pridobi družba za upravljanje, imajo pravico do udeležbe pri dobičku, nimajo pa pravice do upravljanja, dokler se ne uvrstijo v kotacijo na borzi.

Politika dividend:

- družba bo izplačevala dividende najmanj enkrat na leto, z nakazilom na tekoči ali žiro račun oziroma hranilno knjižico delničarjev, najkasneje 30 dni po sklepu skupščine o delitvi dividend, v skladu s predpisi, ki urejajo njihovo izplačevanje;
- pravica do izplačila dividend preneha v primeru, če posamezna pravna ali fizična oseba posredno ali neposredno pridobi več kot pet odstotkov delnic družbe - prenehanje pravice se nanaša na delnice, ki presegajo pet odstotkov omejitev;
- če lastnik delnic ne unovči dividende v roku treh let, mu pravica zastara in ni več upravičen do izplačila dividende;
- družba bo reinvestirala največ 10 odstotkov dobička, najmanj 90 odstotkov dobička pa bo razdelila delničarjem v obliki dividende.

Investicijska politika:

Vlaganje v delnice podjetij, ki zagotavljajo varno in donosno naložbo. Vlaganje v delnice večjih podjetij brez izrazite sektorske usmerjenosti ter razpršenost naložb v podjetja po vsej Sloveniji. Družba vlaga v podjetja, katerih delnice so dolgoročno dobičkonosne, rastoče in varne naložbe.

Tabela 6.1.1: Naložbe, v katerih ima družba več kot 20-odstotni delež v osnovnem kapitalu družbe, na dan 30. 6. 1998:

Zap. št.	Izdajatelj vrednostnega papirja	Količina (v delnicah oz. deležih) OK izdajatelja	Količina v % OK izdajatelja	Delež glasovalnih pravic v %
1	SLOVENIJA PROJEKT LJUBLJANA	118.075	80,88%	80,88%
2	CEPROM TOVORNI PROMET LJUBLJANA	24.890	71,11%	71,11%
3	DORO IZOLA	123.406	58,06%	58,06%
4	RUDNIK MEŽICA	106.182	44,38%	44,38%
5	STANDARD VERMIKULIT LJUBLJANA	1 delež	38,64%	38,64%
6	STANDARD BETON	1 delež	37,52%	37,52%
7	ELKOP	71.652	34,74%	34,74%
8	INTERTRANS LJUBLJANA	116.502	30,00%	30,00%
9	HOTELI RIVIERA PORTOROŽ	44.932	28,82%	28,82%
10	SLOVENIJALES LJUBLJANA	86.889	28,58%	28,58%
11	AGRARIACVETJE ČATEŽ OB SAVI	72.780	28,47%	28,47%
12	TEGRAD	133.800	26,29%	26,29%
13	UNIVERSAL IVANČNA GORICA	80.079	25,12%	25,12%
14	MERCATOR-OGRAD	5.363	23,51%	23,51%
15	PARK HIŠA ŠUBIČEVA	1.587	23,09%	23,09%
16	KEMIČNA TOVARNA PODNART	141.251	23,02%	23,02%
17	GRADIS-IP	41.809	22,54%	22,54%
18	VALKARTON LOGATEC	213.279	22,53%	22,53%
19	CEMENTARNA TRBOVLJE	38.232	21,65%	21,65%
20	PROJEKT INŽENIRING LJUBLJANA	1 delež	20,42%	20,42%
21	NAPREDEK TRGOVINA	230.517	20,15%	20,15%
22	GARANT POLZELA	41.146	20,01%	20,01%
23	LESNINA INŽENIRING LJUBLJANA	2.592	20,01%	20,01%
24	FIT VAROVANJE LJUBLJANA-CENTER	5.920	20,00%	20,00%
25	GRAMIZ KOČEVJE	13.529	20,00%	20,00%
26	PREVOZ TOLMIN	41.685	20,00%	20,00%
27	KOROŠKE PEKARNE DRAVOGRAD	3.274	20,00%	20,00%
28	HOJA GALANTERIJA	32.516	20,00%	20,00%
29	AS DOMŽALE-BUS DOMŽALE	1 delež	20,00%	20,00%
30	SOP TRBOVLJE	1 delež	20,00%	20,00%
31	INDE SEVNICA	1 delež	20,00%	20,00%
32	TP DELIKATESA JESENICE	39.896	20,00%	20,00%
33	ABC TABOR GROSUPLJE	77.454	20,00%	20,00%
34	TANIN	33.669	20,00%	20,00%
35	IEVT LJUBLJANA	55.706	20,00%	20,00%
36	KMETIJSKO GOSPODARSTVO LENDAVA	4.633	20,00%	20,00%
37	GOSTINSKO PODJETJE SEVNICA	2.364	20,00%	20,00%

Vir: <http://www.zdu-giz.si/docs/kotacije/p-tg1s.rtf>

Provizija za upravljanje:

Za opravljene storitve in nastale stroške investicijska družba plačuje družbi za upravljanje letno provizijo v višini do treh odstotkov povprečne neto vrednosti sredstev investicijske družbe. Prvih pet let poslovanja investicijske družbe se del te provizije plačuje v denarju, del (en odstotek) pa v delnicah investicijske družbe, in sicer v številu, ki ustreza enemu odstotku izdanih delnic investicijske družbe v času plačila.

