



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

POSLOVNA SKRIVNOST

(III. POSEBNI DEL)

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2020

Ljubljana, januar 2020

15.1.2020

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2020

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 učinkovito
izvajanje posameznih javnih služb. To je treba doseči z uravnoveženim, stabilnim in
trajnostnim razvojem družb z ekonomskega, družbenega in okoljskega vidika.

KAZALO VSEBINE – SPLOŠNI DEL

I. UVOD	7
II. SPLOŠNI DEL	12
1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA	12
2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB SDH	13
3. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH	14
3.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH	14
3.2. Struktura upravljaljskega portfelja SDH	17
3.3. Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU	19
4. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA IN IZHODIŠČA ZA DOLOČANJE UKREPOV IN RAVNANJ ZA DOSEGO CILJEV	21
4.1. Vizija, strateške usmeritve in cilji upravljanja	21
4.2. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb.....	21
4.3. Cilji v LNU	22
4.3.1. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU	22
4.3.2. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države	23
5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, DOLOČENI V STRATEGIJI	24
5.1. Uresničevanje strateških razvojnih ciljev	24
5.2. Povečanje donosa kapitala.....	24
5.3. Dvig kulture korporativnega upravljanja.....	25
5.4. Povečanje učinkovitosti razpolaganja z naložbami	26
5.5. Preprečevanje koncentracije drugih lastnikov (država kot največji lastnik)	26
5.6. Soglasje SDH v postopkih razpolaganja.....	26
5.7. Uvrstitev družb na organizirani trg vrednostnih papirjev	27
6. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI	28
7. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH/PODROČJIH	30
7.1. Delež največjih naložb in upravljaljskih stebrov v portfelju na dan 30.6.2019	30
7.2. ROE portfelja v obdobju 2016 – 2021 po upravljaljskih stebrih.....	31
7.3. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016 – 2021 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju	32
7.4. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016 – 2021 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju.....	32
8. METODOLOGIJA DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA	33
9. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL	36
9.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju	36

POMEN KRATIC IN IZRAZOV

AKOS: Agencija RS za komunikacijska omrežja in storitve.

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

Družba s kapitalno naložbo države: družba, v kateri ima kapitalno 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 kapitalno naložbo v lasti RS, KAD ali SDH.

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

DTK: Družbe tveganega kapitala.

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

ECB: Evropska centralna banka.

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

EK: Evropska komisija.

EU: Evropska unija.

IMF: Mednarodni denarni sklad

KAD: Kapitalna družba, d.d.

Kodeks SDH: Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalno naložbo države, sprejet maja 2017.

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 kapitalno naložbo države so akt SDH, sprejet v novembru 2015, ki se praviloma vsako leto posodablja hkrati s pripravo LNU. V tem aktu so opredeljena merila oziroma kazalniki za spremljanje uspešnosti poslovanja družb s kapitalno naložbo države.

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.

(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 maja 2017.

RS: Republika Slovenija.

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.

TEU: oznaka za kontejner.

UMAR: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

ZDA: Združene države Amerike.

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

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

ZIPRS1819-A: Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o izvrševanju proračunov RS za leti 2018 in 2019 (Uradni list RS, št. 83/18).

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

ZPIZ: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

ZPPOGD: Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti RS in samoupravnih lokalnih skupnosti (Uradni list RS, št. 21/10 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. 42/07 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. 30/98 s spremembami).

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2020

UVOD

I. UVOD

Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb (LNU) predstavlja enega od štirih ključnih dokumentov upravljanja. Z njim SDH za prihodnje poslovno leto določa podrobne cilje pri upravljanju posameznih naložb, kot tudi ukrepe in usmeritve za doseganje teh ciljev.

LNU za leto 2020, ki je že peti po vrsti, je pripravljen ob poznavanju posebnosti poslovanja posameznih družb s kapitalsko naložbo države ter panog, v katerih te delujejo in ob kritičnem upoštevanju njihovih razvojnih načrtov. Pri določitvi končnih in ovrednotenih ciljev za leto 2020 so bila upoštevana tudi mnenja družb, s katerimi SDH v okviru pravnih možnosti vodi redni upravljavski dialog.

SDH za posamezne družbe v portfelju praviloma načrtuje ambiciozne, vendar realno dosegljive vrednosti pričakovanih strateških in ekonomsko-finančnih kazalnikov. Na ta način SDH 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.

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

Predloženi dokument je z vidika SDH, kot aktivnega upravljavca, ključen, saj jasno odraža pričakovanja lastnika za leto 2020 in mu omogoča spremljati, kako bodo družbe v naslednjem letu uresničevale zastavljene cilje.

Ocena za leto 2019

SDH tudi v letu 2019 dejavno upravlja s premoženjem v imetništvu RS in SDH ter kot osrednji upravljavec kapitalskih naložb države izvaja vrsto aktivnosti, s katerimi se uresničujejo zastavljeni strateški in ekonomsko finančni cilji v zvezi z upravljanjem premoženja države.

Prve ocene poslovanja družb iz portfelja v upravljanju SDH kažejo, da bo čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) portfelja družb v lasti RS in SDH **dosegla ciljno vrednost v višini 6,2 %, kot je zastavljena v LNU za 2019**. Navedeni cilj, ki je bil določen v enaki višini kot v letu 2018, bo predvidoma dosežen kljub bistvenim spremembam v strukturi portfelja v upravljanju SDH. Po izvedenih prodajah bank se namreč v upravljavskem portfelju SDH pomembno zmanjšuje delež stebra Finance ter pomembnih in portfeljskih naložb, na račun višjih deležev stebrov Prometa in Energetike ter strateških naložb, ki dosegajo nižji ROE.

V letu 2019 bodo dosežena oziroma presežena tudi načrtovana izplačila dividend, ki so bila v LNU 2019 za RS, SDH in ZPIZ skupaj načrtovana v višini 242,6 mio EUR. Dejanska izplačila dividend bodo višja in bodo znašala najmanj 252,9 mio EUR, od tega bo RS prejela neposredno 193,2 mio EUR (od tega 11,1 mio EUR v obliki stvarnega premoženja). Več kot polovico vrednosti prejetih dividend RS sta prispevali banki NLB in Abanka, v katerih RS po zaključku prodaje zmanjšuje lastniški delež oziroma iz lastništva izstopa, kar ključno vpliva na višino načrtovanih dividend v letu 2020.

SDH je v letu 2019 tudi izjemno **dejaven na področju uresničevanja Strategije trajnostne rasti slovenskega turizma 2017-2021** (Strategija turizma), ki jo je sprejela Vlada RS. Na podlagi njenega sklepa je SDH pripravil Naložbeni dokument za naložbo Istrabenz Turizem, v katerem so izkazane dolgoročne sinergije v primeru povezovanja te družbe z drugimi turističnimi družbami ter tudi ekonomski učinki namenske družbe, na katero bi se prenesla družba Istrabenz Turizem. Skladno s Strategijo turizma in dopolnjenim LNU za leto 2019, je SDH v imenu in za račun RS že sklenil pogodbo o nakupu delnic družbe Terme Olimia. Pripravil pa je tudi Načrt konsolidacije, upravljanja in prestrukturiranja turističnih družb v državni lasti - dopolnitev LNU za področje turizma (LNU Turizem), kot to predvideva Strategija turizma. Glede na to, da do konca leta 2019 Vlada RS ni obravnavala dokumenta LNU Turizem, je LNU Turizem v 3. poglavju posebnega dela v celoti vključen v LNU za leto 2020, s čimer je omogočena izvedba aktivnosti, potrebnih za uresničevanje Strategije turizma. Poleg tega so posamezni elementi LNU Turizem smiselno vključeni tudi v predvidene upravljavske aktivnosti pri izbranih naložbah iz panoge turizem. Pri izvedbi aktivnosti na področju turizma, ki so predvidene v 3. poglavju posebnega dela LNU za leto 2020, bo časovnica ustrezno prilagojena po sprejemu LNU za leto 2020.

Poleg rednih upravljavskih aktivnosti je SDH omogočil, da so bile v letu 2019 **pravočasno izpolnjene zaveze, ki jih je RS dala Evropski komisiji (EK) v zvezi z NLB in Abanko**. Vsebinsko zahtevna postopka prodaje 75 odstotnega lastniškega deleža, minus ena delnica NLB in 100 odstotnega lastniškega deleža Abanke sta bila izvedena na pregleden in učinkovit način, skladen s primerljivo

mednarodno prakso in RS zagotavljata denarni priliv v vrednosti 553,7 mio EUR. Obe banki sta pred prodajo le v letu 2019 RS izplačali dividende v skupni vrednosti 116,6 mio EUR. Ob tem je RS od Abanke pridobila tudi 3,8 odstotni lastniški delež Save Re, ki je uvrščena v skupino pomembnih naložb ter Narodna galerija umetniško zbirko, ki je bila v lastništvu Abanke.

SDH si stalno prizadeva za dvig kakovosti korporativnega upravljanja. S tem v zvezi na SDH v letu 2019 poteka projekt krepitve kakovosti korporativnega upravljanja SDH in družb v njegovem upravljanju, ki se izvaja v sodelovanju z EK. Projektu, ki ga EK tudi financira, EBRD nudi projektno tehnično pomoč. V okviru stalnih aktivnosti je SDH v letu 2019 posodobil tudi enega od svojih ključnih dokumentov upravljanja, to je Politiko upravljanja SDH, v času priprave tega dokumenta pa izvaja tudi aktivnosti v zvezi s posodobitvijo Kodeksa SDH.

Napovedi za leto 2020

V letu 2020 bo SDH nadaljeval z dejavnim upravljanjem premoženja v imetništvu RS in SDH ter si ob napovedanih spremembah na področju upravljanja premoženja države **prizadeval za krepitev svoje vloge osrednjega upravljavca premoženja**.

