



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

**POSEBNI DEL – III. POGlavJE
JE POSLOVNA SKRIVNOST**

Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2021



30. NOVEMBER 2020

Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2021

**Država je pomembna lastnica podjetij v Sloveniji.
Zato ima veliko odgovornost biti dejavna in profesionalna lastnica.**

Splošni cilj podjetij z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, je uspešno, dobičkonosno in gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in v veliko primerih tudi učinkovito izvajanje strateških in razvojnih ciljev, pogosto v okviru posameznih javnih služb. To je treba doseči na trajnostni način, z upoštevanjem ekonomskega, okoljskega in družbenega vidika.

KAZALO VSEBINE – SPLOŠNI DEL

I. UVOD	8
II. SPLOŠNI DEL	14
1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA	14
2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	15
3. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	16
3.1. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb	16
3.2. Strateški in razvojni cilji upravljanja	16
3.3. Cilji v LNU	17
3.3.1. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU	17
3.3.2. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države	17
4. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI	19
5. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH	22
5.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH	22
5.2. Struktura upravljavskega portfelja SDH	24
5.3. Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU	26
6. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH/PODROČJIH	28
6.1. Delež največjih naložb in upravljavskih stebrov v portfelju na dan 30.6.2020	28
6.2. ROE portfelja v obdobju 2016-2022 po upravljavskih stebrih	29
6.3. ROE upravljavskega portfelja v obdobju 2016-2022 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju	30
6.4. ROE upravljavskega portfelja v obdobju 2016-2022 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju	30
7. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL	31
7.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju	31

POMEN KRATIC IN IZRAZOV

AE: Agencija za energijo.

AZN: Agencija za zavarovalni nadzor.

AKOS: Agencija Republike Slovenije za komunikacijska omrežja in storitve.

ARSO: Agencija Republike Slovenije za okolje.

BS: Banka Slovenije.

Borzen: Borzen operater trga z elektriko, d.o.o.

Družba s kapitalsko naložbo države: družba, v kateri ima kapitalsko naložbo SDH ali RS, SDH pa s to naložbo upravlja. Navedeni izraz je potrebno ločiti od izraza Kapitalna naložba države, ki jo ZSDH-1 definira kot kapitalsko naložbo v lasti RS, KAD ali SDH.

DSU: Družba za svetovanje in upravljanje, d.o.o.

DTK: Družbe tveganega kapitala.

DRSV: Direkcija za vode.

Državni zbor RS: Državni zbor Republike Slovenije.

DUTB: Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.

ECB: Evropska centralna banka.

EDP: Elektro distribucijska podjetja.

Eles: Eles, sistemski operater prenosnega elektroenergetskega omrežja, d.o.o.

EIB: *European Investment Bank* – Evropska investicijska banka.

EK: Evropska komisija.

EU: Evropska unija.

FED: *Federal Reserve Board* – Ameriška centralna banka.

GJS: Gospodarska javna služba.

IMF: *International Monetary Fund* – Mednarodni denarni sklad.

KAD: Kapitalna družba, d.d.

Kodeks SDH: Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, sprejet novembra 2019.

KN: kapitalna naložba. Kapitalne naložbe so lastniški vrednostni papirji po zakonu, ki ureja trg finančnih instrumentov, ali poslovni deleži ali drugi lastniški deleži v posameznih gospodarskih družbah skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe. V tem aktu se kot zamenljivi pojmi z enakim pomenom uporabljajo: KN, kapitalne naložbe in naložbe.

LNU: Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb, ki ga vsako leto pripravi SDH skladno s 30. členom ZSDH-1.

Merila: Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države so akt SDH, ki se praviloma vsako leto posodablja hkrati s pripravo LNU. V tem aktu so opredeljena merila oziroma kazalniki za spremljanje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države.

MDDSZEM: Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti.

MF: Ministrstvo za finance.

MGRT: Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo.

MJU: Ministrstvo za javno upravo.

MOP: Ministrstvo za okolje in prostor.

MSP: Mala in srednje velika podjetja.

MZI: Ministrstvo za infrastrukturo.

NEPN: Nacionalni energetskega podnebni načrt.

OECD: *Organisation for Economic Co-operation and Development* – Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj.

(O)GJS: (Obvezna) gospodarska javna služba.

Politika upravljanja SDH: Politika upravljanja SDH, sprejeta marca 2019.

Pomembne naložbe: naložbe, v katerih želi RS ohraniti ključne razvojne dejavnike v državi.

Portfeljske naložbe: naložbe, s katerimi poskuša RS doseči izključno gospodarske cilje.

Priporočila in pričakovanja SDH: Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga, sprejeta avgusta 2020.

RS: Republika Slovenija.

SiDG: Slovenski državni gozdovi, d.o.o.

SKZG: Sklad kmetijskih zemljišč in gozdov Republike Slovenije.

SODO: SODO, sistemski operater distribucijskega omrežja z električno energijo, d.o.o.

Statut SDH: Statut SDH v vsakokratnem besedilu.

Strategija ali Strategija upravljanja ali OdsukND: Strategija upravljanja kapitalskih naložb države, ki jo je dne 13.7.2015 sprejel Državni zbor RS kot Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države.

Strateške naložbe: naložbe, s katerimi RS poleg gospodarskih dosega tudi strateške cilje.

SDH: Slovenski državni holding, d.d.

Skupina RS: RS in z njo povezane družbe.

SOD: Slovenska odškodninska družba, d.d., ki se je skladno z ZSDH-1 preoblikovala v SDH.

SPS: Slovenski podjetniški sklad oziroma Javni Sklad Republike Slovenije za podjetništvo.

SURS: Statistični urad Republike Slovenije.

TEU: oznaka za kontejner.

UMAR: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

Vlada RS: Vlada Republike Slovenije.

ZDA: Združene države Amerike.

ZCes-1: Zakon o cestah (Uradni list RS, št. 109/2010 s spremembami).

ZFPPIPP: Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 13/2014 s spremembami).

ZGD-1: Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/2006 s spremembami).

ZIS: Zakon o igrah na srečo (Uradni list RS, št. 14/2011 s spremembami).

ZIUZEOP: Zakon o interventnih ukrepih za zajezitev epidemije COVID-19 in omilitev njenih posledic za državljane in gospodarstvo (Uradni list RS, št. 49/2020 s spremembami).

ZSOS-C: Zakon o dopolnitvah zakona o Slovenskem odškodninskem skladu (Uradni list RS, št. 55/2017).

ZPIZ: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

ZPPDFT-1: Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št. 68/2016 s spremembami).

ZPPOGD: Zakon o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti RS in samoupravnih lokalnih skupnosti (Uradni list RS, št. 21/2010 s spremembami).

ZPre-1: Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 79/2006 s spremembami).

ZSDH-1: Zakon o Slovenskem državnem holdingu (Uradni list RS, št. 25/2014).

ZSDU: Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/2007 s spremembami).

ZTFI: Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 108/2010 s spremembami).

ZZLPPO: Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/1998 s spremembami).

ZZNSZP: Zakon o zagotavljanju navigacijskih služb zračnega prometa (Uradni list RS, št. 101/2003 s spremembami).

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2021

UVOD

I. UVOD

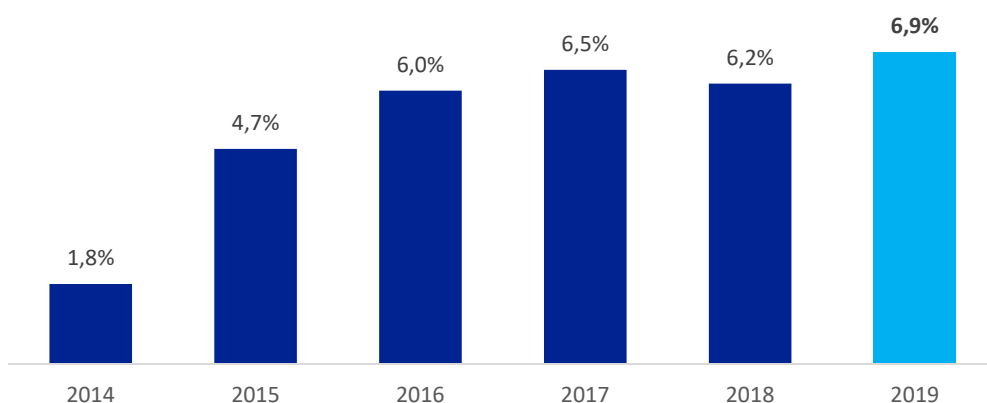
Letošnje leto je celotno svetovno gospodarstvo zaznamoval izbruh pandemije COVID-19, ki je svet presenetila v prvem četrtletju 2020 ter povsem spremenila pogoje poslovanja ter globalne makroekonomske razmere. Gospodarstvo v RS je bilo negativnih posledic pandemije deležno z enako intenziteto kot ostala gospodarstva sveta. To je glavni objektivni razlog, da načrtovani poslovni rezultati za leto 2020 ne bodo doseženi. Prav tako je dejstvo velika negotovost napovedi uspešnosti poslovanja do konca letošnjega leta in za prihodnja leta, saj bo uresničitev napovedi v največji meri odvisna prav od uresničitve posameznih scenarijev nadaljnega razvoja pandemije COVID-19. Veseli dejstvo, da se je izkazalo, da družbe s kapitalsko naložbo države premorejo primeren in učinkovit način korporativnega upravljanja, saj se, tudi zaradi primernega odziva družb na nastalo situacijo, najbolj črni gospodarski scenariji v njih niso uresničili. To se je najprej izkazalo pri aktivnostih družb za zaščito zdravja in življenj zaposlenih in posledično za zagotovitev neprekinjenega delovanja družb, s posebnim poudarkom na kritični infrastrukturi. Nadalje velja pohvaliti primeren odziv družb na izzive in tveganja, ki jih je prinesla kriza. V večji meri se je izkazala tudi robustnost poslovnih modelov in finančna stabilnost družb, k čemur so prispevali tudi nekateri ukrepi, ki jih je sprejela država z namenom omilitve posledic za državljane in gospodarstvo, kot tudi dejstvo, da se je gospodarstvo že v preteklih krizah prekalilo in pripravilo primerne rešitve. Seveda pa je temu ključno prispeval tudi sistem korporativnega upravljanja, ki spodbuja družbe k celovitemu razmisleku pri naslavljanju tveganj pri upravljanju družbe.

Upravljavski portfelj SDH predstavlja pomemben delež slovenskega gospodarstva. Družbe v upravljanju SDH so zelo pomemben zaposlovalec, saj je bilo v teh družbah v letu 2019 zaposlenih preko 71 tisoč ljudi. Poslovni prihodki družb v upravljanju SDH predstavljajo okoli 15 % vseh ustvarjenih prihodkov gospodarskih družb v Sloveniji, enak delež dosegajo tudi glede ustvarjene skupne dodane vrednosti. Ta je v družbah iz upravljavskega portfelja SDH v povprečju okoli 30 % višja kot znaša poprečje vseh gospodarskih družb v Sloveniji.

SDH je vzpostavil robusten sistemski okvir upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, ki temelji na smernicah OECD, sprejeti Strategiji upravljanja in ZSDH-1. Model korporativnega upravljanja SDH je vsem deležnikom znan, je predvidljiv ter temelji predvsem na (i) natančno opredeljenih merilih za merjenje uspešnosti poslovanja in uresničevanja strateških ciljev družb s kapitalsko naložbo države, ki zajemajo tudi trajnostna merila uspešnosti poslovanja, (ii) uveljavljenem sistemu določanja ciljnih vrednosti ekonomsko finančnih in strateških ciljev družb, ki se določajo ambiciozno, a realno dosegljivo, (iii) uvedbi in nadgradnji preglednega sistema poročanja družb o uresničevanju zastavljenih ciljev, (iv) redni komunikaciji z družbami, ki med drugim zajema tudi obdobjno (praviloma vsaj dvakrat letno) izvajanje periodičnih sestankov z njimi, (v) sprotnem spremljanju uresničevanja zastavljenih ciljev in sprejetih strategij družb ter analiziranju rezultatov, (vi) preverjanju poslovnih modelov in spodbujanju aktivnosti za nadaljnje izboljšanje poslovanja in konkurenčnosti družb, (vii) učinkovitem in preglednem izvajanju postopkov prodaj in nakupov kapitalskih naložb, (viii) standardiziranemu postopku izbora članov nadzornih svetov, (ix) organizaciji rednih izobraževalnih aktivnosti za člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države ter (x) stalnemu prenosu relevantnih dobrih praks na družbe v upravljanju SDH.