TRIGLAV DZU, d. o. o., je zaračunaval vsem sedmim pooblaščenim investicijskim družbam, ki jih je upravljal, provizijo za upravljanje na naslednji način (glej tabelo 6.2):

Tabela 6.1.2: Prikaz zaračunanih provizij

leto	v denarju (v SIT)	v delnicah (v SIT)	v delnicah
1995	175.804.881	354.746.725	259.266
1996	172.531.952	86.266.768	290.724
1997	391.146.617	308.273.783	301.968
skupaj	739.483.450	749.287.276	851.958

Vir: <http://www.zdu-giz.si/docs/kotacije/p-tg1s.rtf>

Tabela 6.1.3: Provizija, ki pripada TG1N

leto	v denarju (v SIT)	v delnicah (v SIT)	v delnicah
1995	175.804.881	129.904.414	109.253
1996	172.531.952	36.352.212	122.509
1997	391.146.617	308.273.783	127.247
skupaj	739.483.450	315.744.413	359.009

Vir: <http://www.zdu-giz.si/docs/kotacije/p-tg1s.rtf>

Družbi Triglav Steber 1, PID, d. d., po opravljeni delitvi pripada sledeča provizija, ki je navedena v tabeli 6.1.3.

6.2. Preoblikovanje PID-a TG1N v ID TG1R

Leta 2002 se je Triglav steber 1 preoblikoval v posebno investicijsko družbo, vrednost in število delnic pa sta ostala nespremenjena. V nadaljevanju je prikazano obvestilo centralne klirinško-depotne družbe (KDD) o zamenjavi delnic zaradi spremembe nominalnega zneska delnic, kar je bila posledica preoblikovanja iz TG1N v TG1R.

Zamenjava delnic zaradi spremembe nominalnega zneska delnic izdajatelja TRIGLAV STEBER 1, investicijska družba d. d., Ljubljana in sprememba firme izdajatelja.

Okrožno sodišče v Ljubljani je s sklepom opr. št. Srg.: 2004/04714 z dne 19. 07. 2004 v sodni register pri izdajatelju TRIGLAV STEBER 1, investicijska družba d. d., Ljubljana, vpisalo spremembe statuta in spremembo firme izdajatelja.

V zvezi z navedenim smo v centralnem registru vrednostnih papirjev, dne 06. 08.2004, izvršili:

- spremembo firme izdajatelja in sicer tako, da nova firma glasi TRIGLAV STEBER 1, delniška investicijska družba d. d.. Sedež, matična številka in koda izdajatelja v centralnem registru (PDTG1) ostanejo nespremenjeni.
- Zamenjavo delnic smo v centralnem registru vrednostnih papirjev izvršili z vpisom delnic družbe TRIGLAV STEBER I, delniška investicijska družba d.d. na račune oseb, ki so bili na dan 05. 08. 2004 imetniki delnic z oznako TG1N; in sicer tako, da se le te zamenjajo v razmerju 10 delnic TG1N za 1 novo navadno, imensko delnico družbe TRIGLAV STEBER 1, delniška investicijska družba d. d.
- Navadne imenske delnice, oznaka delnic TG1R, nominalni znesek delnice 1.000,00 SIT, ISIN koda SI 002111312 9)
- Zaradi zamenjave smo v centralnem registru vrednostnih papirjev, dne 06. 08. 2004, izbrisali vse delnice z oznako TG1N.

Vir: http://www.kdd.si/obvestila/splosna_obvestila/?obvestilo=252

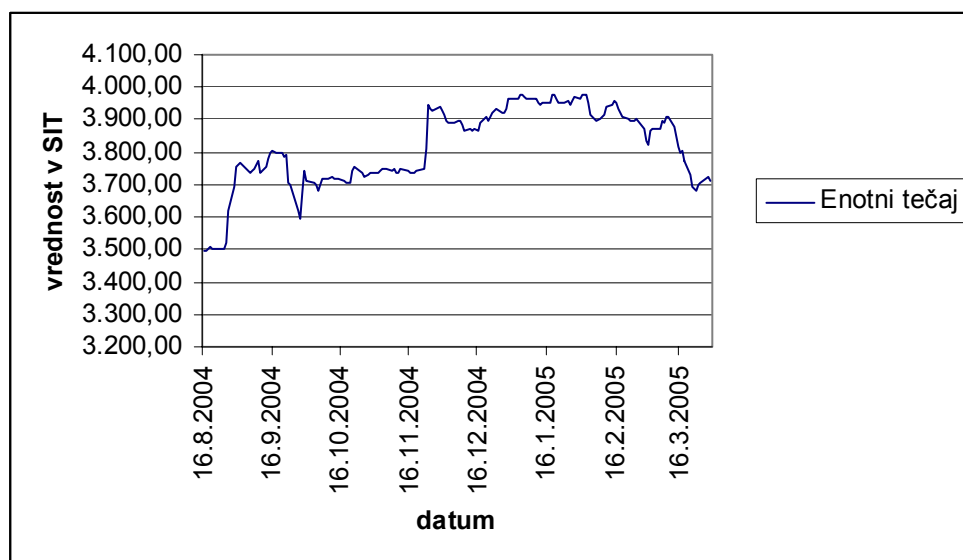
To pomeni, da PID TG1N ne obstaja več in da so stari lastniki zdaj novi lastniki ID-a TG1R, s to razliko, da se je število njihovih starih delnic zmanjšalo. Deset starih delnic se je namreč združilo v eno novo, s tem pa se je avtomatsko povečal enotni tečaj za količnik 10.