Tabela 1: **ROE portfeljev RS in SDH skupaj, od leta 2014 do 2018 in ocena za leto 2019 ter napoved za leto 2020, v %**

STEBER	ROE						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (ocena)	LNU 2020
ENERGETIKA	1,1	2,2	4,1	3,4	3,2	4,4	5,2
FINANCE	0,6	5,9	8,9	10,6	9,6	8,7	8,0
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	2,8	12,6	6,5	4,2	7,6	10,0	8,5
PROMET	3,7	3,4	5,0	5,9	6,3	5,8	5,0
PORTFELJ	1,8	4,7	6,0	6,5	6,2	6,2	5,9

Kot je razvidno iz zgornje preglednice, SDH za leto 2020 v **stebrih Finance** ter **Turizem in gospodarstvo**, v katerih je le manjši delež strateških naložb, načrtuje ciljni ROE v višini **najmanj 8 %**, kot ga določa Strategija upravljanja. Nekoliko nižji načrtovani ROE v letu 2020, glede na oceno leta 2019, odraža učinke napovedane upočasnitve gospodarske rasti v obeh stebrih, ki se bodo po pričakovanjih lahko odrazile v proizvodnem sektorju (npr. SIJ, Unior, Cinkarna..), kot tudi v bančnem in zavarovalnem sektorju, v katerih se z menjavo lastništva večjih bank in zavarovalnic zastruje tudi konkurenca. Nekoliko nižje načrtovani ROE v letu 2020 v teh dveh sektorjih je tudi posledica posameznih enkratnih pozitivnih učinkov, ki so jih bile v letu 2019 deležne nekatere družbe (npr. SIJ, SID), predvsem zaradi prodaje svojega premoženja. Ob tem velja dodati, da se je zaradi prodaje bank v zadnjih letih pomembno spremenila struktura portfelja stebra Finance, ki se odraža v močno povečanem deležu SID banke, ki se zaradi svoje specifične razvojno-spodbujevalne vloge bistveno razlikuje od poslovanja običajnih komercialnih bank in v skladu z določili zakona pri svojem delovanju ne zasleduje cilja maksimiranja dobička. Ob predpostavki izvetja banke iz portfelja stebra Finance, znaša načrtovani ROE tega stebra za leto 2020 10,1 %, za leto 2019 pa je ocenjen v višini 10,3 %.

V stebru Energetike in Prometa se načrtovane vrednosti kazalnika ROE za leto 2020 gibljejo v višini okoli 5 %, saj v obeh stebrih prevladujejo strateške naložbe, katerih posebnosti pomembno vplivajo na dosežene rezultate poslovanja. V stebru Energetika se v letu 2020 pričakuje boljše rezultate, kot so ocenjeni za leto 2019, v stebru Prometa pa se načrtuje znižanje ROE, in sicer predvsem kot posledica nekaterih pozitivnih enkratnih učinkov, ki vplivajo na rezultate poslovanja DARS v letu 2019 in kot posledica izvedenega povečanja osnovnega kapitala Slovenskih železnic, kar bo v prihodnje negativno vplivalo na izračun ROE.

Ciljni ROE upravljavskega portfelja SDH je, upoštevajoč sestavo portfelja, za leto 2020 določen v višini 5,9 %. Pri tem velja poudariti, da bi bil ta določen v višini 6,1 %, če ne bile sprejete odločitve države, ki bodo v letu 2020 vplivale na nižjo donosnost upravljavskega portfelja SDH. Zvišanje prispevka za razgradnjo NEK bo v letu 2020 predvidoma vplivalo na nižji ROE skupine GEN za 0,52 odstotnih točk oziroma za 0,13 odstotnih točk pri stebru Energetika in **0,05 odstotnih točk na celotni upravljavski portfelj SDH**. Učinek izvedenega povečanja osnovnega kapitala Slovenskih železnic v višini 154 mio EUR vpliva na nižji ROE družbe za 1,9 odstotnih točk, oziroma za 0,18 odstotnih točk pri stebru Promet in **0,08 odstotnih točk na celotni upravljavski portfelj SDH**. Učinek izpada prihodka pri HSE, zaradi učinka regulatornih sprememb pri prihodkih iz naslova sistemskih storitev, bo predvidoma vplival na znižanje ROE pri HSE za 0,62 odstotnih točk oziroma 0,2 odstotnih točk pri stebru Energetika in **0,06 odstotnih točk na celotni upravljavski portfelj SDH**.

V letu 2020 se v Sloveniji še vedno pričakuje ugodne gospodarske razmere, ki pa naj bi se napovedih UMAR v letu 2021 nekoliko poslabšale, zato SDH od družb v upravljanju pričakuje, da bodo pravočasno izvedle vse potrebne ukrepe, ki jim bodo omogočili uspešno poslovanje tudi v pogojih ohlajanja gospodarskih razmer.

Izvajanje ustrezne dividendne politike je ena izmed osrednjih dejavnosti upravljanja kapitalnih naložb, s katero SDH zasleduje cilje maksimiranja denarnih tokov za lastnika, ob hkratnem upoštevanju uspešnosti poslovanja posameznih družb v upravljalnem portfelju in njihovih razvojnih potreb. Kot že omenjeno, na višino načrtovanih prilivov iz naslova dividend v letu 2020 ključno vpliva spremenjena struktura portfelja SDH zaradi prodaje bank. V letu 2020 se načrtuje, da bo RS prejela 102,9 mio EUR prilivov iz naslova dividend (vključujoč dividende ZPIZ iz lastništva delnic Zavarovalnice Triglav) ter SDH 39,5 mio EUR prilivov iz naslova dividend, kar skupaj znaša 142,4 mio EUR.

Po tem, ko je SDH v preteklih letih intenzivno vodil postopke prodaj nekaterih večjih kapitalnih naložb, v letu 2020 večji prodajni postopki niso predvideni. Načrtovani pa so nekateri **nakupi kapitalnih naložb**, predvsem v stebru Energetike. Ena osrednjih aktivnosti SDH v letu 2020 pa bo, po pridobitvi potrebnega soglasja Vlade RS, seveda nadaljevanje izvajanja Strategije turizma.

Razkorak ciljnega ROE za leto 2020 med LNU in Strategijo upravljanja kapitalnih naložb države

V Strategiji upravljanja, ki jo je Državni zbor RS sprejel leta 2015, je bil za leto 2020 določen ambiciozen ciljni ROE v višini 8 %. Gre za načrtovani ROE vseh kapitalnih naložb države, tudi tistih, s katerimi SDH nikoli ni upravljal, kot tudi naložbe, ki jih je SDH na podlagi LNU že prodal. Izvedene prodaje so pomembno vplivale na **spremembo strukture upravljalnega portfelja** in posledično na načrtovano vrednost kazalnika ROE ter na višino načrtovanih dividend. Ključne prodaje so se dogajale na področju stebra Finance. Ob predpostavki, da bi v portfelju ostali družbi NKBM in Abanka, ter da bi država ohranila 100 % lastniški delež v NLB, bi bil ROE upravljalnega portfelja v letu 2020 za **0,9 odstotne točke** višji, kot je sedaj načrtovan.

Tabela 2: *Deleži* upravljalnih stebrov v upravljalnem portfelju SDH, po letih, v %*

STEBER	2014	2015	2016	2017	2018	30.6.2019
PROMET	27,7	28,2	33,2	33,1	37,7	41,6
ENERGETIKA	27,9	25,8	27,8	27,9	31,3	33,0
FINANCE	36,8	38,3	30,1	30,4	22,0	15,4
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	7,6	7,8%	8,9	8,7	9,0	10,0
PORTFELJ	100,0	100,0%	100,0	100,0	100,0	100,0

Opomba:

*Pri vseh izračunih v tem dokumentu je upoštevana predpostavka, da je bila Abanka prodana pred 30.6.2019 (ob podpisu pogodbe o prodaji).

Po izvedenih prodajah bank se v upravljalnem portfelju SDH, glede na leto 2015, pomembno zmanjšuje delež stebra Finance, ki je v preteklih letih dosegal najvišji ROE (iz 38,3 % na 15,4 %) in zvišuje delež stebrov Promet (iz 28,2 % na 41,6 %) in Energetika (iz 25,8 % na 33,0 %). Navedene spremembe se odražajo tudi na način, da se v upravljalnem portfelju SDH bistveno povečuje delež strateških naložb, ki predstavljajo že 82 % vrednosti portfelja.

Tabela 3: *Deleži v upravljalnem portfelju SDH po kriteriju klasifikacije naložb, v %*

DELEŽ PORTFELJA	2014	2015	2016	2017	2018	30.6.2019
STRATEŠKA	66,8	67,8	66,9	67,6	75,9	82,0
POMEMBNA	14,5	18,1	21,5	21,4	13,0	12,4
PORTFELJSKA	18,7	14,1	11,6	11,1	11,1	5,6
PORTFELJ	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Primarni cilj upravljanja strateških naložb je 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. **SDH si v okviru upravljanja s predmetnimi naložbami prizadeva za njihovo čim bolj učinkovito in uspešno poslovanje.**

Na poslovanje strateških družb vplivajo nekateri dejavniki, zaradi katerih te družbe ne morejo dosegati višine ROE, kot je ciljno določena v Strategiji upravljanja za leto 2020 oziroma kot jo lahko dosegajo druge družbe. Ti dejavniki izhajajo predvsem iz različnih predpisov, s katerimi država neposredno vpliva na višino prihodkov družb (npr. cestnine, omrežnine, poštnine...) ali na višino posebnih prispevkov, ki jih plačujejo te družbe (npr. prispevek za razgradnjo NEK), ali pa imajo iz drugih razlogov, povezanih s posebnostmi poslovanja, zelo visok kapital, kar negativno vpliva na doseženi ROE. Skupni učinek zgoraj navedenih okoliščin na doseženi oziroma načrtovani ROE portfelja je težko ovrednotiti, lahko pa se oceni, koliko učinki enkratnih dejanj dodatno znižujejo višino ROE portfelja v upravljanju SDH v posameznem letu. Kot je pojasnjeno v uvodu tega dokumenta, v okviru napovedi za leto 2020, je po oceni SDH ROE upravljavskega portfelja zaradi tega za vsaj **0,2 odstotni točki** nižji kot je bil v letu 2019. Od sprejema Strategije upravljanja so bile sprejete tudi nekatere druge regulatorne spremembe, ki ob pripravi Strategije upravljanja še niso bile znane, so pa že imele učinek na rezultate poslovanja družb. Ena od takih sprememb je npr. sprememba omrežninskega akta, ki je že v letu 2019 vplivala na poslovne rezultate elektrodistribucijskih podjetij (EDP) in družbe Plinhold. Tudi te spremembe vplivajo na načrtovani ROE portfelja za leto 2020, ki je zaradi navedenega za **0,1 odstotno točko** nižji, kot bi bil brez regulatornih sprememb.