Na podlagi zgoraj opisanega sistema upravljanja **so družbe v upravljanju SDH v preteklosti, ob ugodnih pogojih v gospodarskem okolju, uspele bistveno izboljšati rezultate poslovanja.** Čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) portfelja SDH se je postopoma dvigovala z 1,8 % ob koncu leta 2014, na 6,9 % konec leta 2019, ko je pomembno preseгла tudi ciljno vrednost, določeno v višini 6,2 %.

Slika 1: **ROE portfelja v upravljanju SDH v obdobju 2014-2019, v %**



V tem obdobju se je pomembno spremenila tudi struktura upravljaljskega portfelja SDH. Bistveno se je povečal delež **strateških naložb, ki danes predstavljajo že 82 % vrednosti portfelja**¹, pri upravljanju katerih je **v ospredju uresničevanje strateških oziroma razvojnih ciljev države**, torej uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustrezne ravni in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov, ki presegajo zgolj ekonomske cilje.

SDH je tudi letos, tokrat že šestič zapored, pripravil Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb (LNU), s katerim za prihodnje poslovno leto določa podrobne cilje pri upravljanju posameznih naložb, kot tudi ukrepe in usmeritve za doseganje teh ciljev.

Kot omenjeno na začetku, **priprava LNU za leto 2021**, ki zaradi pojava pandemije COVID-19 v letu 2020 **poteka v pogojih hitro spreminjajočega se poslovnega okolja in negotovih napovedi bodočih makroekonomskih gibanj**, predstavlja **izjemno velik izziv**.

Postopek priprave LNU se glede na dosedanje prakso ni spreminjal. Gre za proces, ki ga SDH začne že v začetku poletja (preveritev ustreznosti kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja, analize poslovanja družb in *benchmark* analize ipd.) in se nadaljuje s pravno dopustnim upravljaljskim dialogom med SDH in družbami. SDH načrtuje ambiciozne, vendar realno dosegljive vrednosti pričakovanih strateških in ekonomsko-financijskih kazalnikov ter na ta način uresničuje svojo vizijo, ki je ustvarjanje vrednosti kapitalskih naložb za lastnika. Kazalniki, katerih ciljne vrednosti so določene z LNU, pokrivajo ključne vidike poslovanja družb, ki so pomembni za njihov razvoj in konkurenčnost. Z LNU se za prihodnje poslovno leto oceni tudi denarne tokove iz naslova upravljanja s kapitalskimi naložbami, s katerimi upravlja SDH. Zaradi hitro spreminjajočega se okolja je LNU za leto 2021 pripravljen na način, da so njem v največji možni meri navedene uporabljene predpostavke za doseganje ciljev. Te se glede na trenutno situacijo, ko je ponovno razglašena epidemija COVID-19, v nekaterih delih zdijo zelo optimistične.

LETO 2020

SDH se je na novonastale okoliščine zaradi izbruha pandemije COVID-19 v prvem četrtletju 2020 nemudoma odzval in intenziviral svoje upravljaljske aktivnosti na način, da je (i) dnevno spremljal poslovanje družb, ki upravljajo s kritično infrastrukturo, (ii) se sproti seznanjal z oceno vpliva COVID-19 na delovanje vseh družb v upravljanju SDH, njihove prihodke in likvidnost, (iii) spremljal oceno izplačil dividend družb v letu 2020 ter v povezavi s tem oceno vplivov na likvidnostni in finančni položaj SDH, (iv) spremljal sprejeto interventno zakonodajo ter s tem v zvezi dal več pobud in (v) sprejemal različne ukrepe za obvladovanje tveganj, povezanih z novonastalo situacijo. Velja poudariti, da so v času pandemije vse družbe iz portfelja SDH, ki upravljajo s kritično infrastrukturo, zagotovile neprekinjeno delovanje in nemoteno nudile svoje storitve.

Zaradi bistveno poslabšanih okoliščin poslovanja načrtovani kvantitativni cilji v zvezi z upravljanjem kapitalskih naložb za leto 2020 sicer ne bodo doseženi, pričakuje pa se dobičkonosno poslovanje na nivoju celotnega portfelja SDH.

¹ Delež strateških naložb v upravljaljskem portfelju SDH je v letu 2014 dosegal 66,8 %.

Prve ocene² poslovanja družb iz portfelja v upravljanju SDH kažejo, da bi ROE portfelja v letu 2020 lahko dosegel 3,4 %, kar je 2,5 o.t. manj kot je bilo predvideno z LNU 2020. Po zadnjih napovedih UMAR (osnovni scenarij) bo gospodarska rast v Sloveniji v istem obdobju negativna in naj bi znašala -6,7 %, kar kaže na relativno uspešno poslovanje družb v upravljanju SDH, kljub ocenjenemu upadu kazalnika ROE. Na znižanje ROE negativno vplivajo tudi nekatere regulatorne spremembe, kot npr. spremembe Akta o metodologiji za določitev regulativnega okvira in metodologiji za obračunavanje omrežnine za elektro operaterje.

RS, SDH in ZPIZ v letu 2020 ne bodo prejeli načrtovane višine izplačanih dividend, ki so bile v LNU 2020 predvidene v skupni višini 142,4 milijonov EUR. Navedeno je posledica pandemije COVID-19 in zaostrenih pogojev poslovanja, ki so se odrazili v slabših rezultatih poslovanja nekaterih družb v letu 2020 in poslabšanju njihovega finančnega položaja. Nižje izplačilo dividend je tudi posledica omejitev, ki so jih v zvezi z izplačili dividend bank in zavarovalnic v letu 2020 uvedle nadzorne institucije. Po zadnjih ocenah bosta RS in SDH v letu 2020 skupaj prejeli dividende v višini 85,9 milijonov EUR.

Učinek krize COVID-19 se sicer različno odraža na poslovanje posameznih družb. V portfelju SDH so bile najbolj prizadete družbe iz turistične panoge, proizvodne družbe in družbe iz panoge prometa. Zaenkrat so bile nekoliko manj prizadete nekatere druge panoge, najmanj negativno pa je kriza COVID-19 vplivala na farmacijo in telekomunikacijsko dejavnost.

NAPOVEDI ZA LETO 2021 IN 2022

Napovedi za leto 2021 so pripravljene upoštevajoč napovedi gospodarskih gibanj v času priprave tega dokumenta. V letu 2021 naj bi tako ob predpostavkah scenarija UMAR prišlo do okrevanja gospodarske aktivnosti v večini panog, kar pa ne bo moglo izničiti pričakovanega padca aktivnosti v letu 2020. SDH od družb v upravljanju pričakuje, da bodo v zaostrenih pogojih poslovanja še več pozornosti namenile racionalizaciji stroškov in dvigu učinkovitosti poslovanja.

Tabela 1: **ROE portfeljev RS in SDH skupaj v obdobju 2016-2019, ocena za leto 2020 ter napoved za leto 2021, v %**

Steber	2016	2017	2018	2019	LNU 2020	Ocena 2020	LNU 2021	Napoved 2022
PROMET	5,0	5,9	6,3	6,9	5,0	1,3	3,4	4,5
ENERGETIKA	4,1	3,4	3,2	4,7	5,2	4,4	3,8	4,3
FINANCE	8,9	10,6	9,6	10,1	8,0	5,6	5,9	7,4
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	6,5	4,2	7,6	7,3	8,5	5,5	6,2	7,4
Portfelj RS+SDH	6,0	6,5	6,2	6,9	5,9	3,4	4,2	5,2

Pri tem velja poudariti, da so aktivnosti v zvezi s pripravo poslovnih načrtov družb v upravljanju SDH, ki predstavljajo eno od podlag za določitev ciljev družb v prihodnjih letih, intenzivno potekale vse od začetka septembra, ko je bila epidemiološko situacija precej boljša. Dodatno zaostrovanje epidemiološke situacije, ki smo ji priča od sredine oktobra dalje, lahko pomembno vpliva na rezultate poslovanja, kot so predstavljeni v tem dokumentu ter negativno vpliva na verjetnost njihove uresničitve.

V letu 2021 je predvidena rast donosnosti portfelja v upravljanju SDH. Ta je v letu 2021 načrtovan v višini 4,2 %, kar je 0,8 o.t. več kot je ocenjena višina ROE za letošnje leto.

Izboljšanje donosnosti je predvideno v vseh stebrih z izjemo stebra **Energetika**. Ta steber je bil v letu 2020 zaradi učinkov krize COVID-19 relativno najmanj prizadet, kot kaže pa bodo njeni učinki trajali nekaj dlje. Razlog za nižje načrtovani ROE stebra Energetika v letu 2021 je predvsem v nižji načrtovani donosnosti dveh največjih skupin v tem stebru, in sicer Skupine HSE in Skupine GEN, zaradi predvidenih relativno nizkih prodajnih cen električne energije, nekaterih regulatornih vplivov (kot je dvig prispevka za razgradnjo NEK), pri Skupini HSE pa še zaradi predvidene višje rasti cen kuponov CO₂.

V letu 2021 bodo ključne upravljalvske aktivnosti SDH v stebru Energetika usmerjene v podporo aktivnostim družb v upravljanju SDH za zagotavljanje energetske samozadostnosti RS in spodbujanje investicijskih projektov družb, ki bodo ekonomsko upravičeni in v skladu s Celovitim nacionalnim energetske in podnebni načrtom RS. Obenem bo SDH podpiral ciljno usmerjenost družb v razogljičenje, v skladu s predpisi EK. Na področju plinovodnega sistema bo spodbujal nadaljnji razvoj v skladu s plinskimi tokovi in zmogljivostmi sistema ter k dodatnim širitvam plinskega omrežja in novim mednarodnim povezavam z namenom oskrbe neplinificiranih regij v Sloveniji. Prav tako si bo SDH v letu 2021 prizadeval za povečanje kibernetske varnosti v družbah na način, da jih bo v okviru svoje upravljalvske in usklajevalne vloge podpiral pri vzpostavitvi skupnega varnostno operativnega centra.

² Zaradi negotove in hitro spreminjajoče se situacije v zvezi z nadaljnjim razvojem pandemije COVID-19, njenim trajanjem in pogostostjo ponavljanja ter s tem povezanimi negativnimi učinki na poslovno okolje in na napovedi bodočih makroekonomskih gibanj, je tveganje ne-uresničitve ocene relativno visoko.

Ostali stebri bodo predvidoma v povprečju beležili boljše rezultate. Kljub temu bodo nekatere dejavnosti še vedno v veliki meri čutile posledice krize (npr. turizem in nekatere predelovalne dejavnosti). Pred-krizni rezultati so zaenkrat nedosegljivi, ob tem pa se je potrebno zavedati, da so bile makroekonomske napovedi že pred krizo COVID-19 za leto 2021 nekoliko slabše kot za leto 2020, te pa slabše kot za leto 2019.

Pri stebru **Promet**, ki je zaradi krize utrpel relativno največje posledice, se v letu 2021 pričakuje relativno najvišje izboljšanje poslovanja, ki ga bodo po pričakovanjih realizirale vse nosilne družbe stebra.