Tabela 6.2.1: Prikaz preoblikovanja delnic pri spremembi nominalne vrednosti.

PID TG1N	=>	ID TG1R
100 delnic	=>	10 delnic
350 SIT	=>	3.500 SIT
Skupaj: 350.000 SIT	=>	Skupaj: 350.000 SIT

Če se števila delnic ni dalo zakrožiti na deset, so ostanek delnic prodali po trenutni dnevni ceni in denar nakazali na račun vlagatelja.

Slika 6.2.4: Prikaz gibanj vrednosti ID-a TG1R v SIT, od njegovega preoblikovanja naprej.



Vir: <http://www.gbd.si/tecajnice>

Zgornja slika prikazuje hitro rast cene delnic TG1R takoj po preoblikovanju v mesecu avgustu. Drugi hitri vzpon cen delnic je sledil v novembru, vzrok pa je bilo menda preoblikovanje v vzajemni sklad do konca leta 2004. Viden padec cene letošnje pomlad je posledica celotnega padca cen slovenskega borznega indeksa.

6.3. Preoblikovanje ID-a TG1R v vzajemni sklad

V skladu z zakonom ZISDU-1 in odločitvijo delničarjev na skupščini družbe dne 19. 7. 2004 se bo investicijska družba Triglav steber 1 preoblikovala v vzajemni sklad Triglav Steber 1.

Zakon določa naslednje pogoje za preoblikovanje ID-a v vzajemni sklad (ZISDU-1, 192. člen):

- da posamezni ID pridobi delež vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je enak njegovemu deležu v osnovnem kapitalu ID-a,
- da znaša izstopna provizija v prvem letu od nič do deset odstotkov vrednosti premoženja vzajemnega sklada,
- da provizija za upravljanje ni višja od 1,5 odstotka povprečne letne čiste vrednosti premoženja investicijske družbe.

Postopek preoblikovanja poteka po naslednjih fazah (ZISDU-1, 192. člen):

- upravljavec sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada in sklene pogodbo s skrbnikom,
- delničarji sprejmejo sklep o preoblikovanju ID v vzajemni sklad,
- upravljavec vloži na ATVP vlogo za upravljanje vzajemnega sklada, za soglasje k pravilom upravljanja in za javno objavo prospekta in izvlečka prospekta vzajemnega sklada,
- ATVP izda ugotovitveno odločbo o uskladitvi poslovanja vzajemnega sklada z ZISDU-1 ter o dovoljenjih in soglasjih iz prejšnje točke,
- upravljavec poda vlogo za izbris ID-a iz sodnega registra, ki mu sledijo prenos celotnega premoženja ID-a na vzajemni sklad, razveljavitev delnic ID-a v registru vrednostnih papirjev ter izdaja enot premoženja bivših delničarjev ID-a , zdaj vlagateljev v vzajemni sklad.

Posamezni delničar, ki je lastnik ID-a TG1R, bo pridobil enak delež vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada in bo postal vlagatelj v vzajemni sklad Triglav Steber 1. To pomeni, da bodo njegove delnice nadomestile enote premoženja vzajemnega sklada. Vrednost premoženja, ki jo bo dnevno izračunavala Triglav D. U., d. o. o., se ne bo več spremljala preko borznih tečajev, ampak preko preglednic objavljenih v vseh dnevnikih, teletekstu in na spletnih straneh.

Pri preoblikovanju se mora tržna cena delnice izenačiti s knjigovodsko vrednostjo, ki je pri TG1R še vedno 15 odstotkov višja od tržne cene. Tako tržna kot knjigovodska vrednost se vsak dan spreminjata, druga glede na to, kako se gibajo tečaji delnic, ki jih ima posamezni ID. Če bi večina tečajev delnic iz borzne kotacije ostala na trenutnih ravneh, bi torej v zelo kratkem času zaslužili 15 odstotkov zaradi kazenskih izstopnih provizij pri prodaji v prvem (12 odstotkov) in drugem (šest odstotkov) letu po preoblikovanju.