Potrebno je poudariti, da so tudi znotraj skupine strateških družb med posameznimi družbami velike razlike. Na eni strani spadajo med strateške družbe nekatere, ki v celoti delujejo po tržnih principih, nekatere so celo javne delniške družbe. Pri takšnih družbah se poleg strateških ciljev v celoti zasledujejo tudi ekonomski cilji. Te družbe (primer javnih delniških družb sta Luka Koper in Zavarovalnica Triglav), ki imajo za nalogo doseganje zastavljenih strateških ciljev, dosegajo zelo dobre ekonomsko finančne rezultate in dosegajo ali celo presega rezultate primerljivih družb.

Drugo skupino strateških naložb predstavljajo družbe, s katerimi si država prizadeva zasledovati nekomercialne, širše družbene cilje. Mednje sodi tudi družba DARS, ki je glede na vrednost kapitala najpomembnejša družba v portfelju, s katerim upravlja SDH. **Ministrstvo za infrastrukturo RS (MZI)**, kot resorno ministrstvo za DARS tako izrecno **poudarja, da doseganje donosnosti ne more biti relevantno merilo** za oceno poslovanja DARS. Po mnenju MZI, ki je resorno ministrstvo družb iz stebrov Promet in Energetika, ki predstavljajo skoraj 75 odstotni delež portfelja v upravljanju SDH, so edina za lastnika relevantna merila za DARS, kvalitetno ter stroškovno učinkovito izpolnjevanje obveznosti družbe iz koncesije ter pogodbe o izvajanju naročila in, v povezavi s predvidenim poroštvenim zakonom, pravočasno poravnavanje obveznosti iz naslova posojil. Pri družbi DARS imajo med prihodki največjo težo cestninski prihodki (95 %), na katere družba nima vpliva, saj so določeni s strani pristojnih regulatorjev, poleg tega pa DARS izvaja investicije v skladu z Nacionalnim programom izgradnje avtocest (NPIA) iz leta 2004, ne glede na to, ali je izgradnja določenega odseka cest za DARS ekonomsko upravičena ali ne. Drug primer takšne družbe je SID banka, ki se zaradi njene specifične razvojno-spodbujevalne vloge bistveno razlikuje od običajnih komercialnih bank. Zakon o slovenski izvozni in razvojni banki izrecno določa, da banka pri svojem delovanju ne zasleduje cilj maksimiranja dobička ter da pri svojem delovanju ne konkurira drugim finančnim institucijam. V skupino strateških naložb, pri katerih na doseganje ekonomsko-finančnih ciljev v veliki meri vpliva država (visoko regulirane družbe) je potrebno šteti tudi vsa elektrodistribucijska podjetja. Izločitev zgoraj navedenih družb iz izračuna donosnosti portfelja, bi pomenila za **1,3 odstotne točke** višjo donosnost upravljavskega portfelja SDH.

SDH sicer upravlja še z več drugimi strateškimi družbami, katerih je del poslovanja tržne narave, del pa je prav tako omejen z regulatornimi zahtevami. Med navedene družbe se uvrščajo HSE, GEN, Slovenske železnice, Pošta Slovenije in Plinhold.

V primeru izločitve vseh zgoraj navedenih dejavnikov (vpliv prodaje treh bank, vplivi regulatornih sprememb iz leta 2019, dokapitalizacija SŽ ter učinek izločitve družb z visokimi regulatornimi omejitvami iz izračuna skupnega ROE - SID, DARS in EDP), bi ciljni ROE v letu 2020 znašal 8,3 %.

Zaradi spreminjajoče se strukture portfelja, ki ga upravlja SDH, bo zato potrebno v bodoče pri presoji uspešnosti upravljanja naložb upoštevati različne kriterije po sektorjih, v odvisnosti tudi od vrste naložb, upošteva specifičnost poslovanja, kot na primer opravljanje javne gospodarske službe in vpliv regulatornih omejitev in zahtev.

Tudi iz izsledkov študije, ki jo za SDH in MF pripravlja svetovalec v okviru projekta *Strengthening the performance and governance of State Owned Enterprises*, ki poteka pod okriljem EK in pod strokovnim mentorstvom EBRD, izhaja, da ROE na ravni portfelja kot celote, kot izključno merilo uspešnosti poslovanja družb v upravljanju oziroma uspešnosti upravljanja portfelja kapitalskih naložb države, zaradi raznolikosti portfelja naložb, ni ustrezno. Priporočilo je, da se pri določanju meril uspešnosti upravljanja portfelja kapitalskih naložb države upošteva raznolikost upravljanega portfelja naložb, tako da se poleg ROE uporabi tudi druge kazalnike in se njihove vrednosti meri ločeno po posameznih panogah (upravljavskih stebrih) oziroma drugače oblikovanih skupinah naložb s skupnimi značilnostmi (npr. zasledovanje čistih ekonomskih – profitnih ciljev ali zagotavljanje javnih gospodarskih ciljev).

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB
ZA LETO 2020

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 temeljni akti upravljanja kapitalskih naložb, celoten upravljavski portfelj SDH in opredeljene družbe, ki niso uvrščene v posebni del LNU. Nadalje so v splošnem delu LNU navedeni temeljni in dodatni cilji upravljanja naložb, opisane makroekonomske napovedi, prikazan 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 dokumentu je vsebinsko utemeljena tudi neuskklajenost metodologije določanja ciljne donosnosti kapitala, kot izhaja iz Strategije upravljanja.

V **posebnem delu LNU** so predstavljeni posamezni stebri/področja upravljanja. Pri vsakem stebru je za vsako naložbo posebej prikazan načrt upravljanja. Podrobno so opredeljeni cilji upravljanja za prihodnje leto ter napovedi za leto 2021, in sicer za tiste družbe, ki glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala – utež v upravljavskem portfelju – najpomembneje vplivajo na uspešnost upravljalškega 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 in naložbe v družbe tveganega kapitala, ki so opredeljeni za vse skupaj, saj so predvidene upravljalške 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 pričakovani denarni tokovi iz prodaj ter nakupov naložb v letih 2020 in 2021. V posebni del je vključen tudi LNU Turizem.

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 SDH

ZSDH-1 določa štiri temeljne akte upravljanja naložb, ki so v lasti SDH in naložb 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 portfeljske naložbe. Če posamezna naložba ni uvrščena v katero od naštetih vrst naložb, se šteje za portfeljsko 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 KN v imetništvu SDH, pod pogojem, da knjigovodska vrednost¹ KN, ki je predmet razpolaganja v posameznem letu, ne presega 5 mio 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 mio 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)².

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.

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

¹ Knjigovodska vrednost je višina kapitala po zadnji objavljeni bilanci stanja družbe, preračunana na delež, ki je predmet razpolaganja ali pridobitve.

² Ne glede na odločitev Vlade RS, ki v nobenem primeru nima narave navodila, je SDH dolžan izvesti vse postopke pridobivanja KN 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 KN nižja od ocenjene vrednosti KN oziroma znotraj razpona ocenjene vrednosti KN. Po morebitni dejanski pridobitvi nove KN se v razumnem roku pripravi LNU posamične naložbe.

3. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH

SDH upravlja s kapitalnimi naložbami, kar je podrobno predstavljeno v tem dokumentu.

Poleg tega upravlja tudi s portfeljem likvidnih naložb (depoziti in ostali instrumenti denarnega trga, dolžniški vrednostni papirji in enote vzajemnih skladov), ki so namenjene uravnavanju tekoče likvidnosti za potrebe delovanja SDH. LNU se na ta portfelj ne nanaša.

3.1. Kapitalne naložbe v upravljanju SDH

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

SDH je imel na dan 31.10.2019 v upravljanju 96 kapitalnih naložb, od tega jih je bilo 62 zgolj s kapitalno naložbo RS in 22 zgolj s kapitalno naložbo SDH, v preostalih 12 družbah pa sta imela kapitalno naložbo tako RS kot SDH.

Od skupnega števila kapitalnih naložb v upravljanju SDH je 72 aktivnih, preostale so v postopku likvidacije ali stečaja. Izmed aktivnih naložb jih je bilo 49 zgolj s kapitalno naložbo RS in 13 zgolj s kapitalno naložbo SDH, v preostalih 10 družbah pa sta imela kapitalno naložbo tako RS kot SDH.

Znotraj portfelja 96 kapitalnih naložb je SDH v decembru 2018 v upravljanje prejel 13 kapitalnih naložb v lastništvu RS, kot posledica uveljavitve določil ZIPRS1819-A. Od teh je 1 družba v postopku likvidacije. RS je le-te pridobila z dedovanjem.