Ključne upravljaljske aktivnosti stebra Promet bodo usmerjene v spremljanje tistih investicijskih projektov družb, ki so se že začeli v letu 2020 in se bodo nadaljevali tudi v letu 2021. SDH bo v skladu s svojimi pristojnosti predvidoma še v letu 2020 odločal o strateškem partnerstvu na področju tovarnega prometa ter v nadaljevanju spremljal izvedbo projekta. Kot aktiven upravljevalec bo podajal tudi predloge k strateškemu širjenju Slovenskih železnic na področje avtobusnega prometa ter spremljal finančni položaj največje naložbe DARS. V okviru tega bo več pozornost namenil oblikam financiranja investicij, ki so družbeno koristne in pomembne za širše gospodarstvo, ne pa tudi nujno ekonomsko upravičene za DARS. V sodelovanju z ostalimi deležniki bo še naprej sodeloval tudi pri pobudah za spremembo poštno zakonodaje ter v zvezi z integracijo Intereurope budno spremljal tudi uresničevanje sinergij v Skupini Pošta Slovenije, kjer se glavnina teh pričakuje v letih 2021 in 2022.

V stebru **Finance** je položaj zaenkrat stabilen. Zavarovalnici bosta kljub rahlemu trendu nižanja poslovnih rezultatov še vedno dosegali dobre rezultate, ki so primerljivi ali boljši kot pri primerljivih zavarovalnih skupinah. Večji negativni vpliv krize čuti NLB Skupina, predvsem zaradi pritiska na oblikovanje dodatnih kreditnih slabitev in rezervacij. Pomembno utež v tem stebru ima SID banka, ki pa ni tržno naravnana in bo predvidoma v prihodnje dosegala nizke stopnje ROE. SID banka je sicer aktivno vključena v reševanje posledic vpliva epidemije na gospodarstvo in je podjetjem neposredno ali posredno preko poslovnih bank ponudila finančne produkte v skupni višini cca. 800 milijonov EUR, hkrati pa pri zavarovanju za račun države med drugim omogočila zavarovanje izvoznih poslov, kjer je privatni (po)zavarovalni trg zaradi omejenih kapacitet zmanjšal ponudbo.

V letu 2021 bodo ključne upravljaljske aktivnosti v stebru Financ namenjene spremljanju uresničevanja sprejetih strateških načrtov družb, ki v zadnjih letih vodijo intenzivne prevzemne aktivnosti. Tako kot do sedaj si bo SDH v okviru svojih pristojnosti prizadeval, da bodo družbe po odpravi sedaj veljavnih omejitev v zvezi z izplačili dividend bank in zavarovalnic, tudi v prihodnje, upoštevale njihove rezultate poslovanja, finančni položaj in razvojne načrte, sledile sprejetim dividendnim politikam. Aktivnosti stebra bodo prav tako usmerjene k čimprejšnjemu zaključku postopkov likvidacije družb tveganega kapitala ter nadaljevanju prodajnih aktivnosti najmanjših kapitalskih naložb, prejetih iz naslova dedovanja.

Pri stebru **Gospodarstvo in turizem** je položaj po posameznih družbah zelo različen. Medtem ko vpliv krize na poslovanje nekaterih družb nima pomembnega negativnega vpliva (Krka, Telekom), je pri nekaterih družbah (turizem, prirejanje iger na srečo in nekatere predelovalne dejavnosti) položaj povsem drugačen.

V letu 2021 bodo ključne upravljaljske aktivnosti v stebru Gospodarstvo in turizem usmerjene v upravljanje družbe Sava (tako z vidika upravljanja terjatev, kot tudi z lastniškega vidika) in v izvajanje aktivnosti, načrtovanih v LNU Turizem, pri čemer bo SDH pri tem upošteval spremenjene okoliščine v turistični panogi zaradi epidemije COVID-19 ter vpliv teh okoliščin na dolgoročno poslovanje in vrednost turističnih družb. S sprejemom LNU za leto 2021 se izvajanje aktivnosti in ukrepov, predvidenih v LNU Turizem, nadaljuje v letu 2021, in sicer na podlagi vsakokratne finančne presoje posameznega ukrepa (samega zase in v povezavi z načrtovanimi sinergijskimi učinki). Prav tako je v letu 2021 izvajanje aktivnosti in ukrepov, predvidenih v LNU Turizem, lahko odvisno od morebitne spremembe strategije države na področju turizma, kar bo SDH preveril pri MGRT, ki je formalni predlagatelj vsakokratne državne strategije turizma (sprejme pa jo Vlada RS) in s proučitvijo morebitnih sprejetih in objavljenih dokumentov države na področju strategije turizma (pričakuje se sprejem nove strategije turizma za leto 2021 in naslednja leta). SDH si bo prizadeval podati svoje komentarje in predloge na osnutek strategije turizma za leto 2021 in naslednja leta (v delu, ki se nanašajo na državne turistične naložbe).

Med pomembnejšimi nalogami bo tudi ureditev statusa družbe Studentenheim Korotan, ki je bila vključena v različne strateške dokumente RS s področja zamejstva po svetu, kulture, šolstva in znanosti. Družba je trenutno opredeljena kot portfeljska naložba, kar je glede na opredelitev njenih ključnih dejavnosti in namena ustanovitve neustrezno. SDH si bo prizadeval, da se v sodelovanju z vsemi pristojnimi ministrstvi opredeli končni status naložbe in na tej podlagi pripravi ustrezen dolgoročno vzdržen model poslovanja.

Pri rednem upravljanju kapitalskih naložb v letu 2021 bo posebna skrb namenjena družbam, ki so zaradi posledic epidemije COVID-19 posebej prizadete, med temi družbami poleg turističnih družb izstopajo še Skupina Hit, Skupina Sij, Skupina Unior in invalidska družba CSS.

Izvajanje ustrezne dividendne politike je ena izmed osrednjih aktivnosti upravljanja kapitalskih naložb, s katero SDH zasleduje cilje maksimiranja denarnih tokov za lastnika, ob hkratnem upoštevanju uspešnosti poslovanja posameznih družb v upravljavskem portfelju in njihovih razvojnih potreb. Obseg dividend v letu 2021 je za RS, SDH in ZPIZ skupaj načrtovan v višini 83,9 milijonov EUR. Ob predpostavki, da za zavarovalnice in banke ne bodo veljale posebne omejitve izplačil dividend, bi bilo izplačilo dividend za 47,6 milijonov EUR višje in bi skupaj znašalo 131,5 milijonov EUR.

V pogojih hitro se spreminjajočega se okolja in negotovih napovedi za bodočnost bo uresničevanje ciljev iz tega LNU po vsej verjetnosti zelo zahtevno, tako za družbe iz upravljavskega portfelja SDH, kot tudi za SDH. Glede na potek dogodkov bo SDH svoje delovanje in prioritete naloge v letu 2021 sproti prilagajal.

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB
ZA LETO 2021

SPLOŠNI DEL

II. SPLOŠNI DEL

1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA

LNU je sestavljen iz **splošnega dela** in **posebnega dela**. Posebni del v veliki meri vsebuje podatke, ki so poslovno občutljivi, zato ima v celoti oznako POSLOVNA SKRIVNOST in ni javno objavljen.

V **splošnem delu LNU** so na kratko predstavljeni akti upravljanja kapitalskih naložb in cilji upravljanja, tako temeljni kot tudi strateški in razvojni cilji. Predstavljene so zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb. Prav tako so opisane makroekonomske napovedi za naslednje obdobje.

Nadalje je predstavljen celoten upravljavski portfelj SDH in opredeljene družbe, ki niso uvrščene v posebni del LNU. Prikazan je pregled dosežene in pričakovane donosnosti kapitala naložb po različnih kriterijih in predstavljeni pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb, in sicer iz naslova prejetih dividend.

V **posebnem delu LNU** so prikazani posamezni stebri/področja upravljanja. Znotraj vsakega stebra je za vsako naložbo posebej predstavljen načrt upravljanja. Podrobno so opredeljeni cilji upravljanja za leto 2021 ter napovedi za leto 2022, in sicer za tiste družbe, ki glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala – utež v upravljavskem portfelju – najpomembneje vplivajo na uspešnost upravljskega portfelja SDH z vidika dobičkonosnosti lastniškega kapitala. Opredeljena so ključna merila za merjenje uspešnosti pri doseganju ciljev upravljanja ter ukrepi in usmeritve za doseganje teh ciljev. Izjemo predstavlja navedba ukrepov za naložbe v družbe, ki opravljajo dejavnost elektro distribucije, saj so predvidene upravljske aktivnosti pri vseh teh naložbah podobne.

Velja poudariti, da je za sprejem poslovnih odločitev družbe, ki so navedene v okviru pričakovanj SDH, odgovorno izključno njeno vodstvo, ki mora v postopku odločanja o sprejemu konkretne poslovne odločitve z dolžno skrbnostjo sprejeti le tako odločitev, ki je ekonomsko smotrna in v interesu družbe. Nadzor nad vodenjem družbe oziroma sprejemanjem ekonomsko smotrnih odločitev pa je odgovornost nadzornega sveta/upravnega odbora družbe.

Glede na posebnosti dejavnosti, v katerih delujejo družbe, so merila uspešnosti nekaterih družb zelo kompleksna, zato je za njihovo lažje razumevanje priporočljiva souporaba dokumenta Merila.

V posebnem delu LNU so predstavljeni tudi pričakovani denarni tokovi iz naslova prodaj ter nakupov naložb v letih 2021 in 2022.

OMEJITEV ODGOVORNOSTI

Dokument je izdelan s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in s potrebnim strokovnim znanjem. Napovedi, ki jih vsebuje dokument, temeljijo na ocenah in predpostavkah SDH o poslovanju družb. SDH ob pripravi tega dokumenta ni razpolagal z notranjimi informacijami javnih delniških družb.

2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

ZSDH-1 določa štiri temeljne akte upravljanja naložb v lasti SDH in RS, ki jih upravlja SDH, in sicer (i) Strategijo upravljanja, (ii) LNU, (iii) Politiko upravljanja SDH in (iv) Kodeks SDH. Poleg navedenih, in z njimi vsebinsko povezanih aktov upravljanja naložb, so še (v) Merila, (vi) Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb ter (vii) Priporočila in pričakovanja SDH.

Strategija upravljanja, ki jo je Državni zbor RS sprejel 13.7.2015, skladno z 28. členom ZSDH-1 določa (i) opredelitev in razvrstitev naložb na posamezne vrste naložb, (ii) opredelitev razvojnih usmeritev RS kot delničarke ali družbenice družb in (iii) posamezne strateške cilje, ki jih RS želi uresničiti z vsako naložbo, opredeljeno kot strateško. V 10. členu ZSDH-1 je določeno, da se vse naložbe SDH in RS uvrščajo v eno od treh vrst naložb, in sicer med strateške, pomembne ali portfelnjske naložbe. Če posamezna naložba ni uvrščena v katero od naštetih vrst naložb, se šteje za portfelnjsko naložbo.

Skladno s 30. členom ZSDH-1 LNU sprejme uprava SDH na podlagi sprejete Strategije upravljanja, za veljavnost zadevnega akta pa je potrebno pridobiti še soglasje nadzornega sveta SDH (in sicer najkasneje do konca novembra tekočega leta za naslednje koledarsko leto) ter nato še soglasje Vlade RS na predlog MF.

Iz utemeljenih razlogov, in če je posamezno dejanje upravljanja v skladu z zakonom, Statutom SDH ter ni v bistvenem nasprotju z dejanji upravljanja, kot so predvidena v posebnem delu LNU, **lahko SDH, brez dopolnitve ali spremembe LNU, izvede naslednja dejanja upravljanja:**

- z namenom uravnavanja likvidnosti proda ali drugače razpolaga s kapitalskimi naložbami v imetništvu SDH, pod pogojem, da knjigovodska vrednost kapitalske naložbe³, ki je predmet razpolaganja v posameznem letu, ne presega 5 milijonov EUR;
- upravlja in razpolaga s KN, ki jih RS pridobi med letom in niso del LNU, pod pogojem, da knjigovodska vrednost KN, ki je predmet upravljanja oziroma razpolaganja, ne presega 1 milijon EUR;
- vodi aktivnosti v zvezi s pridobivanjem KN za RS, če je o taki pridobitvi vsebinsko že predhodno odločila Vlada RS s sklepom, ne glede na to, v kakšni vlogi je pri sprejetju takega sklepa nastopala Vlada RS (kot skupščina SDH, kot državni organ ali v drugi vlogi, če je voljo Vlade RS glede pridobitve možno nedvoumno razbrati in je SDH o tem obveščen)⁴.