Delniški vzajemni sklad Triglav steber 1 ne bo izplačeval dividend, ampak jih bo reinvestiral v sklad in tako povečeval vrednost sredstev v upravljanju. Vrednost tekočega dobička sklada pa se vsak dan sproti pripiše vrednosti premoženja, ki jo vlagatelj pridobi pri prodaji investicijskega kupona. Zaradi preoblikovanja družbe TG1R v vzajemni sklad rok za obdavčitev kapitalskih dobičkov ne bo začel teči na novo, saj se preoblikovanje ne šteje za prodajo delnic investicijske družbe, zaradi česar vlagatelji ohranijo vse dosedanje davčne ugodnosti, ki so jih pridobili z delnico TG1R. (glej Preudarni gospodar: 2004: 7)

Po preoblikovanju TG1R v vzajemni sklad bo le ta postal največji vzajemec v Sloveniji. Njegov najpomembnejši cilj bo doseganje nadpovprečne dolgoročne rasti čiste vrednosti sredstev oz. vrednosti enote premoženja ob sprejeti višji ravni tveganja. Naložbe so usmerjene v delnice družb z veliko ali srednje veliko tržno kapitalizacijo, izoblikovano strategijo razvoja, potencialom dolgoročne rasti ter visoko likvidnostjo (75 do 90 odstotkov). Najmanj 60 odstotkov sredstev sklada bo naloženih na trgih srednje Evrope (Slovenija, Nemčija, Avstrija, Italija, Češka in Madžarska), naložbe v neevropske države pa ne bodo presegle 20 odstotkov sredstev vzajemnega sklada. (glej Preudarni gospodar: 2004: 9)

Sklad je primeren za vlagatelje, ki dajejo prednost slovenskim vrednostnim papirjem in hkrati želijo manjši del sredstev plemenititi tudi v tujih vrednostnih papirjih, kateri izdajatelji uživajo visoko bonitetno oceno. Sklad je primeren za dolgoročno varčevanje in kot kombinacija drugim investicijskim skladom Triglav, s čimer se poveča donosnost celotnega portfelja varčevalca. (glej Preudarni gospodar: 2004: 12)

6.4. Pot certifikata do vzajemnega sklada

Leta 1994 med privatizacijo je Triglav D.U. ustanovil sedem PID-ov: Triglav, PID za Dolenjsko in Posavje, Triglav, PID za Primorsko in Notranjsko, Triglav, PID za Gorenjsko, Triglav, PID za Štajersko in Korošk, Triglav, PID ob Muri d.d., Triglav PID, d. d. in Triglav, PID za Ljubljano in Zasavje, za potrebe zbiranja lastninskih certifikatov državljanov Slovenije.

Za primer vzemimo moj certifikat, ki je bil takrat vreden 100.000 SIT in bi ga lahko investiral v PID Triglav za Gorenjsko, z nominalno vrednostjo delnice po 1.000 SIT. Tako da bi za njegovo vrednost dobil 96 delnic¹ PID-a Triglav za Gorenjsko. Ker je vrednost vseh certifikatov po nekaj letih močno padla, cena se je znižala na 20 do 100 SIT na delnico, bi bil certifikat vreden od 2.000 pa do 10.000 SIT. Zaradi tako ekstremnega razvrednotenja vrednosti se je vsem lastnikom PID-ov z zakonom povečalo število delnic za količnik 10. To pomeni, da bi bil zdaj lastnik 960 delnic PID-a Triglav za Gorenjsko, vrednost delnice pa bi ostala ista.

Leta 1998 se je vseh sedem Triglavovih PID-ov združilo in nastala sta Triglav Steber 1 in Triglav Steber 2. Tako bi bil takrat lastnik 400 delnic TG1N in 560 delnic TG2R. Dne 5. 2. 2003 se Triglav steber 2 preoblikuje v Triglav Finančno družbo, d. d. (v nadaljevanju TFDR), in novo pooblaščen investicijsko družbo Triglav Steber PID, d. d. s naslednjim deležem: TFDR 32,6 odstotka in Triglav steber PID 67,3 odstotka. Leta 2004 se Triglav steber PID preoblikuje v Triglav Naložbe, d. d. (v nadaljevanju TRSG). Pri nastanku TFDR in TRSG se je spremenila nominalna vrednost delnice s100 na 1.000 SIT.

¹ Razlika števila delnic je posledica stroškov provizije in drugih stroškov, zaradi česar dobimo 96 in ne 100 delnic.

Leta 2004 se PID TG1N preoblikuje v ID TG1R. Število delnic se delničarju zmanjša za desetkrat, njihova vrednost pa se s tem desetkrat poveča. Tako bi imeli v lasti 42 delnic novega ID-a. TG1R se bo kmalu preoblikoval v vzajemni sklad in vsak lastnik delnic ID-a TG1R bo avtomatsko pridobil delež investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je enak njegovemu deležu v osnovnem kapitalu ID-a TG1R.

Slika 6.5: Grafični prikaz poti lastninskega certifikata, vloženega leta 1994 v PID Triglav za Gorenjsko.