Tabela 4: *Seznam naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31.10.2019*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)
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	79,50	
6	EGS-RI D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
7	GEN 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 LENDAVA D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
12	PETROL D.D.	POMEMBNA	10,10	12,68
13	PLINHOLD D.O.O.	STRATEŠKA	60,10	0,05
14	RŽV D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
FINANCE				
15	ABANKA D.D.	PORTFELJSKA	100,00	
16	D.S.U. D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
17	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
18	M1, D.D.	PORTFELJSKA	0,00	
19	META INGENIUM, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
20	NLB D.D.	POMEMBNA	25,00	
21	SAVA RE D.D.	POMEMBNA	13,89	17,68

22	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O.	POMEMBNA	48,90	
23	SID BANKA D.D.	STRATEŠKA	99,41	
24	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
25	ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	STRATEŠKA	34,48	28,09
TURIZEM IN GOSPODARSTVO				
26	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09	
27	ADRIA D.O.O.	PORTFELJSKA		11,74
28	BODOČNOST MARIBOR D.O.O.	PORTFELJSKA	77,52	
29	CASINO BLED D.D.	PORTFELJSKA		33,75
30	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46
31	CETIS D.D. CELJE	PORTFELJSKA		7,47
32	CINKARNA CELJE D.D.	PORTFELJSKA		11,50
33	CSS D.O.O.	PORTFELJSKA	97,96	
34	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48
35	HIT D.D. NOVA GORICA	PORTFELJSKA		20,00
36	INKOS D.O.O.	PORTFELJSKA	2,54	
37	URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE, D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
38	KOTO D.O.O.	PORTFELJSKA	66,23	
39	KRKA D.D.	POMEMBNA	7,21	9,00
40	LOTERIJA SLOVENIJE D.D.	STRATEŠKA		15,00
41	POMGRAD - VGP D.D.	POMEMBNA	25,01	
42	PS ZA AVTO D.O.O., LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
43	RCR D.O.O.	PORTFELJSKA	0,09	
44	SAVA D.D.	POMEMBNA		18,69
45	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47	
46	SIJ D.D.	POMEMBNA	25,00	
47	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	100,00	
48	TELEKOM SLOVENIJE D.D.	PORTFELJSKA	62,54	4,25
49	TERME OLIMIA D.D.	POMEMBNA		4,01
50	UNIOR D.D.	PORTFELJSKA		39,43
51	VARNOST SISTEMI D.O.O.	PORTFELJSKA		9,74
52	VGP D.D.	POMEMBNA	25,00	
53	VGP DRAVA PTUJ D.O.O.	POMEMBNA	25,00	
54	VGP NOVO MESTO, D.D.	POMEMBNA	25,00	
PROMET				
55	DARS D.D.	STRATEŠKA	100,00	
56	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA		1,73
57	KZPS D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
58	LUKA KOPER, D.D.	STRATEŠKA	51,00	11,13
59	POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
60	SŽ D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	

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 %.

Tabela 5: *Seznam naložb SDH in/ali naložb RS v družbah, ki so v postopku stečaja ali likvidacije, po stanju na dan 31.10.2019*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)
1	GIO D.O.O., LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI		71,27
2	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O., ČRNOMELJ - V LIKVIDACIJI	100,00	
3	RTH D.O.O. TRBOVLJE - V LIKVIDACIJI	100,00	
4	AERO D.D. - V STEČAJU		1,44
5	CASINO MARIBOR D.D. - V STEČAJU		22,83
6	DRUŽBA ZA SPODBUJANJE RAZVOJA TNP D.D. - V STEČAJU	51,05	
7	GLIN IPP D.O.O. - V STEČAJU	16,06	
8	GRADIS SKUPINA G, D.D. - V STEČAJU		1,36
9	LIPICA TURIZEM D.O.O. - V STEČAJU	100,00	
10	MAKSIMA HOLDING D.D - V STEČAJU	0,01	
11	MAKSIMA INVEST D.D. - V STEČAJU	0,00	
12	MURA D.D. - V STEČAJU		12,23
13	NFD HOLDING D.D.- V STEČAJU	0,00	
14	NOVOLES D.D. - V STEČAJU		16,69
15	PEKO D.D. - V STEČAJU	61,16	
16	POLZELA D.O.O. - V STEČAJU	71,43	28,57
17	RIMSKE TERME D.O.O. - V STEČAJU	3,83	13,55
18	RRA CELJE D.O.O. - V STEČAJU	100,00	
19	RUDNIK SENOVO V ZAPIRANJU D.O.O. - V STEČAJU	5,89	
20	SVEA D.D., ZAGORJE OB SAVI - V STEČAJU		15,57
21	TAM MARIBOR D.D. - V STEČAJU	10,85	
22	UNIVERZALE D.D. - V STEČAJU		8,53
23	VEGRAD D.D. - V STEČAJU		29,00

Tabela 6: *Seznam naložb RS v družbah, ki so bile prenesene v upravljanje na SDH na osnovi ZIPRS1819-A, po stanju na dan 31.10.2019*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež RS (%)
1	ALPINUM D.D.	0,04
2	ARRIVA ŠTAJERSKA D.D.	0,04
3	HRAM HOLDING, D.D.	0,01
4	IBT TRBOVLJE, D.D.	0,04
5	KOMPAS KAPITAL D.O.O.	0,35
6	KOMPAS RAC D.D. LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI	0,01
7	KS NALOŽBE D.D.	0,01
8	MERCATOR, D.D.	0,00
9	NTU D.D.	0,03
10	POMORSKA DRUŽBA D.D., PORTOROŽELENJE,	0,10
11	PUP VELENJE, D.D.	0,05
12	TELEMACH POBREŽJE, D.D.	0,01
13	VIPA HOLDING D.D.	0,00

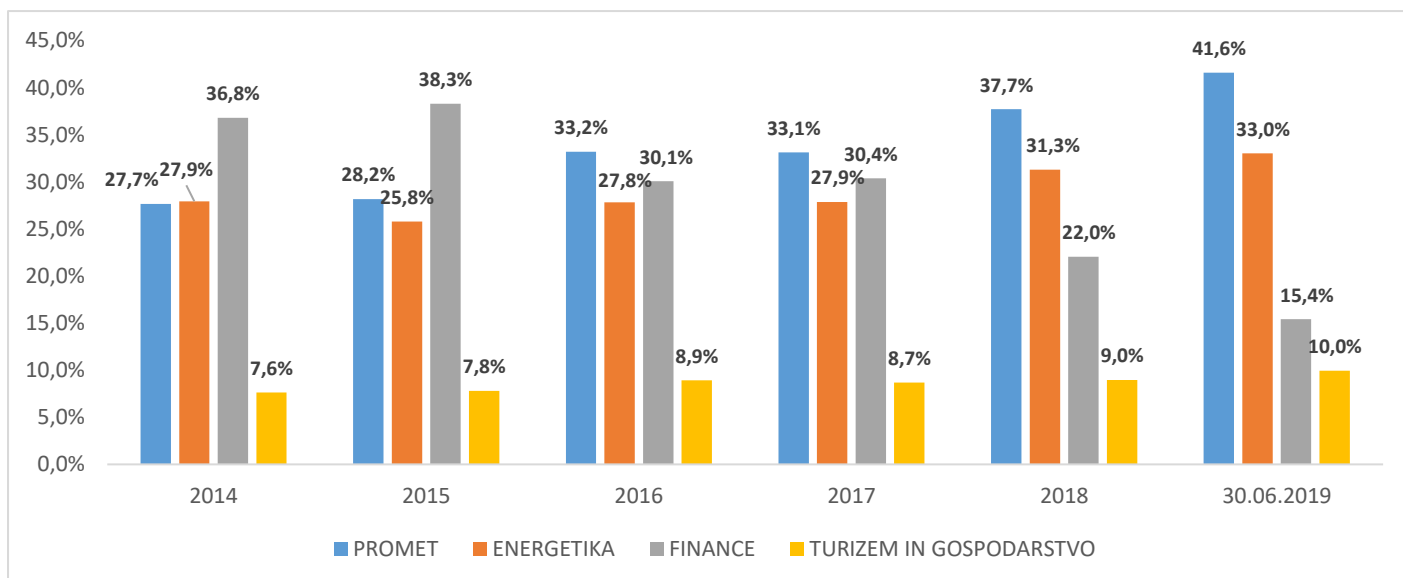
Opomba:

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 %.

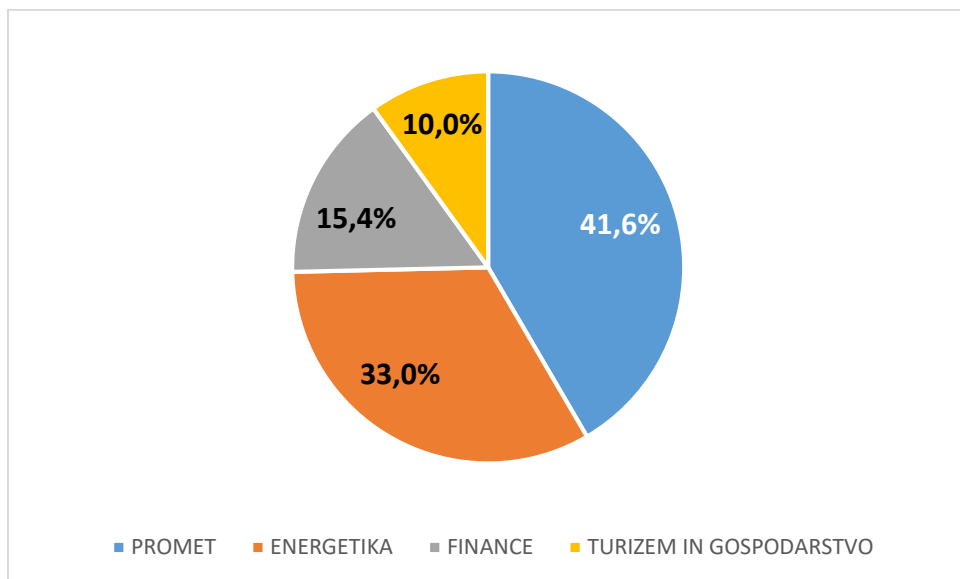
3.2. Struktura upravljskega portfelja SDH

V obdobju 2014-junij 2019 se je struktura upravljskega portfelja SDH pomembno spremenila. V opazovanem obdobju se je delež stebra Financ, zaradi prodaje treh bank, več kot prepopolnil. Na teži sta pridobila steber Promet (njegov delež se je v celotnem portfelju SDH povečal za več kot 50 %) in steber Energetika (katerega delež se je zvišal za dobrih 18 %). Tudi steber Turizem in gospodarstvo je beležil povečanje, vendar je njegov delež v celotnem obdobju najnižji.