Šteje se, da so dejanja upravljanja, ki ustrezajo merilom iz prejšnjega odstavka, opravljena v skladu in na podlagi LNU.

Pomemben akt SDH, ki je vsebinsko povezan z LNU, so tudi **Merila**. Navedeni akt opredeljuje kazalnike, s katerimi SDH spremlja uspešnost poslovanja družb s kapitalsko naložbo države. Poleg merjenja oziroma ocenjevanja preteklih rezultatov poslovanja so merila namenjena podrobnejši določitvi pričakovanj SDH do družb s kapitalsko naložbo države glede bodočih poslovnih rezultatov. Merila niso kvantificirana, zato jih je treba uporabljati z vsakokratnim LNU. V LNU so merila namreč kvantificirana in predstavljajo pričakovanja SDH do družb s kapitalsko naložbo države glede doseganja bodočih poslovnih rezultatov, s pogledom za nazaj pa so kvantificirana podlaga za merjenje oziroma ocenjevanje preteklih rezultatov poslovanja družb glede na pričakovanja SDH.

Politika upravljanja SDH natančneje določa načela, postopke in merila, ki jih SDH spoštuje pri opravljanju nalog. Podrobno opredeljuje tudi postopke razpolaganja s kapitalskimi naložbami. Zadevni akt sprejme uprava SDH, k njemu pa da soglasje nadzorni svet SDH.

Kodeks SDH vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države. Njihov temeljni cilj je maksimiranje vrednosti ter ustvarjanje čim višjega donosa za lastnike, če iz zakona oziroma akta o ustanovitvi ne izhaja kaj drugega.

Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb vsebujejo izhodišča za delovanje predstavnikov SDH na posameznih skupščinah družb ter generalna stališča SDH v zvezi s pomembnejšimi skupščinskimi temami. Dokument sprejme uprava SDH in se posodablja vsako leto pred začetkom sezone skupščin.

³ Knjigovodska vrednost je višina kapitala po zadnji objavljeni bilanci stanja družbe, preračunana na delež, ki je predmet razpolaganja ali pridobitve.

⁴ Ne glede na odločitev Vlade RS, ki v nobenem primeru nima narave navodila, je SDH dolžan izvesti vse postopke pridobivanja kapitalske naložbe v skladu s Politiko upravljanja SDH. Splošno pooblastilo iz tega dela LNU zgolj omogoča izvedbo ukrepa upravljanja SDH, če se slednji zanj odloči, ne da bi bilo potrebno dopolniti LNU, o čemer bi ponovno morala odločiti Vlada RS, čeprav bi o tem vsebinsko že predhodno odločila. Pridobitev se izvede zgolj v primeru, če je nabavna cena kapitalske naložbe nižja od ocenjene vrednosti kapitalske naložbe oziroma znotraj razpona ocenjene vrednosti. Po morebitni dejanski pridobitvi nove kapitalske naložbe se v razumnem roku pripravi LNU posamične naložbe.

S **Priporočili in pričakovanji SDH** so, z vnaprejšnjo jasno ureditvijo in javno objavo, družbam s kapitalsko naložbo države sporočena nekatera specifična priporočila in pričakovanja SDH, in sicer zlasti glede poslovnega načrtovanja, periodičnega poročanja, postopkov sklepanja poslov, ki zadevajo izdatke družbe, optimizacije stroškov, trajnostnega poslovanja, prejemkov ipd.

3. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

Splošni cilj družb z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, je uspešno, dobičkonosno in gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in učinkovito izvajanje posameznih javnih služb. To je treba doseči z uravnoteženim, stabilnim in trajnostnim razvojem družb z ekonomskega, družbenega in okoljevarstvenega vidika.

3.1. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb

Cilji pri upravljanju posamezne naložbe se, skladno z ZSDH-1, razlikujejo glede na njeno klasifikacijo:

- 1. skupina **STRATEŠKI CILJI**: uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustreznega nivoja in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov;
- 2. skupina **RAZVOJNI CILJI**: ohranjanje ključnih razvojnih dejavnikov v državi;
- 3. skupina **GOSPODARSKI CILJI**: povečanje vrednosti naložbe in zagotavljanje čim višjega donosa za lastnike.

Kapitalske naložbe se glede na zgoraj navedene temeljne cilje uvrščajo v tri skupine naložb, in sicer:

- **Strateške naložbe**, pri katerih se zasleduje **strateške in gospodarske cilje**. Minimalni delež v strateških naložbah znaša skladno s 1. odstavkom 14. člena ZSDH-1 50 % + 1 glas;
- **Pomembne naložbe**, pri katerih se zasleduje **razvojne in gospodarske cilje**. Minimalni delež v pomembnih naložbah znaša skladno z 2. odstavkom 14. člena ZSDH-1 25 % + 1 glas;
- **Portfeljske naložbe**, pri katerih se zasleduje izključno **gospodarske cilje**. S portfeljskimi naložbami lahko SDH prosto razpolaga.

V Strategiji upravljanja so podrobneje opredeljeni glavni vsebinski kriteriji za razvrščanje naložb. Ti so:

- strateško-razvojni,
- sektorsko-podjetniški,
- mrežni ter
- javnofinančni kriteriji.

Upošteva se zgoraj navedene kriterije ima RS:

- strateške naložbe predvsem v naslednjih družbah:
 - družbe, ki izvajajo ključne infrastrukturne naloge,
 - družbe v dejavnostih, ki so pomembne za varno in stabilno oskrbo z viri in energijo ter operaterji javnih omrežij,
 - družbe, ki opravljajo pomembne javne storitve (GJS) ter
 - družbe, ki povečujejo konkurenčnost celotne gozdno-lesne vrednostne verige;
- pomembne naložbe v naslednjih družbah:
 - sistemske finančne institucije in skladi rizičnega kapitala,
 - loterija in igre na srečo,
 - razvojno in tehnološko pomembne družbe, ki obvladujejo ključne tehnologije, katerih ključne razvojne komponente želi RS ohraniti v Sloveniji ter
 - družbe, ki imajo pomembno vlogo pri povezovanju družb v dobaviteljske verige in internacionalizaciji gospodarstva.

3.2. Strateški in razvojni cilji upravljanja

Poleg gospodarskih ciljev se pri upravljanju strateških in pomembnih naložb zasledujejo tudi strateško razvojni cilji upravljanja. Država ima lastniške deleže v družbah, ki izvajajo pomembne infrastrukturne naloge, ki razpolagajo z naravnimi monopoli in ki so operaterji javnih omrežij, s čimer skrbijo za širši družbeni interes in zagotavljajo dostop do storitev vsem subjektom pod enakimi pogoji. Na drugi strani ima država kapitalske naložbe v družbah, ki so nosilci gospodarskega razvoja in imajo pomembno vlogo pri

povezovanju družb v verige vrednosti, pri prenosu znanja in tehnologije in internacionalizaciji gospodarstva. Cilj strategije upravljanja je, da z načrtnim, preglednim in učinkovitim upravljanjem kapitalskih naložb države pomembno prispeva k uresničevanju usklajenih nacionalnih razvojnih prioritet v strateških razvojnih dokumentih, prek spodbujanja konkurenčnosti gospodarstva, tehnološkega prestrukturiranja v smeri inovativnih proizvodov in storitev z visoko tehnološko zahtevnostjo in visoko dodano vrednostjo ter prek spodbujanja stabilne oskrbe z viri, trajnostne pridelave hrane in trajnostnega turizma.

3.3. Cilji v LNU

3.3.1. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU

Pri določanju smeri, ukrepov in ravnanj, ki jih bo SDH izvajal pri upravljanju družb s kapitalsko naložbo države ter pri podrobnejšem opredeljevanju ciljev, se upošteva zlasti naslednja **izhodišča**:

- **temeljne usmeritve**, določene v Strategiji upravljanja;
- **temeljne cilje upravljanja**, zaradi katerih je bila posamezna naložba klasificirana v določeno temeljno skupino naložb;
- **strateške in razvojne cilje upravljanja**, ki jih določa Strategija upravljanja;
- SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države na razpolago le **korporacijsko-pravne vzvode**, ki izvirajo iz položaja delničarja oziroma družbenika. Pri upravljanju naložb je treba upoštevati tudi druge zakonske omejitve, ki so podrobneje razložene v poglavju 3.3.2. v nadaljevanju teksta;
- SDH pri pripravi tega dokumenta upošteva tudi **strategije in poslovne načrte**, ki so jih pripravile družbe same, če so družbe seznanile SDH z lastnimi strateško-planskimi dokumenti in so ti načrti skladni s cilji SDH. SDH jih v posebnem delu tega LNU pri posameznih družbah, kjer je to relevantno, v celoti ali v bistvenih delih povzema in se opredeljuje do tega, ali bo družbe glede strategije podpiral ali na pravno možen način poskušal vplivati na spremembo njihove strategije. SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države, ki so organizirane kot delniške družbe, **omejen dostop do informacij**, ker je po veljavnem pravu pravica delničarjev do obveščenosti omejena, kar se v posebnem delu LNU lahko kaže kot nepopolno povzemanje strateških ciljev in smeri razvoja za posamezno družbo. Če prognoza vseh relevantnih okoliščin ni ugotovljiva z zadostno mero verjetnosti, se smeri, ukrepe in ravnanja v splošnem in posebnem delu tega LNU **opredeljuje alternativno**, v odvisnosti od nastopa določenih dogodkov.

3.3.2. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države

SDH upravlja kapitalske naložbe države v skladu z zakoni in predpisi ter sprejetimi akti upravljanja. Na določena pravila oziroma zakonske rešitve je možno gledati kot na omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb, ki pa imajo tudi svoj (pogosto varovalni) namen. Pri tem se izpostavlja naslednje omejitve pri upravljanju:

- v določbi 3. odstavek 20. člena ZSDH-1 je določeno, da SDH ne sme posegati v neodvisnost organov družb, predvsem pa ne sme posegati v posamezne poslovne in vodstvene odločitve.
- V poglavju 3.3.1. je pojasnjeno, da pomembnejšo omejitev pri upravljanju predstavljajo določbe ZGD-1 o omejeni informacijski pravici delničarja. Ko gre za javne družbe, je treba upoštevati tudi določbe ZTFI.
- SDH mora upoštevati določbe prevzemne zakonodaje, ki silijo delničarja, da objavi prevzemno ponudbo za vse preostale delnice, ki jih še nima, ko doseže prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag. SDH ne more povečevati udeležbe države v ciljni družbi čez prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag, če ob tem ne obstaja pripravljenost za potencialni odkup vseh preostalih delnic ciljne družbe.
- SDH mora upoštevati določbe zakona, ki ureja preprečevanje omejevanja konkurence. Pri koncentraciji, pri kateri je izpolnjen poleg pravnega pogoja tudi ekonomski pogoj, mora opraviti priglasitev le-te pristojni agenciji in odložiti izvajanje koncentracije do izdaje odločbe o skladnosti koncentracije s pravili konkurence. SDH se izogne koncentraciji, če meni, da je ta sporna z vidika konkurenčno-pravnih pravil oziroma predlaga agenciji določene korektivne ukrepe oziroma sprejme zaveze.
- SDH mora pri določenih upravljavskih ukrepih upoštevati pravila o državnih pomočeh. Slednja je treba upoštevati tudi v postopkih prodaje kapitalskih naložb, kar med drugim pomeni, da v prodajni pogodbi praviloma ni mogoče kupca zavezati k izpolnitvi nefinančnih zavez. Pravila o državnih pomočeh mora SDH upoštevati tudi v postopkih nakupa kapitalskih naložb.
- SDH mora upoštevati Strategijo upravljanja, v okviru katere se ukrepi upravljanja določajo v vsakokratnem LNU.
- V skladu z ZPPDFT-1 mora SDH pri določenih pravnih poslih opraviti pregled stranke in ugotoviti dejanskega lastnika, iz česar lahko izhajajo omejitve pri sklepanju transakcij z določenimi potencialnimi strankami.