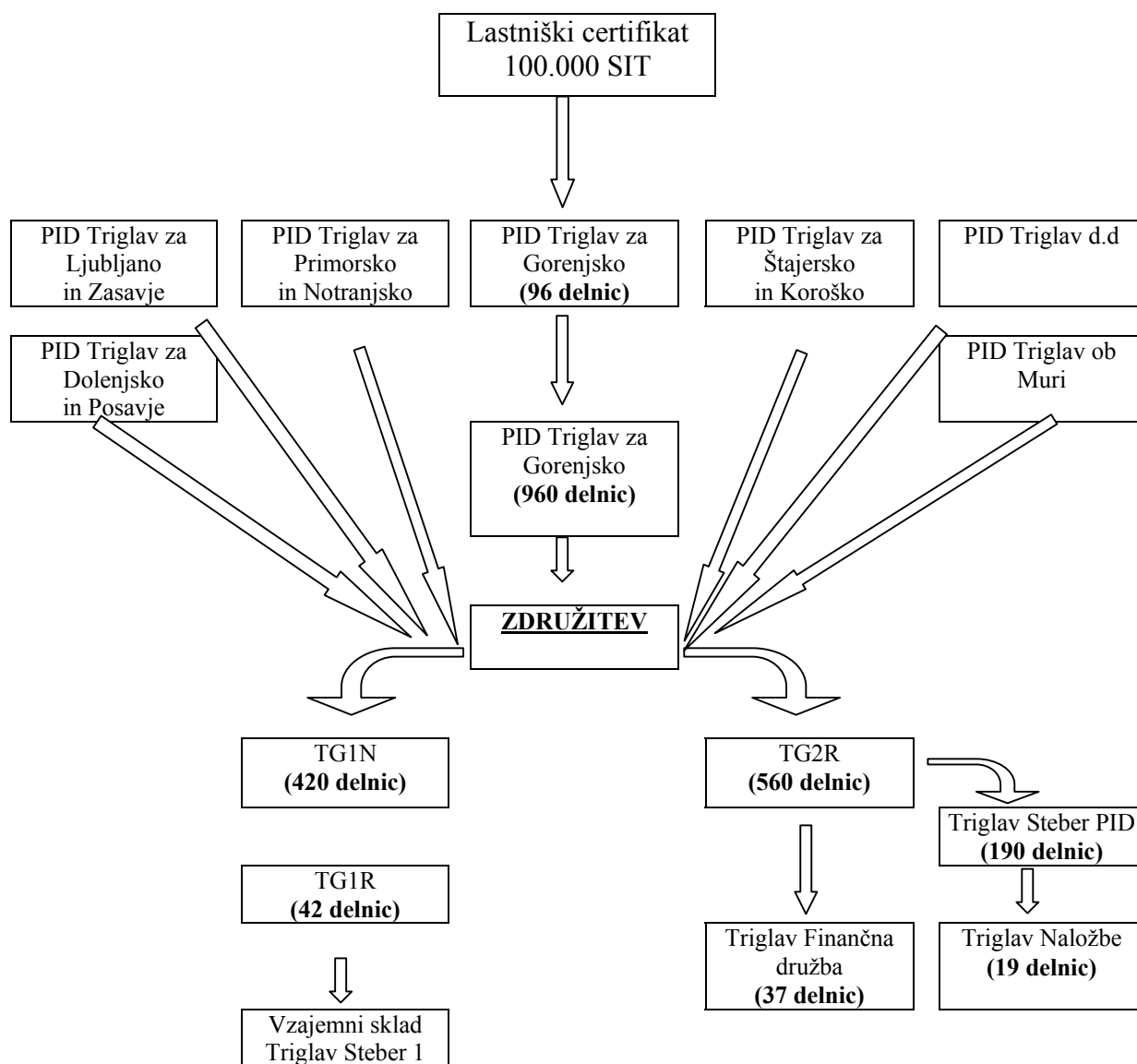


Tabela 6.5: Vrednost delnic, ki so nastale iz vloženega lastniškega certifikata, na dan 23. 3. 2005

Ime delnice	Št. delnic	Enotni tečaj 23. 3. 2005	Vrednost v SIT
ID Triglav steber 1 TG1R	40	3.682 SIT	147.280 SIT
Triglav Finančna družba TFDR	37	1.150 SIT	42.550 SIT
Triglav Naložbe TRSG	19	380 SIT	7.220 SIT
Skupaj v SIT	96		197.050 SIT

Iz tabele (glej tabelo 6.5) je razvidno, da vrednost delnic, ki so nastale iz lastniškega certifikata, vloženega v PID za Gorenjsko leta 1994, danes znaša 197.050 SIT. Začetna vrednost certifikata, ki je znašala 100.000 SIT, se je v 11 letih povečala za skoraj 100 odstotkov. Ko pa se bo ID TG1R preoblikoval v vzajemni sklad, se bo njegova vrednost zvečala še za dodatnih 16 odstotkov, kolikor znaša razlika med knjigovodsko in dejansko vrednostjo delnice, ki se morata po preoblikovanju izenačiti.