Slika 1: *Deleži upravljskih stebov v upravljskem portfelju SDH, po letih*

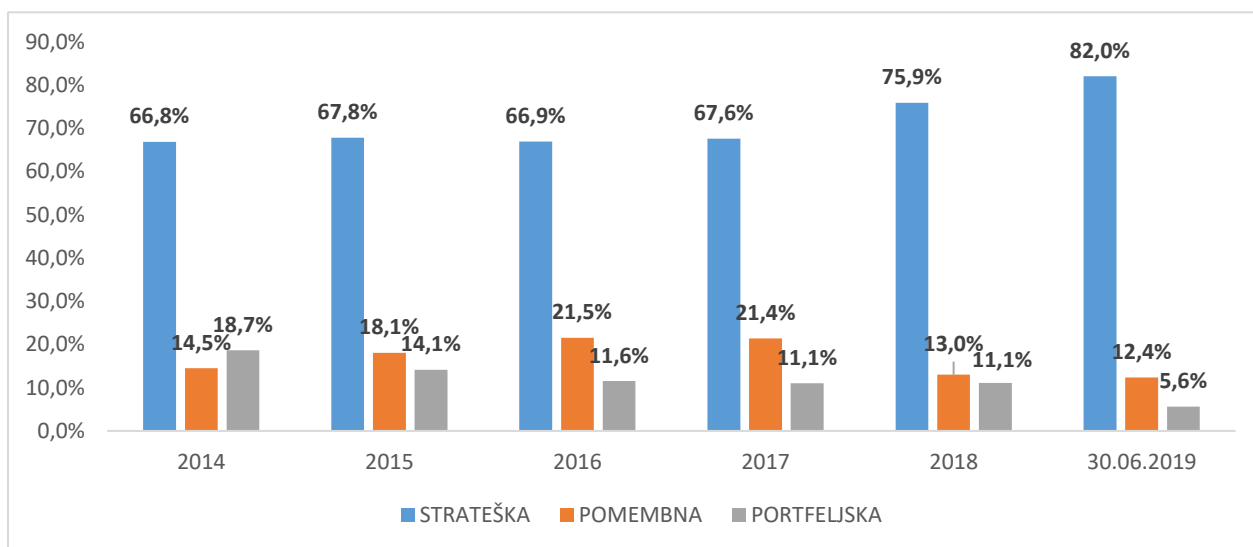


Slika 2: *Deleži upravljaljskih stebrov v upravljaljskem portfelju SDH, na dan 30.6.2019*

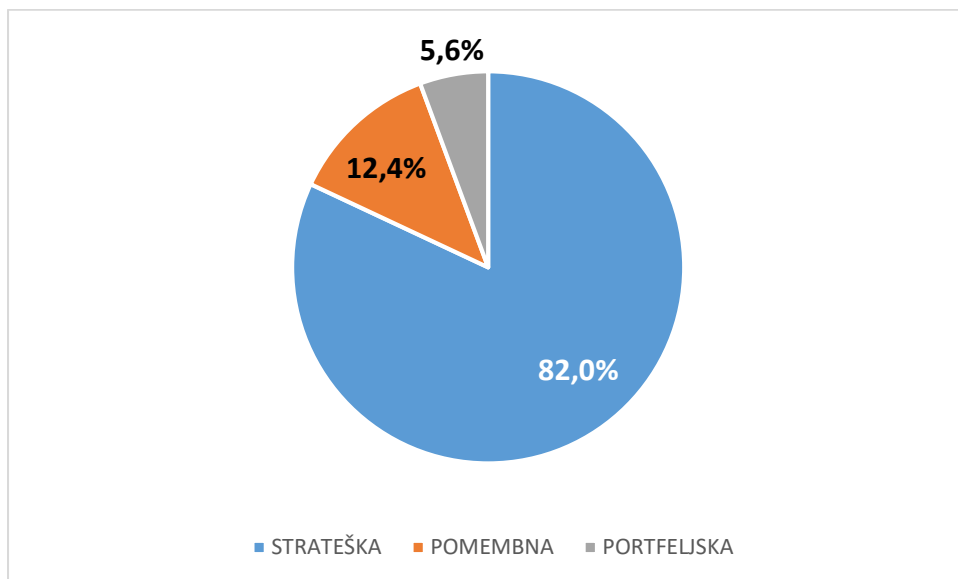


V opazovanem obdobju je do spremembe upravljaljskega portfelja SDH prišlo tudi glede na klasifikacijo naložb. Zaradi prodaje banke NLB se je znižal delež pomembnih naložb v celotnem portfelju SDH. Prav tako sta prodaji bank NKBM in Abanke vplivali na znižanje portfeljskih naložb.

Slika 3: *Deleži upravljaljskih stebrov v upravljaljskem portfelju SDH, po letih*



Slika 4: *Deleži v upravljavskem portfelju SDH po kriteriju klasifikacije naložb, na dan 30.6.2019*



3.3. *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 KN, 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 d.o.o., DRI d.o.o., 2TDK d.o.o.);
- **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 ni smotrna. Gre za:

- **naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije ali stečaja (t.i. neaktivne naložbe)**: v družbah v postopku stečaja SDH ne izvaja dejanj upravljanja, medtem ko je v družbah, ki so v postopku likvidacije, temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka. Izjemoma so tudi takšne naložbe vključene v posebni del LNU, če so potrebne oziroma predvidene 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. Če postopek prodaje teh naložb ne bo uspešno zaključen, bo SDH nemudoma pristopil k pripravi ločenih LNU teh naložb (Abanka d.d., Casino Portorož d.d., Casino Bled d.d.);
- **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 teh naložb, 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. Teh naložb je 22 in so prikazane v Tabeli 7 tega dokumenta;
- **naložbe s področja Prometa, za katere SDH vodi pripravljalne aktivnosti v zvezi s pridobivanjem KN** in za katere se pripravlja dopolnitev LNU.

Tabela 7: *Seznam aktivnih naložb v upravljanju SDH, ki niso vključene v posebni del LNU, po stanju na dan 31.10.2019*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (%)*	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)
1	ABANKA D.D.	PORTFELJSKA	100,0		100,0
2	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09		9,09
3	ALPINUM D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
4	ARRIVA ŠTAJERSKA D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
5	CASINO BLEED D.D.	PORTFELJSKA		33,75	33,75
6	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46	9,46
7	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48	70,49
8	HRAM HOLDING D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
9	INKOS D .O. O.	PORTFELJSKA	2,54		2,54
10	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA	1,73		1,73
11	IBT TRBOVLJE D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
12	KOMPAS KAPITAL D.O.O.	PORTFELJSKA	0,35		0,35
13	KS NALOŽBE D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
14	MERKATOR D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
15	M1 D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
16	NTU D.D.	PORTFELJSKA	0,03		0,03
17	RCR D.O.O.	PORTFELJSKA	0,09		0,09
18	POMORSKA DRUŽBA D.D.	PORTFELJSKA	0,10		0,10
19	PUP VELENJE D.D.	PORTFELJSKA	0,05		0,05
20	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47
21	TELEMACH POBREŽJE D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
22	VIPA HOLDING D.D.	PORTFELJSKA	0,00		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 %.

4. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA IN IZHODIŠČA ZA DOLOČANJE UKREPOV IN RAVNANJ ZA DOSEGO CILJEV

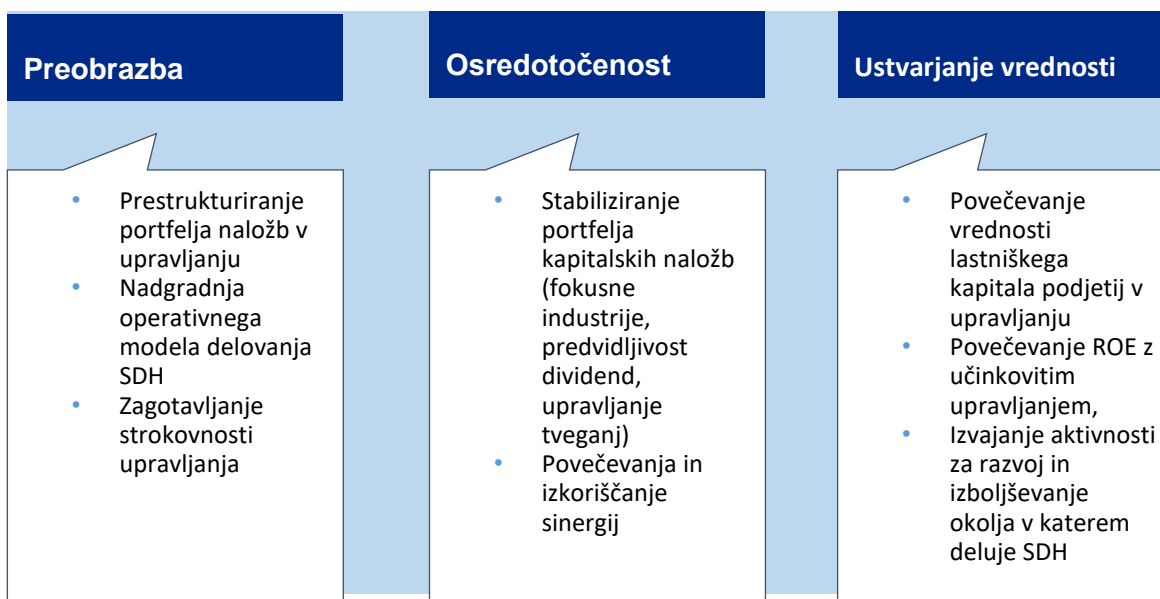
4.1. Vizija, strateške usmeritve in cilji upravljanja

Strateške usmeritve so izbrana vodila za približevanje viziji SDH v naslednjem dolgoročnem obdobju. So osnova za definiranje delovanja SDH kot celovite organizacije, ki ima nalogo upravljanja kapitalskih naložb in druge naloge.

Vizija

Ustvarjanje vrednosti kapitalskih naložb za lastnika

Strateške usmeritve



Cilji SDH pri upravljanju kapitalskih naložb RS in SDH

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.

Cilj SDH pri upravljanju kapitalskih naložb je uresničevanje temeljnih ciljev in dodatnih ciljev upravljanja, določenih v Strategiji upravljanja ter ciljev v vsakokratnem LNU.

4.2. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb

Cilji pri upravljanju posamezne naložbe se, skladno z ZSDH-1, razlikujejo glede na njeno klasifikacijo kot strateško, pomembno ali portfeljsko naložbo.

Vse naložbe SDH in RS se uvrstijo v eno izmed treh skupin naložb, ki imajo enake ali podobne značilnosti in uresničujejo enake ali podobne cilje (temeljni cilji upravljanja).

Temeljni cilji upravljanja so:

- 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** oziroma ohranjanje ključnih razvojnih dejavnikov v državi;
- 3. skupina: **GOSPODARSKI CILJI** oziroma povečanje vrednosti naložbe in zagotavljanje čim višjega donosa za lastnike.