Politika prejemkov članov organov vodenja je med ključnimi vzvodi za motiviranje poslovodstva pri uresničevanju ciljev in strategije družbe in je lahko pomembno orodje, s katerim lastniki poskušajo poravnati interese poslovodstva s svojimi interesi ter

vzpodbujajo poslovodstvo k dolgoročnemu uspehu in trajnostni naravnosti družbe. V ZGD-1 je predvideno, da skupščina lahko sprejme politiko prejemkov članov organov vodenja⁵. Glede na to, da politiko prejemkov v družbah v neposredni in posredni večinski lasti SDH/RS dejansko ureja že ZPPOGD, SDH na skupščinah navedenih družb doslej ni sprejemal politik prejemkov članov organov vodenja. Namesto skupščine so zato v večini družb s pomembnejšo kapitalsko udeležbo države politiko prejemkov sprejeli nadzorni sveti. SDH ocenjuje, da bi bilo koristno v letu 2021 vzpostaviti prenovljen sistem prejemkov članov organov vodenja in v to smer namerava SDH voditi tudi svoje aktivnosti, katerih sestavni del bo predhodna analiza obstoječega sistema. Kot zametek te prenove je možno razumeti tudi v letu 2020, v okviru Priporočil in pričakovanj SDH, izdana priporočila SDH za sprejem pravil o drugih pravicah članov organov vodenja. Dejanski rezultat nameravanih aktivnosti SDH bo odvisen tudi od zunanjih dejavnikov, predvsem od politične volje, na eni strani Vlade RS z vidika 23. člena ZSDH-1 in/ali pristojnega ministrstva, Vlade RS in Državnega zbora RS glede sprememb oziroma prenove ZPPOGD.

SDH se s prejemki poslovodnih oseb v posameznem poslovnem letu seznanja preko letnih poročil družb in na rednih letnih skupščinah družb, pri čemer pričakuje, da so prejemki razkriti skladno z določili 294. člena ZGD-1 in Kodeksa SDH. SDH pri obravnavi politike prejemkov zastopa stališče, da mora biti politika prejemkov družbe skladna z ZPPOGD (za družbe, ki so ga zavezane spoštovati) in z 270. členom ZGD-1, ki določa, da morajo biti prejemki posameznega člana uprave v sorazmerju z njegovimi nalogami in finančnim stanjem družbe.

⁵ Po veljavnem ZGD-1 je to zavezujoče narave; osnutek novele ZGD-1K, ki je javno objavljen, predvideva posvetovalno naravo politike prejemkov članov organov vodenja.

4. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI

Mednarodni denarni sklad napoveduje⁶, da bo svetovno gospodarstvo v letu 2021 zraslo za 5,2 %, v obdobju 2022-2025 pa po povprečni stopnji 3,8 %. Po osnovnem scenariju naj bi gospodarska rast v razvitih ekonomijah sveta v letu 2021 znašala 3,9 %, v razvijajočih se ekonomijah pa 6,0 %. Za leto 2020 napoveduje padec aktivnosti svetovnega gospodarstva za 4,4 %. Padec gospodarske aktivnosti bo višji v razvitih državah sveta, kjer naj bi ta znašal 5,8 %, medtem ko naj bi padec v razvijajočih državah znašal le 3,3 %. Za evro območje IMF za leto 2020 napoveduje padec BDP za 8,3 %, v letu 2021 pa rast za 5,2 %, za Evropo pa padec 7,0 % v letu 2020 in rast 4,7 % v letu 2021. Za ZDA se v letu 2020 pričakuje 4,3 % upad gospodarske aktivnosti, v letu 2021 pa rast v višini 3,1 %.

Poleg fiskalnih ukrepov, ki jih izvajajo države oziroma regije, bo gospodarska rast na globalni ravni odvisna tudi od ukrepov pomembnejših centralnih bank, pri čemer imajo ukrepi ECB in FED najpomembnejšo težo. Analitiki, ki so vključeni v raziskavo finančnega portala *Bloomberg*, napovedujejo depozitno obrestno mero ECB konec leta 2020 pri -0,5 % (mediana vrednosti ocen), toliko naj bi znašala tudi konec leta 2021 in 2022. Trenutno znaša pri ECB depozitna obrestna mera -0,5 %. Nekaj komercialnih bank v Evropi svojim strankam že zaračunava strošek ležarine za depozite. Po mnenju BS uvedbo ležarin za depozite fizičnih oseb do višine 100 tisoč EUR s strani komercialnih bank v Sloveniji ne gre pričakovati, medtem ko so bile ležarine za pravne osebe že uvedene. Analitiki *Bloomberg*-a napovedujejo temeljno obrestno mero ECB v višini 0 %, in sicer v letih 2020, 2021 ter 2022. Verjetnost, da bi ECB v bližnji prihodnosti dvignila temeljno obrestno mero je neznatna. FED je v letu 2020 nadaljeval z rezi obrestne mere, ki jih je začel v letu 2019. Analitiki zgornjo mejo intervala temeljne obrestne mere FED konec leta 2020, 2021 in 2022 napovedujejo pri 0,25 %. S pojavom korona-krize je bil FED prisiljen rezati temeljno obrestno mero v območje intervala med 0,00 in 0,25 %, s tem pa nima več možnosti reza obrestne mere kot monetarnega instrumenta pri soočanju z morebitnimi prihodnjimi novimi krizami. Pri preučevanju prihodnjih odločitev FED bo zanimiv njegov pogled na ciljno raven inflacije, ki je bila leta 2021 postavljena pri 2 %. Ob nizkih stopnjah rasti gospodarstva in inflaciji, ki je v preteklosti bila pod 2 %, je FED imel slabša izhodišča za boj s prihajajočimi krizami, s čimer so bile te glojbe in dlje časa trajajoče.

Tabela 2: *Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK, analitiki)*

Indikator (v %)	2016	2017	2018	2019	Napoved 2020	Napoved 2021	Napoved 2022
Realni BDP (napoved analitikov)	3,2	4,8	4,4	3,2	-7,4	4,0	2,5
UMAR					-6,7	5,1	3,7
EK					-7,0	6,1	
OECD					-7,8	4,5	
(upoštevaje drugi val epidemije)					(-9,1)		
CPI inflacija (napoved analitikov)	-0,1	1,4	1,7	1,6	0,4	1,3	1,5
UMAR					0,3	1,6	1,9
EK					0,2	1,1	
OECD					1,0	2,0	

Vir: *Bloomberg*, *UMAR*, *SURS*.

Po napovedih (osnovni scenarij) UMAR bo gospodarska rast v Sloveniji v letu 2020 negativna, kar je posledica negativnih učinkov, ki jih je prinesel COVID-19. Pri delovanju gospodarstva bo zelo pomembna pravilna izbira in hitrost uvajanja ekonomskih politik, ki so namenjene blaženju učinkov korona-krize na ekonomijo. UMAR pri tem ocenjuje, da v večini dejavnosti nivo gospodarske aktivnosti v letu 2021 ne bo dosegel ravni, ki je bila značilna za obdobje pred nastopom pandemije. Pričakuje se sicer okrevanje gospodarske aktivnosti v drugi polovici leta 2020 (zadnja napoved podana s strani UMAR pred drugim valom epidemije), ki pa bo, zaradi omejitvenih ukrepov, tako doma kot pri trgovinskih partnericah RS v Evropi, postopna in različna po posameznih panogah. Po pričakovanjih UMAR bo dodana vrednost v letu 2020 najbolj upadla v gostinskih, rekreacijskih, športnih, kulturnih, osebnih storitvah, v storitvah hotelskih nastanitvev in v prometu. Krčile se bodo investicije v stroje in opremo, skrčila se bosta uvoz in izvoz, padla pa naj bi tudi zasebna potrošnja. V času korona-krize se bodo povečali izdatki države. V letu 2021 naj bi tako ob predpostavkah scenarija UMAR prišlo do okrevanja gospodarske aktivnosti v večini panog, kar pa ne bo moglo izničiti pričakovanega padca aktivnosti v letu 2020. V letu 2021 naj bi se povečal obseg mednarodne menjave ter investicij v gradbeništvo, v stroje in opremo. Trg dela naj bi v letu 2021 zabeležil stabilizacijo po pričakovanem poslabšanju v letu 2020. Pri napovedanem okrevanju gospodarske aktivnosti v 2021 je potrebno opozoriti na predpostavko, da se epidemiološke razmere ne poslabšajo. UMAR dopušča tudi možnost, da bo padec BDP v 2020 večji za 2 o.t. (-8,7 %), v kolikor bi prišlo do nenadzorovanega širjenja virusa

⁶ Vir: IMF, oktobrska napoved 2020.

in ponovnega začasnega zapiranja posameznih dejavnosti (drugi val epidemije je v RS nastopil v oktobru). V primeru zajezitve širjenja virusa pa je po oceni UMAR možno tudi hitrejše okrevanje od pričakovanega. Jesensko napoved je UMAR pripravil v sredini meseca septembra, pri čemer velja izpostaviti, da so se epidemiološke razmere po izdani napovedi močno poslabšale, okrevanje gospodarske aktivnosti pa se je v mesecu septembru umirilo. Zaradi naraščajočih okužb doma in v Evropi je UMAR v oktobru predvidel nadaljnja nihanja gospodarske aktivnosti in počasno okrevanje v letu 2021.

Tabela 3: **Makroekonomske napovedi za Euro območje s strani ECB**

Indikator (v %)	2016	2017	2018	2019	Napoved 2020	Napoved 2021	Napoved 2022
Realni BDP	1,9	2,6	1,8	1,3	-8,0	5,0	3,2
CPI inflacija	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	1,0	1,3

Vir: Bloomberg.

Napovedi gospodarske rasti za evro območje odražajo razmere, ki jih je povzročil COVID-19, pri čemer je potrebno poudariti, da posamezne države po trenutnih podatkih dosegajo različne globine padcev gospodarske aktivnosti, pa tudi napovedi glede intenzivnosti okrevanja gospodarske aktivnosti med državami evro območja so različne. Države so namreč v korona-krizo vstopile različno pripravljene, na krizo so se odzvale z različno velikimi ter različno usmerjenimi ciljnim programi pomoči, v strukturi gospodarstev držav pa so tudi znatne razlike. Evropsko gospodarstvo v boju z negativnimi učinki korona-križe podpirajo nacionalni reševalni paketi, ki so jih pripravile posamezne vlade evropskih držav, ECB, EK in EIB. ECB je sprejela manj restriktivna pravila glede kapitalske ustreznosti bank (lažje kreditiranje), ublažila je tudi politiko kontrol, ki jih imajo centralne banke pri nadzoru bank v zvezi z ocenjevanjem kakovosti kreditnega portfelja. Povečala je tudi obseg programa odkupa obveznic ter odpravila predpis glede maksimalnega odkupa obveznice posamezne države. Program odkupa vrednostnih papirjev vsebuje tudi zavezo re-investiranja glavnih zapadlih vrednostnih papirjev, pri čemer naj bi ECB proces vršila vsaj do konca junija 2021. Predsednica ECB je na septembrskem zasedanju ECB dejala, da obstaja velika verjetnost, da bo ECB porabila vseh 1.350 milijard EUR, ki so predvideni v stimulacijskem programu pomoči. ECB tudi zagovarja stališče, da je evropsko gospodarstvo potrebno podpirati z ukrepi monetarne in fiskalne politike. Na oktobrskem zasedanju je ECB sicer pustila obrestne mere in monetarno politiko nespremenjeno, a je v luči močne zaostritve drugega vala epidemije pustila odprto možnost, da na decembrskem zasedanju prilagodi monetarno politiko (trgi pričakujejo nov stimulacijski program). EK preko reševalnega sklada ESM⁷ nudi pomoč državam članicam evro območja, preko programa SURE⁸, ki je na voljo državam članicam EU, pa se želi zaščititi delavce oziroma ohraniti delovna mesta v času korona-križe. V oktobru je EK izdala prvo emisijo socialne obveznice v sklopu SURE programa (vrednost aktualne izdaje je 17 milijard EUR). Program SURE obsega do 100 milijard EUR finančne pomoči (Svet EU je že odobril 87,4 milijarde EUR). RS je bilo odobrenih 1,1 milijarde EUR iz programa SURE. EK preko 750 milijard EUR velikega načrta EU za okrevanje namenja 390 milijard EUR nepovratnih sredstev in 360 milijard EUR posojil po nizkih obrestnih merah. EIB je pripravila program pomoči podjetjem iz držav članic EU.