Pri tem je treba upoštevati, da so bili PID-i, ki jih je upravljal Triglav DZU, in njihovi nasledniki med najboljšimi PID-i, ki so zbirali certifikatna sredstva. Za primer navajam PID Setev, v katerega sem vložil svoj certifikat. Ta se je kasneje preoblikoval v Hram holding in njegova delnica je danes vredna 353 SIT, tako da je moj certifikat danes vreden le 35.300 SIT, kar je občutno manj v primerjavi s TG1R.

6.5. Vloga Triglava D.U., njegovih skladov, PID-ov in ID-ov v slovenskem gospodarstvu in politiki

V nadaljevanju je prikazan eden izmed člankov, ki opisuje kakšno vlogo igra Zavarovalnica Triglav v slovenskem gospodarskem in političnem prostoru, kako so vodilne osebe prepletene z drugimi podjetji in političnim vrhom.

Med vsemi družbami je za zavarovalnico najpomembnejša prav DZU Triglav, ki upravlja milijardna sredstva vzajemnih skladov (Triglav Steber 1, Triglav Rent, Triglav Evropa, Triglav Obvezniški) in prek tega vpliva na poslovanje korporacij. Ključna oseba družbe za upravljanje je njen dolgoletni prvi mož Janko Kastelic, ki ga nadzoruje predsednik nadzornega sveta Igor Kušar. Slednji je tudi član uprave Zavarovalnice Triglav in velja ob predsedniku uprave Jožetu Leniču za najbolj zvestega človeka prvega moža LDS Toneta Ropa. Kušarja vežejo z Ropom tesne vezi še iz obdobja, ko je bil ta minister za finance in Kušar njegov državni sekretar, oba pa sta imela pod drobnogledom prav privatizacijo Zavarovalnice Triglav. Po sprejetju privatizacijske zakonodaje je Rop Kušarja poslal na čelo paradržavnega sklada Sod, kjer je prevzel skrbništvo nad večinskim državnim lastniškim deležem v Zavarovalnici Triglav. Lani jeseni je Kušar predsedal v upravo zavarovalnice, kjer bedi nad Kastelicem. Ta velja za izredno vplivnega menedžerja, saj sedi v nadzornih svetih velikih korporacij, Save, Krke in Term Čatež. Tudi Kušar je pomemben korporativni igralec, saj je denimo član nadzornega sveta Merkurja. Sava, Merkur in Krka pa so korporacije Kučanovega Foruma 21. Večinsko državno lastništvo v Zavarovalnici Triglav odlikava neposredni politični nadzor nad gospodarstvom, kjer politične stranke prek svojih nameščencev nadzorujejo menedžerje in poslovanje vplivnih korporacij. Velik lastniški in nadzorstveni vpliv v korporacijah je tudi osrednji razlog za srdit politični boj, ki poteka okoli privatizacije največje zavarovalnice. (Stanislav Kovač 2005)

SKLEP

V Sloveniji še je 11 investicijskih družb, ki so nastale iz PID-ov, Nekatere se bodo v kratkem preoblikovale v vzajemne sklade, druge bodo zavlačevale vse do leta 2011. Ko poteče rok za preoblikovanje. Nekateri ID-i se še ne morejo preoblikovati, ker še vedno nimajo dovolj velikega deleža tržnih delnic, in se morajo v teh letih pripraviti, da bodo ustrezali zakonodaji. Drugi ID-i pa zavlačujejo bodisi zato, ker bi potem imeli likvidnostne težave pri izplačevanju komitentov, ki bi izstopali iz sklada, bodisi zato, ker je upravljanje ID-ov še vedno zelo dobičkonosen posel. Nekateri ID-i pa imajo v nekaterih podjetjih prevelik delež in lahko občutno vplivajo na njihovo politiko, postavitev uprave in nadzornih odborov. Če bi se preoblikovali, bi se morali temu odpovedati, saj bi morali svoj delež zmanjšati in se nahati vmešavati v politiko podjetja, ker tako velewa zakon.

Finančnih holdingov, ki so prav tako nastali iz PID-ov, je približno 40, njihovo število se nenehno spreminja, kar je tudi posledica preoblikovanja ID-ov. Ti se morajo namreč znebiti netržnih delnic, to pa storijo tako, da se združujejo, in potem nastajajo holdingi, ki so v velikokrat prazni. Že pogled na tečajno listo prostega trga nam hitro prikaže stanje. Približno polovica holdingov sploh nima podatka za čisto, knjigovodsko vrednost, pri drugih pa je tržna vrednost delnic več kot polovico manjša od knjigovodske. To kaže na stanje PID-ov še iz časov, ko so še sami imeli velik delež netržnih delnic, holdingi pa so le njihovi potomci z "isto gensko okvaro". Izjema sta Triglav finančna družba in NFD holding kjer je razlika med knjigovodsko in tržno vrednostjo "le" 22-odstotna oziroma 27-odstotna za zadnjega. Tudi njuno poslovanje in tečajni kazalci so ugodnejši pri nekaterih drugih, ki že leto za letom stagnirajo.