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

- **Strateške naložbe**, pri katerih se zasleduje **strateške in gospodarske cilje**. Minimalni delež v strateških naložbah znaša skladno s 1. odst. 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. odst. 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 na strateške, pomembne in portfeljske naložbe. Kriteriji so razvrščeni v **štiri skupine**:

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

Znotraj teh kriterijev so določeni posamični kazalci z utežjo, ki se uporabi pri točkovanju posamezne naložbe, od skupnega števila točk pa je odvisna razvrstitev naložbe v posamezno skupino naložb.

Na podlagi točkovanja naložb izhaja, da ima država:

- a) 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 (gospodarske javne službe) ter
 - družbe, ki povečujejo konkurenčnost celotne gozdno - lesne vrednostne verige;
- b) 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.

4.3. Cilji v LNU

4.3.1. 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;
- **dodatne cilje upravljanja**, ki jih določa Strategija upravljanja;
- SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države na razpolago le **korporacijsko - pravne vzode**, ki izvirajo iz položaja delničarja oziroma družbenika. Pri upravljanju naložb je treba upoštevati tudi druge zakonske omejitve, ki so podrobneje razložene v poglavju 4.3.2. tega LNU;
- 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 delniška družba, **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.

4.3.2. 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. odstavka 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 4.3.1. 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. To z drugimi besedami pomeni, da 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. To med drugim pomeni, da je treba pri morebitni koncentraciji opraviti prigrasitev 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.
- 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.
- SDH mora upoštevati Strategijo upravljanja, v okviru katere se ukrepi upravljanja določajo v vsakokratnem LNU.

Politika prejemkov je med ključnimi vzvodi za motiviranje poslovodstva pri uresničevanju ciljev in strategije družbe. V ZGD-1 je predvideno, da skupščina sprejme politiko prejemkov organov vodenja. Glede na to, da politiko prejemkov v družbah v neposredni in posredni večinski lasti SDH/RS ureja ZPPOGD, SDH na skupščinah navedenih družb ne sprejema politike prejemkov organov vodenja. Namesto skupščine zato v nekaterih družbah s kapitalsko naložbo države politiko prejemkov sprejmejo nadzorni sveti. SDH se s prejemki poslovodnih oseb 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 in tudi z 270. členom ZGD-1, ki določa, da morajo biti prejemki posameznega člana uprave v sorazmerju z njegovimi nalogami in finančnim stanjem družbe. Nadzor nad izvajanjem ZPPOGD v skladu s 7. členom tega zakona izvaja MGRT neposredno in sicer tako, da organ nadzora družbe takoj po sklenitvi pogodbe s poslovodnim organom, le-to pošlje v pregled navedenemu ministrstvu.

5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, DOLOČENI V STRATEGIJI

5.1. Uresničevanje strateških razvojnih ciljev

Strateško razvojni cilji upravljanja se zasledujejo pri upravljanju strateških in pomembnih naložb.

Te cilje SDH zagotavlja predvsem z naslednjimi ukrepi:

- sodelovanje z vsemi deležniki, še posebej s pristojnimi resornimi ministrstvi, upošteva tudi obstoječe sektorske strategije oziroma politike in usklajene nacionalne razvojne prioritete v strateških razvojnih dokumentih,
- skrbno izvedenimi postopki odločanja o dolgoročnih razvojnih dokumentih družb, skladno z veljavnimi akti o ustanovitvi družb,
- z zastavljenimi pričakovanji do družb, ki bodo omogočila ustrezno ravnotežje med gospodarskimi cilji in strateškimi oziroma razvojnimi cilji, predvsem z vidika zahtevanega kapitalskega donosa, dividendne politike ter razvojno-investicijskih aktivnosti.

5.2. Povečanje donosa kapitala

Povečanje vrednosti lastniškega kapitala družb in čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala (ROE) družb v upravljanju SDH na dolgi rok zagotavlja z naslednjimi ukrepi:

- zastavljanje ambicioznih, vendar realnih strateških in ekonomsko-finančnih ciljnih kazalnikov uspeha in nadzorom nad rezultati poslovanja v primerjavi z zapisanimi cilji v LNU ter izvajanjem ključnih upravljaljskih aktivnosti v družbah,
- *benchmarking* najpomembnejših družb s primerljivimi mednarodnimi družbami,
- primerna dividendna politika glede na položaj družbe, uspešnost poslovanja in načrtovane investicije ter razvoj podjetja,
- imenovanje članov nadzornih svetov po objektivnih merilih, ki veljajo za vse člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države in s tem zagotavljanje kakovostne in heterogene sestave nadzornih svetov družb,
- preverjanje ključnih tveganj s pričakovanjem do družb za pripravo ukrepov za spremljanje in zmanjševanje tveganj,
- trajnostno poslovanje in inovacijska dejavnost sta vključeni v strategije podjetij,
- stalno izboljševanje prakse korporativnega upravljanja,
- zagotavljanje korporativne integritete in doseganje najvišjih etičnih standardov pri poslovanju družb,
- kakovosten dialog z družbami in aktivno vključevanje vseh ključnih deležnikov SDH v upravljanje kapitalskih naložb.

Zastavljanje ambicioznih, vendar realnih strateških in ekonomsko-finančnih ciljnih kazalnikov uspeha in tekoči nadzor nad rezultati poslovanja. Doseganje boljših poslovnih rezultatov družb se najprej začne z jasno postavljenimi ambicioznimi cilji, ki so strateški in/ali ekonomsko-finančni. SDH jih oblikuje vsako leto za večino družb s kapitalsko naložbo RS in SDH, kar se odraža v boljši sistemski urejenosti upravljanja kot tudi v samih rezultatih. SDH si prizadeva za doseganje dobrih poslovnih rezultatov družb na dolgi rok. V zvezi s spremljanjem poslovanja družb je SDH vzpostavil sistem kvartalnega, pri nekaterih družbah pa tudi mesečnega poročanja. S tem se vzpostavlja boljša informiranost, ki je podlaga za pravočasno ukrepanje in sprejem odločitev v zvezi s posameznimi naložbami. SDH bo nadaljeval z vzpostavljenim komuniciranjem z družbami, pri čemer bodo obravnavane vse teme, ki so ključne za uspešnost poslovanja, razvoj podjetja in obvladovanje tveganj.

Benchmarking. SDH spremlja in primerja ključne kazalnike posameznih družb v portfelju z relevantnimi konkurenčnimi družbami, oblikuje cilje skladno z mednarodno primerljivimi družbami, s čimer omogoča še dejavnejše in učinkovitejše upravljanje naložb. Prav tako spremlja tudi trende in razvoj posameznih panog in družb ter uresničevanje poslovnih načrtov.

Primerna dividendna politika glede na razvojni cikel podjetja. SDH podpira razvoj, uspešnost in učinkovitost poslovanja družb iz portfelja in s svojimi odločitvami na skupščinah družb sledi odgovornemu pristopu glede politike dividend z ustreznim ravnotežjem med dividendno donosnostjo in razvojnimi potrebami družb.

Kakovostna in heterogena sestava nadzornih svetov družb. Pristojnost SDH je skrb za heterogeno sestavo nadzornih svetov in zagotavljanje kakovostnega nadzora nad delom uprav družb s kapitalsko naložbo države, pri čemer se, med drugim, upošteva strokovna kompetentnost, poslovna kredibilnost, finančna in strateška znanja, poznavanje osnov upravljanja podjetij, timska usmerjenost, razumevanje poslovne kulture in zavezanost k spoštovanju načel poslovne etike. Skladno z 21. členom ZSDH-1 mora SDH na skupščinah družb glasovati tako, da so v nadzorne svete imenovani strokovnjaki za finance, korporativno upravljanje, poslovanje družbe in drugi strokovni profili, ki so potrebni za učinkovit nadzor glede na dejavnost, obseg poslovanja in druge lastnosti družbe. SDH si bo prizadeval pridobiti širši nabor strokovnjakov s tistih področij, kjer akreditiranih kadrov primanjkuje.

Preverjanje ključnih tveganj s pričakovanjem do družb za pripravo ukrepov za spremljanje in zmanjševanje tveganj. Ob upoštevanju področij in trgov, znotraj katerih delujejo družbe, je pomembno, da družbe v državni lasti identificirajo tveganja in poslovne priložnosti ter z njimi upravljajo tako, da delujejo tudi trajnostno z ekonomskega, socialnega in okoljskega vidika. SDH bo tudi v prihodnje podpiral vsa podjetja iz portfelja, da se učinkovito odzivajo na spremenjene okoliščine poslovanja in dolgoročno zagotavljajo rast in zaposlovanje. V okviru periodičnih sestankov z družbami se preverjajo tudi vsa ključna tveganja in način za obvladovanje teh tveganj.

Trajnostno poslovanje in inovacijska dejavnost sta vključeni v strategije podjetij. Vključitev trajnostnih politik v poslovni model podjetja lahko dolgoročno prinaša konkurenčno prednost. Transformacija v napredne in trajnostne poslovne modele je torej pomembna za konkurenčnost in uspešnost podjetij. Dodana vrednost tovrstnega poslovanja je vključevanje družbene odgovornosti, odgovornega vodenja in visoke poslovne etike v strategije, politike, programe in ukrepe organizacije. Prav tako pomemben dejavnik konkurenčne prednosti je tudi inovacijska dejavnost družb, ki omogoča dodajanje vrednosti družbi. Danes je bolj kot kdaj koli prej pomembno, da se nadzorni sveti osredotočijo na zagotavljanje podpore družbi, prav tako pa morajo redno razmišljati o tem, ali je na sejah nadzornega sveta temi inovativnosti namenjeno dovolj pozornosti in skrbno preučiti, kakšno vlogo naj v zvezi z inovativnostjo odigra v odnosu do uprave (določanje ciljev, redno preverjanje inovacijske strategije, upravljanje s tveganji, poročanje o učinkovitosti upravljanja z inovativnostjo, ...).