Tabela 4: **Makroekonomske napovedi za ZDA s strani FED**

Indikator (v %)	2016	2017	2018	2019	Napoved 2020	Napoved 2021	Napoved 2022
Realni bruto domači proizvod (BDP)	1,7	2,3	3,0	2,2	-3,7	4,0	3,0
Indeks cen življenjskih potrebščin (dejanska inflacija CPI indeks, napoved indeks Core PCE)	1,3	2,1	2,5	1,8	1,5	1,7	1,8

Vir: Bloomberg.

Napovedi FED kažejo, da bo gospodarska rast v ZDA v letu 2020 zabeležila padec, kar je posledica negativnih vplivov korona-križe. Po napovedih FED naj bi inflacija po PCE indeksu ne preseгла ravni 2,0 %. Pri tem se analitiki sprašujejo, kako bo FED v prihodnosti bolj jasno predstavil svojo politiko glede ciljne vrednosti inflacije v obziru do politike višin obrestnih mer. Sporočilo, ki ga je FED izdal po septembrskem zasedanju namreč navaja, da bo temeljna obrestna mera ostala pri ničelnem območju toliko časa, dokler ne bo inflacija nekaj časa presežala 2 %, kar se po pričakovanjih FED ne bo zgodilo pred letom 2023. FED je v 2020, poleg rezov temeljne obrestne mere, odpravil tudi zgornjo omejitev nakupa vrednostnih papirjev, saj namerava FED kupiti obveznice in hipotekarne vrednostne papirje v količinah, ki bodo potrebne za delovanje trga in učinkoviti prenos monetarne politike na finančne trge in ekonomijo. FED preko različnih programov ponuja različno velike kreditne linije, ki so namenjene financiranju podjetij in ohranjanju delovnih mest. Prek povečanja swap linij dolarja z drugimi centralnimi bankam želi FED posredno privabiti tudi tuje investitorje v ZDA. Z agresivnimi ukrepi FED pomaga zagotavljati nadaljnje delovanje kapitalskih trgov in preprečuje transformacijo

⁷ ESM: *European Stability Mechanism*.

⁸ SURE: *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*.

likvidnostne krize v krizo solventnosti. FED je ob analizi gospodarskih razmer v ZDA v septembru 2020 podal mnenje, da bo ekonomija za proces okrevanja potrebovala tudi dodatne fiskalne ukrepe. FED je na novembrskem zasedanju pustil monetarno politiko nespremenjeno, pri čemer je ponovil zavezo, da bo uporabil vse razpoložljive instrumente za podporo ameriški ekonomiji v kriznih časih. FED tako pušča odprto možnost glede uvedbe novih programov podpore v prihajajočih mesecih. Pri oceni prihodnjih obetov za gospodarstvo FED meni, da so napovedi močno negotove, zaradi neznank glede poteka korona-krize.

5. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH

5.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH

SDH upravlja s kapitalskimi naložbami, ki so v lasti SDH in tistimi, ki so v upravljanju SDH in v lasti RS.

SDH je imel na dan 31.10.2020 v upravljanju 77 kapitalskih naložb, od tega jih je bilo 53 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 14 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 10 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo tako RS kot SDH. Znotraj portfelja 77 kapitalskih naložb je imel SDH na dan 30.9.2020 v upravljanju 15 kapitalskih naložb, ki jih je RS v last pridobila na podlagi zakona, ki ureja dedovanje. Znotraj celotnega portfelja v upravljanju je 7 družb v postopku likvidacije.

Tabela 5: *Seznam naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31.10.2020*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
ENERGETIKA				
1	ELEKTRO CELJE D.D.	STRATEŠKA	79,50	
2	ELEKTRO GORENJSKA D.D.	STRATEŠKA	79,48	0,31
3	ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	STRATEŠKA	79,50	0,30
4	ELEKTRO MARIBOR D.D.	STRATEŠKA	79,86	
5	ELEKTRO PRIMORSKA D.D.	STRATEŠKA	79,68	
6	EGS-RI D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
7	GEN ENERGIJA D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
8	GEOPLIN D.O.O. LJUBLJANA	POMEMBNA	25,01	
9	HSE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
10	INFRA D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
11	NAFTA LENDAVAL D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
12	PETROL D.D.	POMEMBNA	10,82	12,68
13	PLINHOLD D.O.O.	STRATEŠKA	60,10	0,05
14	RTH D.O.O. TRBOVLJE – V LIKVIDACIJI		100,00	
15	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O. ČRNOMELJ - V LIKVIDACIJI		100,00	
16	RŽV D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
FINANCE				
17	D.S.U. D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
18	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
19	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA		1,73
20	M1 D.D.	PORTFELJSKA	0,00	
21	NLB D.D.	POMEMBNA	25,00	
22	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O. – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	48,90	
23	SAVA RE D.D.	POMEMBNA	13,89	17,68
24	SID BANKA D.D.	STRATEŠKA	99,41	
25	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	49,00	
26	ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	STRATEŠKA	34,48	28,09

Opomba: Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

Tabela 6: Seznam naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31.10.2020 – nadaljevanje

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
TURIZEM IN GOSPODARSTVO				
27	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09	
28	ADRIA D.O.O.	PORTFELJSKA		11,74
29	BODOČNOST MARIBOR D.O.O.	PORTFELJSKA	77,52	
30	CASINO BLED D.D.	PORTFELJSKA		33,75
31	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46
32	CETIS D.D. CELJE	PORTFELJSKA		7,47
33	CINKARNA CELJE D.D.	PORTFELJSKA		11,50
34	CSS D.O.O.	PORTFELJSKA	97,96	
35	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48
36	GIO D.O.O. – V LIKVIDACIJI			71,27
37	HIT D.D. NOVA GORICA	PORTFELJSKA		20,00
38	INKOS D.O.O.	PORTFELJSKA	2,54	
39	URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
40	KOTO D.O.O.	PORTFELJSKA	66,23	
41	KRKA D.D.	POMEMBNA	7,21	9,00
42	LOTERIJA SLOVENIJE D.D.	STRATEŠKA		15,00
43	POMGRAD - VGP D.D.	POMEMBNA	25,01	
44	PS ZA AVTO D.O.O. LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
45	RCR D.O.O.	PORTFELJSKA	0,09	
46	SAVA D.D.	POMEMBNA		18,69
47	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47	
48	SIJ D.D.	POMEMBNA	25,00	
49	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	100,00	
50	TELEKOM SLOVENIJE D.D.	PORTFELJSKA	62,54	4,25
51	TERME OLIMIA D.D.	POMEMBNA		4,01
52	UNIOR D.D.	PORTFELJSKA		39,43
53	VARNOST SISTEMI D.O.O.	PORTFELJSKA		9,74
54	VGP D.D.	POMEMBNA	25,00	
55	VGP DRAVA PTUJ D.O.O.	POMEMBNA	25,00	
56	VGP NOVO MESTO, D.D.	POMEMBNA	25,00	
PROMET				
57	DARS D.D.	STRATEŠKA	100,00	
58	KOPP D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
59	KZPS D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
60	LUKA KOPER D.D.	STRATEŠKA	51,00	11,13
61	POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
62	SŽ D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	

Tabela 7: *Seznam naložb RS v družbah, ki jih je pridobila v last na podlagi zakona o dedovanju, po stanju na dan 31.10.2020*

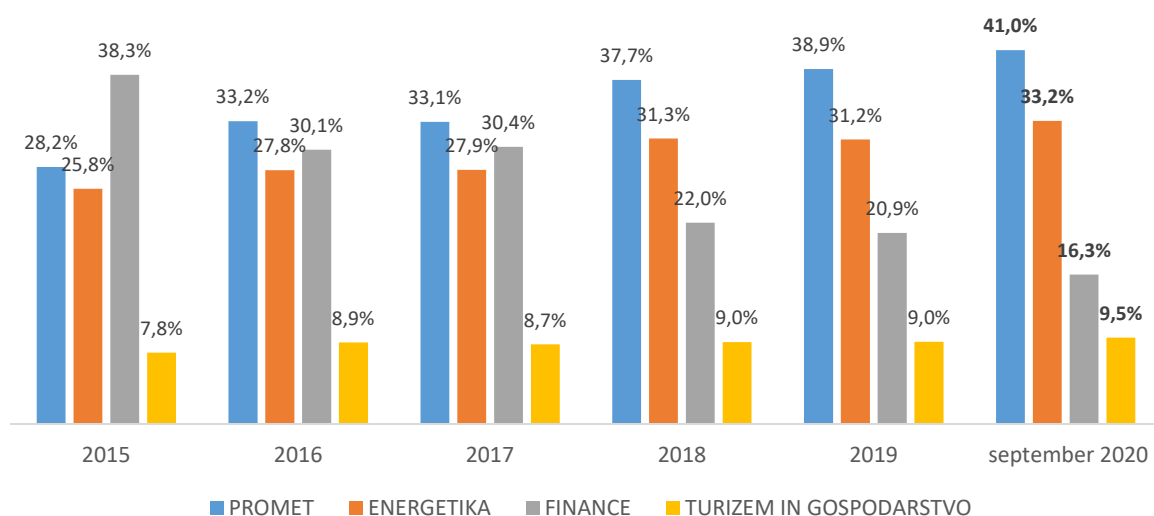
Zap. št.	Naložba	Lastniški delež RS (v %)
1	ALPINUM D.D.	0,04
2	DEKORUS D.O.O.	100,00
3	ENTRY D.O.O.	50,00
4	HGRAM HOLDING D.D.	0,01
5	IBI KRANJ, D.D. - V LIKVIDACIJI	0,00
6	IBT TRBOVLJE D.D.	0,04
7	KD GROUP D.D.	0,00
8	KOMPAS RAC D.D. LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI	0,01
9	KS NALOŽBE D.D.	0,01
10	LARIX D.D.	0,03
11	MERCATOR, D.D.	0,00
12	NTU D.D.	0,03
13	POMORSKA DRUŽBA D.D. PORTOROŽ	0,10
14	VELTA PLAST D.O.O.	100,00
15	VIPA HOLDING D.D.	0,00

Opomba: Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani deleži v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

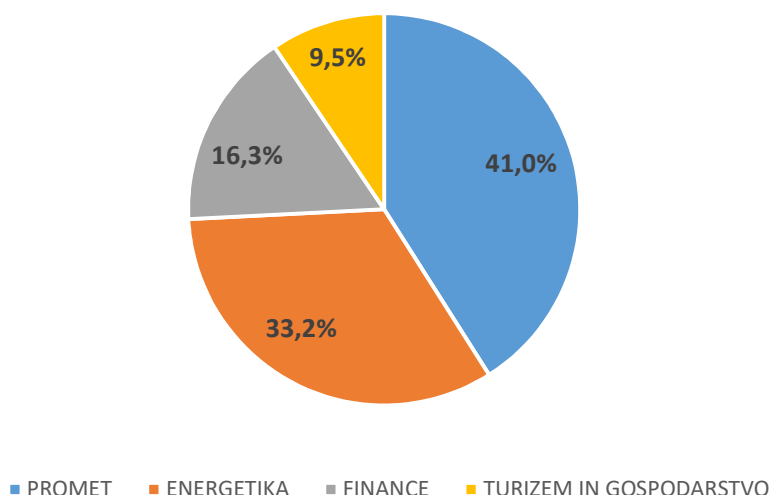
5.2. Struktura upravljalškega portfelja SDH

Upravljalški portfelj SDH (naložbe v lasti RS, ZPIZ in SDH) se je v obdobju od leta 2015 do septembra 2020 vse bolj koncentriral. Zaradi prodaje deležev RS v NLB in Abanki se je pomembno zmanjšal delež finančnih družb, posledično se je povečal delež družb iz preostalih treh upravljalških stebrov. Največja stebra, energetika in promet, po zadnjih razpoložljivih podatkih predstavljata že skoraj tri četrtine upravljalškega portfelja (leta 2005 še 54 %). Tri največje družbe (DARS, HSE in GEN energija), ki sodijo v ta dva stebra, pa imajo skupaj že 49,2 % utež (merjeno s knjigovodskimi vrednostmi lastniških deležev v upravljanju).