Moj prva hipoteza pravi, da so problemi, ki so se pokazali pri nastanku in vodenju PID-ov, spodbudili državo, da uredi zakonodajo in preoblikovanje PID-ov. Na podlagi zbrane teorije in kronologije lahko to hipotezo zavrnem. Od leta 1994 je minilo 11 let, a so šele v zadnjih nekaj letih nastale bistvene spremembe na področju PID-ov z uvedbo zakona ZISDU-1 v januarju 2003, in sicer zaradi približevanja Slovenije EU. Cilj novega zakona je bil namreč urediti delovanja investicijskih skladov tako, da bi bil naš zakon kar najbolje usklajen s smernicami EU, predvsem z Direktivo o investicijskih skladih. Drugi razlog za sprejetje

zakona je zagotovitev prostega pretoka kapitala oz. liberalizacije finančnih tokov s tujino po sklepih pridružitvenega sporazuma z EU iz leta 1999. Zakon je močno približan evropski zakonodaji. Za zaščito malih delničarjev pa je bilo takrat žal že prepozno, saj je vrednost PID-ov drastično padla v prvih nekaj letih, ko jim država ni omogočila dovolj delnic za zamenjavo certifikatov. Za zapolnitev privatizacijske luknje država ni pokazala pretiranega zanimanja, saj je sama sebi podaljševala roke in te tudi prekoračevala, pri saniranju te luknje pa je ostalo le pri obljubah. Privatizacijska luknja je tako danes po nekaterih podatkih še vedno "globoka" približno 10 milijard SIT.

Druga hipoteza govori, da so bili zasebni interesi tisti, ki so vplivali na to, da so bili PID-i tako različni od investicijskih skladov, kakršne pozna preostali razviti svet. To hipotezo lahko potrdimo, saj so PID-i že od vsega začetka narobe zastavljeni z vseh vidikov, razen z vidika tistih, ki sklade imajo oz. jih upravljajo. PID-i so bili po funkciji zaprti skladi, kjer sta velikost sklada oz. število delnic določena ob ustanovitvi in fiksna. V zahodnih državah so ti skladi namenjeni najbogatejšim ljudem, ki lahko neposredno nadzirajo upravljavce, pri nas pa so njihovi delničarji povprečni ljudje. Ta podatek govori v prid zasebnim interesom, kajti če bi bili v ospredju javni interesi bi bil cilj da bi bili PID-i organizirani kot odprti skladi, na primer vzajemni sklad. Če bi bila namreč donosnost ali upravljanje vzajemnega sklada slaba, delničarji lahko brez težav nemudoma izstopili iz vzajemnega sklada in tako najbolj neposredno vplivali na upravljavce. Hipotezo potrjujejo tudi visoke upravljavske provizije, ki so si jih izplačevali DZU-ji. S tem so še dodatno zniževali ceno delnic in posledično oškodovali vlagatelje certifikatov. Tudi pogoji za zamenjavo upravljavca so v upravljavskih pogodbah tako strogo določeni, da bi jih delničarji PID-ov zelo težko izpolnili oz. bi morali izplačati upravljavcu visoko odškodnino.

Drugo hipotezo potrjuje tudi korporativno upravljanje PID-ov, saj so imeli ti zaradi velikega deleža delnic v podjetjih možnost upravljanja in postavljanja svojih ljudi vanje. Ti pa so delovali v prid sebi in ne malim vlagateljem.

Kljub temu da se je država po dolgih letih odločila narediti red da na tem področju, jo je nekaj PID-ov prehitelo, se preoblikovalo v finančne holdinge in se s tem izognilo njenemu nadzoru. Kot sem že omenil, za nekaj holdingov sploh ni znane čiste vrednosti delnic in se tudi ne ve,

kakšno provizijo za upravljanje si izplačujejo njihove družbe. Njihovi portfeljski podatki, investicijska politika in provizije niso javni, zato lahko nakup njihovih delnic pomeni "mačka v žaklju". Pri vlagateljih, ki so svoje certifikate zaupali tako omenjenim PID-om, pa je tako delovanje že skoraj izničilo začetno vrednost certifikata.

Za konec poskusimo obe hipotezi povezati. Zakaj država pri oblikovanju in preoblikovanju PID-ov ni ukrepala hitreje in bolj kakovostno?

Triglav DZU upravlja vzajemnime sklade Triglav Rent, Triglav Evropa, Triglav Obvezniški in kmalu še Triglav Steber 1, potem sledita še holdinga Triglav Finančna družba in Triglav Naložbe. Večinska lastnica družbe je Zavarovalnica Triglav, ki tako z milijardami sredstev, naloženih v slovenska podjetja, posredno vpliva na njih. Lastnica zavarovalnice Triglav pa je še vedno država. In ravno tu se mogoče skriva odgovor, zakaj je imela država tako mačehovski odnos do PID-ov. Triglav DZU namreč ni edini tak primer, 40 odstotkov vseh PID-ov, nastalih ob privatizaciji, so upravljale banke in veliko od njih je bilo takrat tudi še v državni lasti. Z vsemi temi milijardami je država imela in še vedno ima moč vplivati na slovenska podjetja. Zakaj bi torej omejevala sama sebe? Zaradi tega je zdaj tudi zelo aktualna zamenjava uprave Zavarovalnice Triglav, kajti njene lovke se razprostirajo po vsem slovenskem ozemlju.