Zagotavljanje korporativne integritete in doseganje najvišjih etičnih standardov pri poslovanju družb. Za družbe s kapitalsko naložbo države je še posebej pomembno, da delujejo v smeri:

- visokih etičnih poslovnih standardov in aktivnega preprečevanja korupcije. Eden izmed načinov vzornega delovanja na področju preprečevanja korupcije in zagotavljanja etičnih standardov je dosledno spoštovanje smernic Kodeksa SDH in vzpostavitvi standardov, ki jih je uvedel Zakon o integriteti in preprečevanju korupcije, tudi za tiste družbe, ki niso zavezanci,
- zagotavljanja kakovostnih pogojev dela, zdravega delovnega okolja in spoštovanja človekovih pravic,
- družbe naj si prizadevajo uveljaviti politiko raznolikosti in stalno izboljševati organizacijsko kulturo,
- oblikovanja in uresničevanja politike trajnostnega razvoja.

SDH si bo tudi v letu 2020 prizadeval nadgrajevati ključne elemente tega cilja z vključitvijo v spremembe Kodeksa SDH.

Kakovosten dialog z družbami in aktivno vključevanje vseh ključnih deležnikov SDH v upravljanje kapitalskih naložb. SDH redno organizira periodične sestanke z upravami in/ali nadzornimi sveti družb, kjer se v okviru zakonskih pristojnosti podrobneje seznanja z rezultati poslovanja, načrtovanimi dejavnostmi družbe in ostalimi pomembnejšimi izzivi posameznih družb. Pomemben del upravljanja je tudi sodelovanje z resornimi ministrstvi na področju sektorskih politik in strategij panog, kot tudi sodelovanje s socialnimi partnerji, tako v okviru posvetovalnega telesa ESSO, kot tudi zunaj tega. SDH tvorno sodeluje z vsemi deležniki, ki so pomembni bodisi za uresničevanje ciljev upravljanja SDH, bodisi ciljev posamezne družbe.

5.3. Dvig kulture korporativnega upravljanja

Strategija upravljanja v točki 3.2 določa, da je cilj SDH dvigniti kulturo korporativnega upravljanja v vseh družbah s kapitalsko naložbo države, vključno s samim SDH. V zvezi s tem so v Strategiji upravljanja določeni dodatni cilji upravljanja, in sicer (i) razvoj in uveljavljanje standardov dobrih praks korporacijskega upravljanja, (ii) vzpostavitev urejenega in delujočega sistema notranjih kontrol, notranje revizije in upravljanja s tveganji, (iii) dajanje pozitivnih zgledov, (iv) izboljšanje morale in etike med zaposlenimi.

SDH je ključne ukrepe v zvezi s tem že izvedel, saj je sprejel in naslovil na družbe Kodeks SDH ter Priporočila in pričakovanja SDH. Sprejeta je bila tudi Politika upravljanja SDH. Vse omenjene akte SDH obdobjno nadgrajuje in posodablja glede na razvoj zakonodaje, dobrih praks korporativnega upravljanja in glede na lastna spoznanja o potrebnih izboljšavah. SDH na družbe občasno naslavlja tudi razna pojasnila in stališča v zvezi z uporabo gornjih dokumentov, po potrebi pa tudi širše v zvezi s pravilnim razumevanjem določb prava družb. V posameznih družbah je SDH uresničeval korporacijske pravice tako, da so bili sprejeti akti o ustanovitvi družb, ki korporativno upravljanje implementirajo v družbe preko korporacijsko - pravnih norm.

SDH redno spremlja poslovanje družb preko periodičnega poročanja družb o poslovnih rezultatih, spremljanja planskih dokumentov, sestankov s poslovodstvi družb, poročanja o obvladovanju tveganj v družbah. Poleg tega skrbi za nenehno izobraževanje članov organov vodenja in nadzora družb s kapitalsko naložbo države z organiziranjem brezplačnih, praviloma mesečnih izobraževanj. SDH predstavnikom družb ter ostalim zainteresiranim posameznikom omogoča tudi, da anonimno prijavijo morebitne nepravilnosti v družbah s kapitalsko naložbo države in nudi zaščito prijaviteljem.

V času priprave tega dokumenta SDH izvaja aktivnosti v zvezi s posodobitvijo Kodeksa SDH. Spremembe se nanašajo na področje integritete kot tudi na področje spodbujanja družb k vzpostavitvi učinkovitega sistema notranjega nasledstva za vodstvene položaje v družbi. Slednje je potrebno zlasti v družbah, kjer so potrebna specifična znanja in veščine in zato odhodi vodilnih lahko povzročijo večje motnje v poslovanju. Analiza upoštevanja Kodeksa SDH ter Priporočil in pričakovanj bo praviloma izvajana na vsaki dve leti.

SDH bo spremljal nadaljnji razvoj zakonodaje, dobre prakse in sam zaznal probleme ter glede na to ustrezno nadaljeval z razvojem sistema korporativnega upravljanja. Po potrebi bo dal pristojnemu ministrstvu pobudo za spremembe in dopolnitve zakonodaje.

5.4. Povečanje učinkovitosti razpolaganja z naložbami

Pri družbah s kapitalsko naložbo države, pri katerih bo analiza pokazala, da se temeljni cilji upravljanja najboljše dosežajo z ukrepom razpolaganja, LNU določa podrobnejše cilje takega ukrepa. Če se da strateške ali pomembne cilje pri posamezni naložbi doseči tudi tako, da se del naložbe proda ali z njo drugače razpolaga, se kot dodatne cilje upošteva cilje razpolaganja iz točke 3.3 Strategije, pri tem pa v celoti upošteva pravila evropskega prava o državnih pomočeh: zaposlovanje, konkurenčnost in uspešnost družb, izboljšanje javnih storitev in razvoja družb v prihodnje, zagotoviti družbam odgovorne lastnike, ki bodo lahko zagotavljali dolgoročen in uspešen razvoj družb. Če je po oceni SDH gospodarske cilje lastništva portfeljskih naložb najboljše doseči z ukrepom razpolaganja, je cilj razpolaganja v vsakem primeru tem višja kupnina. Če je po oceni SDH temeljne ali dodatne cilje upravljanja možno v večji meri doseči tako, da se družba (najprej) prestrukturira, je cilj SDH družbo na pravno dopusten način pripraviti do tega, da se ta prestrukturira in se v dovoljenih okvirih SDH v prestrukturiranje aktivno vključuje.

SDH je sprejel Politiko upravljanja SDH, v kateri so podrobno urejeni postopki pridobivanja in razpolaganja s kapitalskimi naložbami. Postopki so pravno urejeni tako, da se upošteva dobra praksa in pravila stroke na tem področju. SDH dosledno spoštuje določila Politike upravljanja SDH, ki jo obdobjno nadgrajuje in posodablja, kar bo nadaljeval tudi v prihodnje. V preteklih postopkih razpolaganja in pridobivanja je ta določila dosledno spoštoval.

5.5. Preprečevanje koncentracije drugih lastnikov (država kot največji lastnik)

Strategija upravljanja v točki 2.3 (3) določa (cit.) *Pri posameznih pomembnih naložbah, ki so v Strategiji posebej določene, velja prepoved koncentracije lastništva oziroma razpršeno lastništvo zasebnih lastnikov, in sicer do višine skupnega deleža kapitalskih naložb države.* Navedeni cilj se nanaša na naslednje pomembne naložbe: NLB, Petrol, Pozavarovalnica Sava, Sava in Krka.

SDH je v letu 2018 spremenil statut NLB, v katerem se je v skladu z določbami ZGD-1 omejila prenosljivost delnic tako, da je za prenos potrebno dovoljenje družbe (t.i. vinkulacija delnic), ki se ga zavrne, če bi pridobitelj s pridobitvijo dodatnih delnic prekoračil delež 25 % delnic te banke z glasovalno pravico, povečan za 1 delnico.

Za družbe Pozavarovalnica Sava, Sava, Petrol in Krka zgolj s pravnimi vzvodi, ki jih ima SDH na voljo, ni mogoče učinkovito doseči, da ne bi kakšen drug delničar presegel glasovalne moči države. Pomembni dejavniki, ki vplivajo na uresničitev tega cilja iz Strategije upravljanja, so razpršenost lastništva, likvidnost organiziranega trga vrednostnih papirjev in vzdrževanje obstoječega lastniškega deleža države. Interese države kot lastnika je mogoče uresničevati tudi s sklenitvijo delničarskega sporazuma, v okvirih zakonsko dopustnih možnosti (ZPre idr.).

5.6. Soglasje SDH v postopkih razpolaganja

SDH mora v skladu s točko 3.3. (4) Strategije upravljanja pregledati vse strateške in pomembne naložbe, ki jih upravlja, in njihove KN v drugih družbah (družbe v večinski lasti, odvisne družbe, manjšinske naložbe v družbah itd.) ter pri tem slediti cilju opravljanja osnovne dejavnosti posamezne družbe oziroma podpiranja ključne dejavnosti matičnih družb. Nadzorni svet posamezne družbe mora, v primeru razpolaganja s KN v družbi, katere dejavnost podpira ključno dejavnost družbe, ki je v Strategiji opredeljena kot strateška ali pomembna, pred razpolaganjem pridobiti soglasje SDH.

V številnih družbah z omejeno odgovornostjo, v katerih SDH izvršuje najmanj 75 % delež glasovalnih pravic, je SDH v akte o ustanovitvi vnesel ustrezne določbe o tem, da mora poslovodstvo k razpolaganju z naložbami, ki so predmet tega cilja, pridobiti soglasje s strani skupščine/družbenikov/ustanovitelja. Tam, kjer ukrep še ni izveden, bo izveden v prihodnosti.

Drugi možni ukrepi:

- V delniških družbah lahko uprava sama predloži poslovodno odločitev (v konkretnem primeru odločitev o razpolaganju z naložbo) na skupščino družbe, v kar pa uprave ni mogoče prisiliti.
- SDH lahko posamezni družbi s kapitalsko naložbo države na njeno izrecno prošnjo poda (zgolj) mnenje o tem, ali bi bilo določeno razpolaganje s kapitalsko naložbo, ki je predmet točke 3.3 Strategije upravljanja, v nasprotju s ciljem strateškega lastništva države v določeni družbi.