Slika 2: *Deleži upravljalških stebrov v upravljalškem portfelju SDH v obdobju 2015 – september 2020*

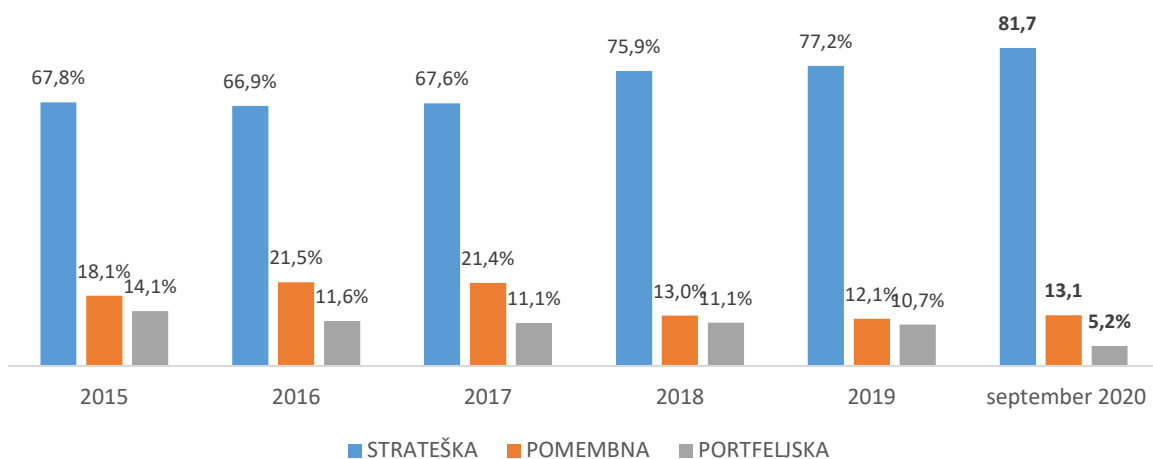


Slika 3: **Deleži upravljaljskih stebrov v upravljaljskem portfelju SDH, september 2020**



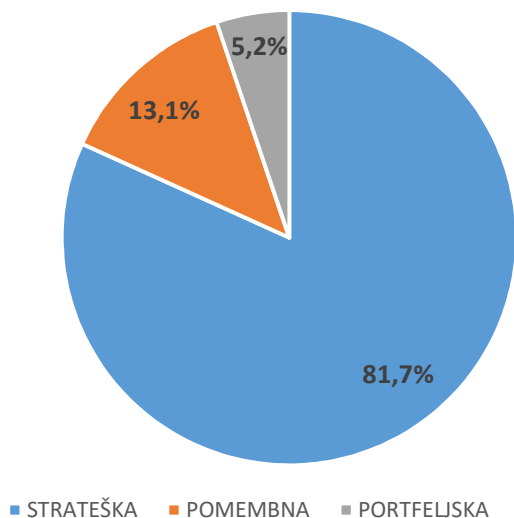
Tudi z vidika klasifikacije naložb je upravljaljski portfelj SDH, zaradi že izvedenih prodaj⁹, vse bolj homogen. Povečal se je delež strateških naložb, ki po zadnjih razpoložljivih podatkih predstavlja že skoraj 82 % upravljaljskega portfelja. Med desetimi največjimi naložbami, ki skupaj predstavljajo 79,1 % upravljaljskega portfelja, je sedem strateških, z utežjo 67,7 %.

Slika 4: **Deleži klasifikacijskih skupin v upravljaljskem portfelju SDH v obdobju 2015 – september 2020**



⁹ V Strategiji upravljanja je NLB klasificirana kot pomembna naložba in Abanka kot portfeljska naložba.

Slika 5: *Deleži klasifikacijskih skupin v upravljavskem portfelju SDH, september 2020*



5.3. *Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU*

Klasifikacija kapitalskih naložb države, ki jo vsebuje Strategija upravljanja, se nanaša tudi na kapitalske naložbe, ki jih SDH ne upravlja in tudi niso predmet tega LNU. Mednje sodijo kapitalske naložbe RS:

- **za katere SDH nima pristojnosti skupščine** (npr. KAD, STA d.o.o.), zaradi česar SDH ne more izvrševati upravljavskih upravičenj;
- **za katere je s posebno zakonodajo določeno, da ostanejo v neposrednem upravljanju RS** (npr. SODO, ELES, Borzen, Slovenski državni gozdovi, DRI, 2TDK);
- **naložbe v družbah, ki so v postopku pridobivanja**: za družbe, katerih lastniški delež je v postopku pridobivanja s strani SDH in/ali RS in RS in/ali SDH z deležem v tej družbi še ne razpolagata, bo SDH pristopil k pripravi ločenih načrtov upravljanja teh naložb, če in ko bo naložba dejansko pridobljena, saj bo SDH šele takrat lahko pričel z le-to upravljati.

Od naložb, ki jih SDH upravlja, so v posebni del LNU vključene vse naložbe, razen naložb, za katere obstajajo posebne okoliščine, zaradi katerih priprava posebnega dela LNU zanje ni smotrna. Gre za:

- **naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije (t.i. neaktivne naložbe)**: v družbah, ki so v postopku likvidacije, je temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka. Izjemoma so tudi takšne naložbe vključene v posebni del LNU, če so zanje potrebne oziroma predvidene pomembnejše dodatne upravljavske aktivnosti;
- **naložbe v družbah, za katere je SDH že sklenil pogodbo o prodaji celotnega deleža v imetništvu SDH in/ali RS oziroma drug pisni dogovor**, ki pa še ni dokončno realiziran. Upravljavske aktivnosti v teh družbah so minimalne. Cilj SDH pri upravljanju teh družb je uspešno izvesti aktivnosti, ki so predvidene v obdobju med podpisom pogodbe in zaključkom transakcije in so pogoj za uspešen zaključek prodaje;
- **naložbe v družbe, v katerih ima RS in/ali SDH majhen lastniški delež**: glede na nizek lastniški delež ima SDH zelo omejen vpliv na upravljanje teh družb. SDH si bo pri upravljanju, upošteva načelo ekonomičnosti in svoj vpliv na glasovanje, prizadeval ravnati v dobro RS in/ali SDH. Temeljni cilj SDH pri upravljanju teh naložb je zagotoviti primerne pogoje za prodajo naložb, ki bo izvedena na podlagi javnega zbiranja ponudb;
- **naložbe v družbe, ki so pridobljene na podlagi zakona, ki ureja dedovanje, v katerih ima RS večinski oziroma 100 % lastniški delež**: gre za ne-delujoče družbe, ki že več kot 2 leti niso pripravile računovodskih izkazov in za katere se vzpostavlja pravna podlaga za začetek stečajnega postopka;
- **naložbe v družbe tveganega kapitala**: skladno z družbenimi pogodbami je predvidena njihova redna likvidacija in prenehanje družb ter posledično umik RS iz njihove lastniške strukture.

Tabela 8: *Seznam naložb v upravljanju SDH, ki niso vključene v posebni del LNU, po stanju na dan 31.10.2020*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)	Lastniški delež SKUPAJ (v %)
1	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09		9,09
2	ALPINUM D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
3	CASINO BLEDE D.D.	PORTFELJSKA		33,75	33,75
4	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46	9,46
5	DEKORUS D.D.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
6	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O.	POMEMBNA	49,00		49,00
7	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48	70,49
8	ENTRY D.O.O.	PORTFELJSKA	50,00		50,00
9	GIO D.O.O. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA		71,27	71,27
10	HRAM HOLDING D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
11	INKOS D.O.O.	PORTFELJSKA	2,54		2,54
12	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA	1,73		1,73
13	IBT TRBOVLJE D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
14	KD GROUP D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
15	KOMPAS RAC D.D. LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,01		0,01
16	KS NALOŽBE D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
17	LARIX D.D.	PORTFELJSKA	0,03		0,03
18	MERCATOR D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
19	M1 D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
20	NTU D.D.	PORTFELJSKA	0,03		0,03
21	RCR D.O.O.	PORTFELJSKA	0,09		0,09
22	POMORSKA DRUŽBA D.D.	PORTFELJSKA	0,10		0,10
23	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O. – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	48,90		48,90
24	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O. ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI		100,00		100,00
25	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47
26	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O. – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	49,00		49,00
27	VELTA PLAST D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
28	VIPA HOLDING D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00

Opomba: Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

6. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH/PODROČJIH

6.1. Delež največjih naložb in upravljaljskih stebrov v portfelju na dan 30.6.2020

Tabela 9: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb posameznega upravljaljskega stebra (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) v upravljaljskem portfelju SDH (naložbe v neposredni lasti RS in/ali SDH), na dan 30.6.2020, v %*

PROMET	
DARS D.D.	29,25
SŽ D.O.O.	5,53
POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	3,27
LUKA KOPER D.D.	2,75
KZPS D.O.O.	0,18
SKUPAJ	40,97
ENERGETIKA	
HSE D.O.O.	11,02
GEN ENERGIJA D.O.O.	8,90
ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	2,70
ELEKTRO MARIBOR D.D.	2,40
PETROL D.D.	1,95
SKUPAJ	26,97
FINANCE	
ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	5,16
SID BANKA D.D.	4,63
NLB D.D.	4,50
SAVA RE D.D.	1,32
D.S.U. D.O.O.	0,67
SKUPAJ	16,28
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE D.D.	3,94
KRKA D.D.	2,93
SIJ D.D.	1,04
UNIOR D.D.	0,68
CINKARNA CELJE D.D.	0,19
SKUPAJ	8,78
SKUPAJ NAJVEČJIH 5 NALOŽB VSAKEGA STEBRA	92,99

Tabela 10: *Deleži upravljaljskih stebrov v upravljaljskem portfelju SDH, na dan 30.6.2020, v %*

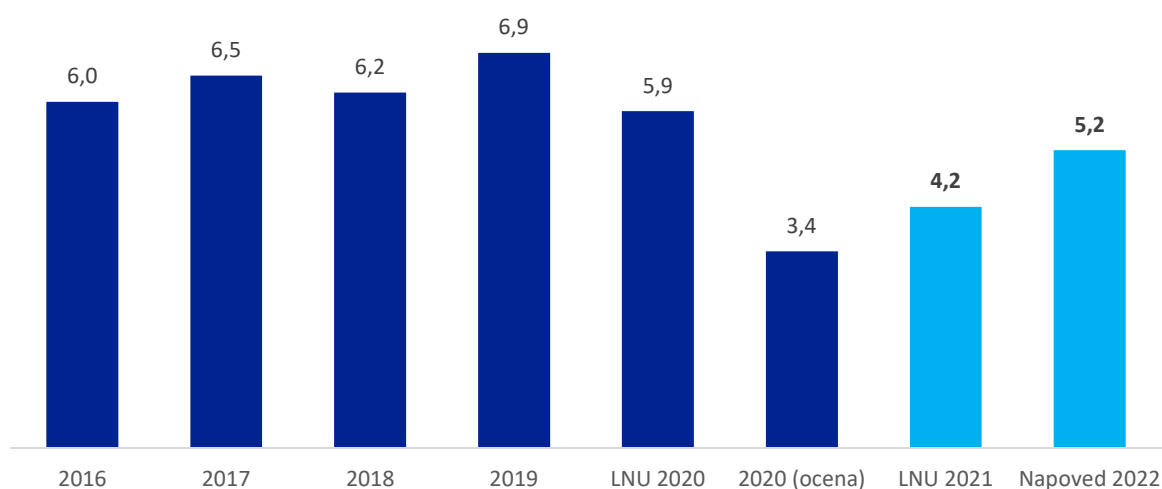
Steber	Delež v portfelju RS+SDH
PROMET	40,99
ENERGETIKA	33,21
FINANCE	16,35
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	9,45
SKUPAJ	100,00