Kaj nas torej čaka? Z leti naj bi netržne delnice postale tržne, trgovanje z njimi na borzi pa bo dvignilo njihovo ceno in bodo tudi delnice praznih PID-ov (oz. njihovih naslednikov) pridobile višjo vrednost. Prav tako naj bi vzajemni skladi, ki še bodo nastali s preoblikovanjem starih PID-ov, s tem samo pridobili. Še so torej možnosti za špekuliranje z njihovimi delnicami na borzi in prostem trgu.

LITERATURA

1. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J (1996): Investments (III). Chicago: Irwin, 937 str.
2. Borak, Neven (2003): Spodkopavanje temeljev trga kapitala. Bančni vestnik, Ljubljana, 52, 3, str. 1.
3. Fabozzi J., Frank, Modigliani Franco (1992): Capital Markets: Institutions and Instruments. International Ed.: Prentice-Hall Inc., 726 str.
4. Grgič, Maja (2002): Lobiji proti zaščiti malih delničarjev. Delo, Ljubljana, 4. 7, str. 13.
5. Jašovič, Božo (1999): Dileme o preoblikovanju PID-ov. Bančni vestnik, Ljubljana, 10, str. 29-32.
6. Kidwell David S., Peterson Richard L., Blackwell David W. (1997): Financial Institutions, Markets and Money (IV), Fort Worth: The Dryden Press, 741 str.
7. Korenjak, Boštjan (2005): Novi davki, Ljubljana: Družinski delničar, 92, str 37.
8. Kovač, Bogomir (1993): Kako lastniniti slovenska podjetja, Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993, 291 str.
9. Kovač, Bogomir (1990): Politična ekonomija privatizacije, Teorija in praksa, 27, 6/7, str. 706-723.
10. More, Matej (2003): Investicijski skladi in družbe za upravljanje. Mednarodno in poslovno pravo. Ljubljana, 169, str. 14-17.
11. Oražem, Aleš (2003): Spremembe, ki jih prinaša zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 50 str.
12. Pinterič, Jan (2002): Pidi so že pod nadzorom. Gospodarski vestnik, Ljubljana, št. 19. [URL: <http://black.gvskupina.si/arhiv/index.php?id=373410&page=1>], 18. 1. 2005.
13. Podberšček, Luka (2002): Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 48 str.
14. Prohaska, Zdenko (1999): Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, učbenik, 205 str.

15. Ribnikar, Ivan (1996): Privatizacijska luknja ali luknja v glavah. Finance, Ljubljana, 17. 7., str. 2.
16. Rugg, Donald D. (1986): The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (III): Dow Jones-Irwin, 245 str.
17. Simoneti, Marko, Erker Igor, Lukovac Jovan (2003): Institucionalni investitorji v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 7-8, str. 113-123.
18. Toplak, Simona (2003): Takoj vzajemci, takoj razpad kapitalskega trga. Finance, Ljubljana, 23. 3., str. 6.
19. Urbas, Andrej (2003): Ustavno sodišče bo presoјalo ustavnost ZISDU. Dnevnik, Ljubljana, 3. 7., str. 4.
20. Veselinovič, Draško (2002): Posredne in neposredne finance v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana 51, 5, uvodnik.
21. Zajec, Matej (2000): preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 95 str.
22. Žnidaršič Kranjc, Alenka (1999): Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: DEJ, 419 str.

VIRI

1. European Tax Handbook 2000, IBFD Publications BV, Amsterdam 2000.
2. KD Točka. Interno glasilo za vlagatelje v vzajemne sklade KD Investments d. o. o. Ljubljana, september 2004.
3. Nasdaq ETF Family.
[URL:http://www.nasdaq.com/Structuredeq/nasdaq_etf_family.stm], 14. 1. 2005.
4. Poročilo k predlogu zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-1] – nujni postopek – EPA 589 – III, (Poročevalec, št. 117/02).
5. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-1] – EPA 589 – III, (Poročevalec, št. 103/02).

6. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-C] – EPA 706 – II – hitri postopek, (Poročevalec, št. 9/99).
7. Preudarni gospodar. Bilten Triglav investicijskih skladov Ljubljana, september, 2004.
8. Stanislav, Kovač: Boj za zavarovalniški imperij.
[URL:http://www.salomon.si/informacija.asp?pp=2&id_informacije=6066], 20. 4. 2005
9. Sklep o ugotovitvi vrednosti premoženja, ki se preda PID-om za lastniške certifikate (Uradni list RS, 72/98).
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU] (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 10/98, 26/99, 110/2).
11. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92).
12. Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju PID-ov (Uradni list RS, št. 50/99).
13. <http://www.gbd.si/tecajnice>, 20. 3. 2005
14. http://www.kdd.si/obvestila/splosna_obvestila/?obvestilo=252, 10. 2. 2005
15. <http://www.zdu-giz.si/docs/kotacije/p-tg1s.rtf>, 25.03.2005
16. Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, 30/98).