6.2. ROE portfelja v obdobju 2016-2022 po upravljavskih stebrih

Tabela 11: ROE upravljavskih stebrov portfelja v upravljanju SDH, po letih, v %

Steber	2016	2017	2018	2019	OCENA 2020	LNU 2020	LNU 2021	LNU 2022
PROMET	5,0	5,9	6,3	6,9	1,3	5,0	3,4	4,5
ENERGETIKA	4,1	3,4	3,2	4,7	4,4	5,2	3,8	4,3
FINANCE	8,9	10,6	9,6	10,1	5,6	8,0	5,9	7,4
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	6,5	4,2	7,6	7,3	5,5	8,5	6,2	7,4
PORTFELJ RS+SDH	6,0	6,5	6,2	6,9	3,4	5,9	4,2	5,2

Slika 6: ROE upravljavskega portfelja SDH, po letih, v %



6.3. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016-2022 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju

Tabela 12: ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije, po letih, v %

Klasifikacija	2016	2017	2018	2019	OCENA 2020	LNU 2020	LNU 2021	LNU 2022
STRATEŠKE	5,0	4,8	5,0	6,1	2,8	5,1	3,5	4,4
POMEMBNE	7,8	13,0	10,6	12,6	7,4	10,1	8,2	9,8
PORTFELJSKE	8,6	4,2	8,8	6,4	3,7	7,8	4,6	5,7
PORTFELJ RS+SDH	6,0	6,5	6,2	6,9	3,4	5,9	4,2	5,2

Tabela 13: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije naložb, na dan 30.6.2020

Klasifikacija	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2020 (v EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2020
STRATEŠKE	8.076.909.795	81,7	2,8
POMEMBNE	1.293.677.299	13,1	7,4
PORTFELJSKE	513.854.938	5,2	3,7
PORTFELJ RS+SDH	9.884.442.032	100,0	3,4

6.4. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016-2022 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju

Tabela 14: Ponderirana povprečna čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju borzne kotacije, po letih, v %

Kotacija na borzi VP	2016	2017	2018	2019	OCENA 2020	LNU 2020	LNU 2021	LNU 2022
KOTIRAJOČE	9,4	7,5	10,4	9,3	8,6	10,2	8,8	9,3
NEKOTIRAJOČE	5,4	6,3	5,3	6,4	2,2	4,9	3,1	4,2
PORTFELJ RS+SDH	6,0	6,5	6,2	6,9	3,4	5,9	4,2	5,2

Tabela 15: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE portfelja po kriteriju borzne kotacije naložb, na dan 30.6.2020, v %

Kotacija na borzi VP	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2020 (v EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2020
KOTIRAJOČE	1.875.165.888	19,0	8,6
NEKOTIRAJOČE	8.009.276.144	81,0	2,2
PORTFELJ RS+SDH	9.884.442.032	100,0	3,4

7. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL

SDH, skladno z ZSDH-1, uresničuje tudi vsa pooblastila, pristojnosti, pravice in obveznosti družbe SOD pred preoblikovanjem v SDH. S tem v zvezi je SDH, (i) v imenu in za račun SDH dolžan zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po predpisih, ki urejajo denacionalizacijo premoženja ter (ii) v imenu in za račun RS zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po Zakonu o vračanju vlaganj v javno telekomunikacijsko omrežje (ZVVJTO), Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja (ZIOOZP) ter Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega nasilja (ZSPOZ).

V nadaljevanju so predstavljeni pričakovani denarni tokovi RS in SDH iz prejetih dividend kapitalskih naložb, medtem ko so načrtovani denarni tokovi iz prodaj in pridobivanja KN za leto 2021 umeščeni v posebni del LNU.

7.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju

SDH ocenjuje, da bosta RS in SDH iz naslova dividend prejela naslednje prilive:

- **v letu 2021** bo RS prejela 63,5 milijonov EUR, SDH pa 20,4 milijona EUR; v navedenih zneskih dividend niso vštete dividende, katerih izplačilo je odvisno od soglasij regulatorjev finančnih družb (dividende NLB, Zavarovalnice Triglav in Save Re), za katere SDH ocenjuje, da bodo v letu 2021 znašale za RS 17,8 milijona EUR in za ZPIZ 14,5 milijonov EUR, za SDH pa 15,3 milijona EUR;
- **v letu 2022** bo RS prejela 66,4 milijone EUR, SDH pa 21,6 milijonov EUR; v znesku dividend za RS tudi v tem primeru niso vštete dividende, katerih izplačilo je odvisno od soglasij regulatorjev finančnih družb (kot izhaja iz prve alineje tega odstavka), za katere SDH ocenjuje, da bodo v letu 2022 znašale za RS 18,0 milijonov EUR, za ZPIZ 14,5 milijonov EUR in za SDH 15,7 milijona EUR.

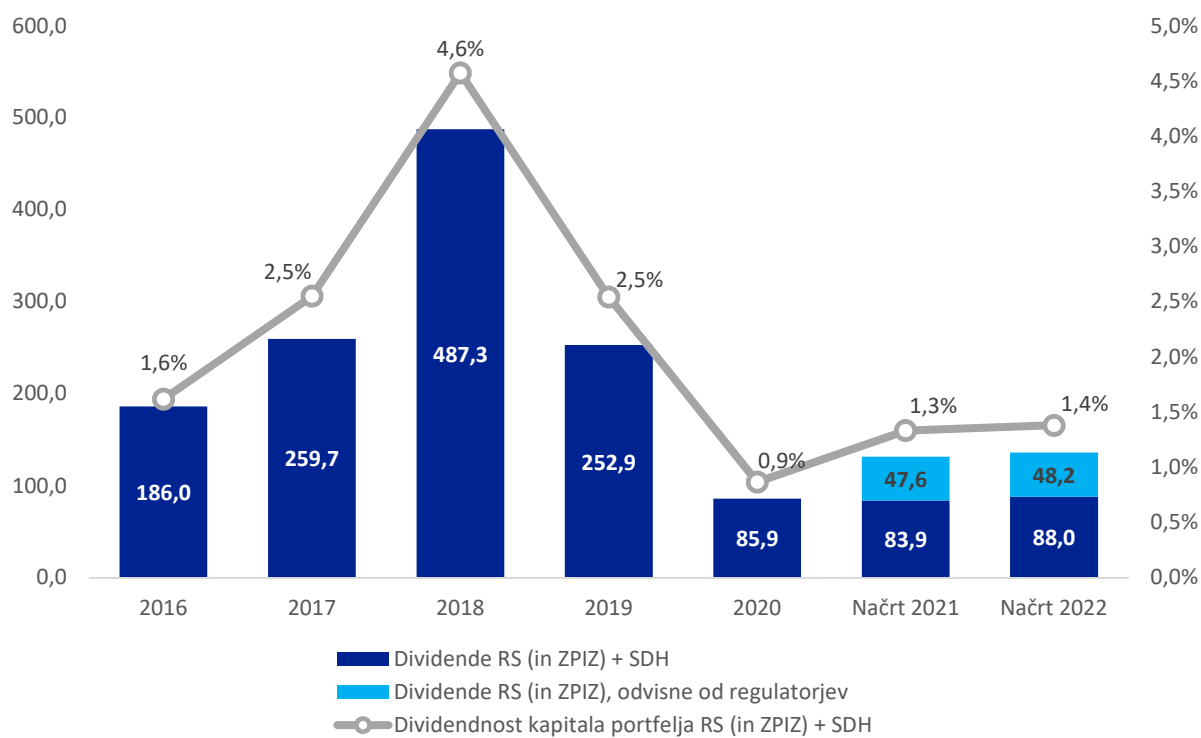
Prilivi iz dividend RS in SDH že upoštevajo določila Zakona o izvrševanju proračunov RS za leti 2021 2022 (ZIPRS2122), ki je bil v Državnem zboru sprejet dne 18.11.2020, vendar v času priprave tega dokumenta še ni začel veljati. V primeru, da zakon iz kateregakoli razloga ne bi bil uveljavljen, bi se višina prilivov RS in SDH spremenila, skupni načrtovani znesek dividend RS, ZPIZ in SDH pa bi ostal nespremenjen.

Tabela 16: *Prilivi RS, ZPIZ in SDH iz dividend kapitalskih naložb upravljaljskega portfelja SDH v obdobju 2016-2022, v milijon EUR*

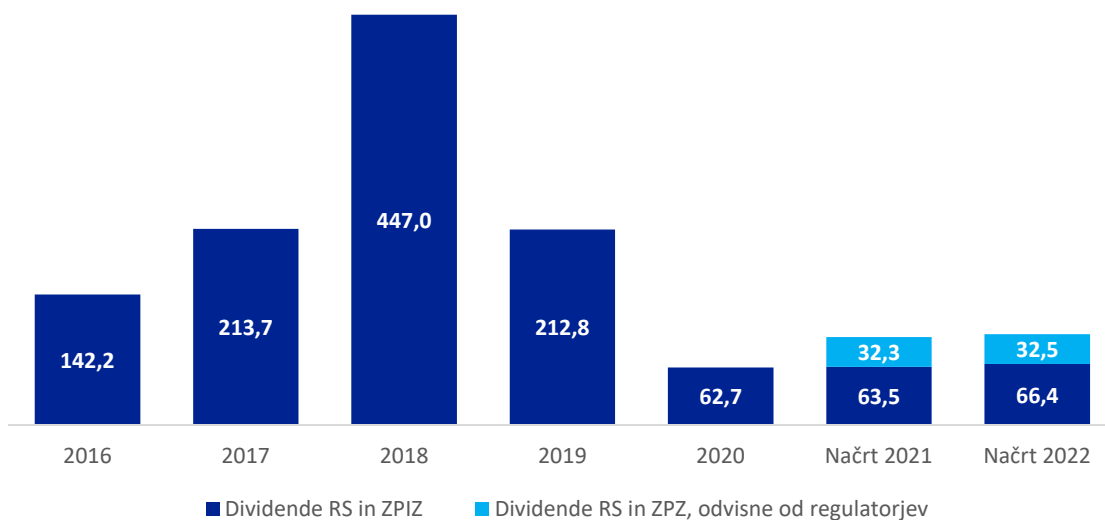
Leto	2016	2017	2018	2019	2020	Načrt 2021	Načrt 2022
RS	122,6	194,1	427,4	193,2	62,7	63,5	66,4
ZPIZ	19,6	19,6	19,6	19,6	0,0	0,0	0,0
Skupaj RS in ZPIZ	142,2	213,7	447,0	212,8	62,7	63,5	66,4
SDH	43,8	45,9	40,4	40,1	23,2	20,4	21,6
Skupaj RS, ZPIZ in SDH	186,0	259,7	487,3	252,9	85,9	83,9	88,0

<i>Dividende, odvisne od soglasij regulatorjev</i>	
RS	17,8
ZPIZ	14,5
SDH	15,3
Skupaj RS, ZPIZ in SDH	47,6
Skupaj seštevki RS, ZPIZ in SDH	131,5
	136,2

Slika 7: Prilivi RS, ZPIZ in SDH iz naslova dividend po letih, v milijon EUR



Slika 8: Prilivi RS in ZPIZ iz naslova dividend po letih, v milijon EUR



Slika 9: Prilivi SDH iz naslova dividend po letih, v milijon EUR