Obrazložitev:

Strategija nima narave predpisa, ki bi zavezoval nadzorne svete družb s kapitalsko naložbo države. Prav tako pa bi bilo v nasprotju z določbami ZGD-1 in 20. členom ZSDH-1, če bi SDH družbam izdajal soglasja kot SDH. SDH lahko zgolj na skupščini glasuje o predlogu sklepa o izdaji soglasja oziroma kot edini družbenik sprejme sklep o izdaji soglasja. Razpolaganje z naložbami je poslovodna odločitev, zato ima pristojnost predložiti skupščini oziroma družbeniku odločitev o razpolaganju z naložbami poslovodni organ oziroma kvečjemu poslovodni organ skupaj z nadzornim svetom družbe, ne pa nadzorni svet družbe samostojno. SDH zato citirano določbo Strategije izvaja prilagojeno pravnoorganizacijski obliki družbe s kapitalsko naložbo države in lastniškemu deležu države v družbi. Znotraj pravnega okvira bo SDH, v kolikor to še ni, spremenil akte o ustanovitvi družb tako, da mora družba z omejeno odgovornostjo pred razpolaganjem s kapitalskimi naložbami pridobiti soglasje skupščine oziroma edinega družbenika, nato pa bo v vlogi družbenika glasoval oziroma sprejel sklep o izdaji soglasja. V delniških družbah v 100 % lasti države se pričakuje, da bodo uprave družb v skladu z zakonom predložile odločitev o razpolaganju z naložbami na skupščino. V ostalih delniških družbah naj uprave same presodijo, ali bodo sledile citirani določbi Strategije tako, da bodo odločitev o razpolaganju z naložbami predložile skupščini. SDH bo na prošnjo posamezne družbe podal svoje mnenje o tem, ali bi bilo določeno razpolaganje s kapitalsko naložbo, ki je predmet točke 3.3 Strategije upravljanja, v nasprotju s ciljem strateškega lastništva države v določeni družbi, pri čemer mnenje SDH za družbo ni zavezujoče.

5.7. Uvrstitev družb na organizirani trg vrednostnih papirjev

Strategija upravljanja kot dodatni cilj upravljanja v točki 3.6 določa, da SDH v okviru politike upravljanja družb podpira uvrstitev delnic pomembnih gospodarskih subjektov na kapitalske trge. Družbe, ki imajo potencialno kapitalizacijo večjo od 300 mio EUR, bo SDH spodbujal k uvrstitvi na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev s ciljem povečevanja njihove tržne kapitalizacije in s tem vrednosti kapitalskega deleža države in z njim povezanih subjektov. Družbe, katerih tržna kapitalizacija se približuje 1 mrd EUR, bo SDH spodbujal k uvrstitvi delnic na mednarodne kapitalske trge.

Ukrep v izvajanju:

SDH pri družbah, ki ustrezajo kriterijem Strategije za uvrstitev na organizirani trg vrednostnih papirjev, sprotno spremlja in analizira potrebe in učinke uvrstitve posamezne družbe na (mednarodne) organizirane kapitalske trge. Strategija kot kriterij uvrščanja delnic družb na organizirani trg vrednostnih papirjev določa obseg njihove tržne kapitalizacije, kar pa samo po sebi ni zadosten razlog za to, da družba postane javna, ampak so razlogi predvsem v potrebi po svežem kapitalu (lastniškem, pa tudi dolžniškem), kar pomeni, da družba načrtuje rast, ki jo pri obstoječem stanju težje financira. Družba lahko načrtuje prevzeme drugih družb, kjer bo plačilo zagotovila, namesto v denarju, z lastnimi delnicami. Lahko pa gre za željo po povečevanju prepoznavnosti in višje ravni transparentnosti in urejenosti poslovanja, kar ima lahko posredne pozitivne učinke na vrednost in poslovanje družbe. Ob tem je treba vsakokrat analizirati tudi negativne vidike uvrstitve delnic družbe na organizirani trg vrednostnih papirjev.

6. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI

Po napovedih analitikov IMF (IMF; oktobrska napoved) bo svetovno gospodarstvo v letu 2020 zraslo za 3,4 %, v letu 2021 za 3,6 %, medtem ko naj bi v letošnjem letu rast znašala 3,0 %. Ocena o višji stopnji rasti svetovnega BDP v letu 2020 temelji na predpostavkah, da sentiment investorjev na finančnih trgih generalno ostane naklonjen rasti, v Euro območju pa poniknejo dejavniki, ki kratkoročno zavirajo rast in da se stabilizirajo razmere v posameznih problematičnih ekonomijah (Turčija, Argentina, Iran) ter da se rast v ekonomijah (Brazilija, Mehika, Indija, Rusija, Savdska Arabija), ki v letu 2019 beležijo znatno upočasnitev glede na rast v letu 2018, v letu 2020 okrepi. Višja ocena svetovne gospodarske rasti je tudi posledica pričakovanj, da se še močnejši kolaps v ekonomijah kot sta Iran in Venezuela ne bo zgodil ter da pričakovanih pozitivnih učinkov politik centralnih bank ne bosta izničila morebiten neurejen način izstopa Velike Britanije iz EU in morebitne zaostrene trgovinske vojne med pomembnimi gospodarskimi območji. Gospodarsko rast lahko pričakujemo tako v razvitih državah (po napovedih naj bi rast znašala 1,7 %) kot v državah v razvoju (rast bo po napovedih znašala 4,6 %). Oktobrska napoved IMF sicer podaja večinoma nekoliko nižje ocene pričakovane stopnje gospodarske rasti, kot jih je podala julijska napoved IMF, kar je posledica zaostritve razmer v letu 2019, ki so rezultat trgovinskih ter tehnoloških vojn med pomembnimi gospodarstvi sveta, šibkejše mednarodne menjave in proizvodnje. V letu 2019 naj bi rast BDP po oktobrski oceni IMF v razvitih ekonomijah znašala 1,7 %, v državah v razvoju pa 3,9 %. IMF za Euro območje v letu 2019 pričakuje 1,2 % rast BDP, v letu 2020 pa 1,4 %. Podobno kot v preteklosti bo gospodarska rast na globalni ravni precej odvisna od ukrepov pomembnejših centralnih bank, pri čemer sta najpomembnejša deležnika ECB in FED. Analitiki, ki jih zajema raziskava finančnega portala Bloomberg, v svojih napovedih vidijo depozitno obrestno mero ECB konec leta 2019 in 2020 pri -0,5 % (mediana vrednosti ocen), konec leta 2021 pa pri -0,5 %. Trenutno znaša depozitna obrestna mera pri ECB -0,5 %, nekaj komercialnih bank v Evropi pa svojim strankam že zaračunava strošek ležarnine za depozite. Analitiki v svojih napovedih vidijo temeljno obrestno mero ECB (obrestna mera refinanciranja ECB) pri 0 % (mediana napovedi) v letih 2019, 2020 in 2021 in dane vrednosti trenutno ne nakazujejo verjetnosti dviga temeljne obrestne mere s strani ECB v prihodnjih dveh letih. Ameriška centralna banka (FED) je še v decembru 2018 dvignila temeljno obrestno mero za 25 bazičnih točk, s čimer je v letu 2018 na več zasedanjih temeljno obrestno mero povišala. V letu 2019 pa se je zgodil zasok večletnega trenda dvigovanja temeljne obrestne mere, saj je FED na zasedanju v juliju 2019 to znižal za 25 bazičnih točk na 2,25 %, kar predstavlja prvo znižanje od decembra 2008 dalje. V septembru 2019 je FED ponovno znižal temeljno obrestno mero za 25 bazičnih točk na 2,00 %, v oktobru pa je izvedel še en rez temeljne obrestne mere, in sicer na 1,75 % (zgornja meja intervala znaša 1,75 %, spodnja pa 1,50 %). Analitiki v svojih napovedih vidijo zgornjo mejo intervala temeljne obrestne mere FED pri 1,75 % konec 2019, pri 1,50 % konec leta 2020 in pri 1,75 % konec leta 2021 (mediana napovedi). Na podlagi danih napovedi analitikov, ni mogoče izključiti še kakšen dodaten rez temeljne obrestne mere s strani FED v prihodnjem obdobju.

Tabela 8: *Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK, analitiki)*

Indikator (v %)	2015	2016	2017	2018	2019N	2020N	2021N
Realni BDP (N od analitikov)	2,3	3,1	4,9	4,1	3,2	2,7	2,5
UMAR					2,8	3,0	2,7
EK					2,6	2,7	2,7
OECD					3,4	3,1	
CPI inflacija (N od analitikov)	-0,5	-0,1	1,4	1,7	1,5	1,8	1,8
UMAR					1,8	2,0	2,3
EK					1,8	1,9	2,0
OECD					1,4	2,1	

Vir: Bloomberg, UMAR

Po napovedih (osnovni scenarij) UMAR bo gospodarska rast v Sloveniji v prihodnjem obdobju nekoliko nižja kot je bila v zadnjih dveh letih, kar bo posledica upočasnitve gospodarske rasti v trgovinskih partnericah RS in poslabšanja pričakovanj do konca leta 2019. V letu 2018 je rast BDP znašala 4,1 %, v naslednjih letih pa naj bi se gibala na ravni med 3,0 % in 2,7 %. Pomembni dejavniki gospodarske rasti bodo tako izvozno povpraševanje, ki se sicer v zadnjem obdobju umirja ter zasebna in državna potrošnja. Zasebna potrošnja naj bi se okrepila predvsem na podlagi ugodnih gibanj na trgu dela, kjer se še naprej povečuje raven zaposlenosti ter plač in na podlagi gibanj socialnih transferjev. Investicijska dejavnost bo odvisna od investicijske dejavnosti države in črpanja evropskih sredstev iz nove finančne perspektive. Umiritev gospodarske rasti v letu 2019 se bo po pričakovanjih UMAR zgodila tudi zaradi občutnejšega negativnega prispevka salda menjave s tujino in nižje rasti bruto investicij, ki se bodo upočasnile skladno z umiranjem izvoznih naročil. Ob nadaljnjem okrevanju nepremičninskega trga lahko sicer pričakujemo razmeroma visoko rast investicij na segmentu stanovanjske gradnje. Za leto 2020 UMAR napoveduje nekoliko višjo gospodarsko rast, kot naj bi po njegovi oceni znašala gospodarska rast v letu 2019, a hkrati UMAR navaja, da je v letu 2020 tudi 6 delovnih dni več kot v letu 2019. Rast zaposlenosti se bo v obdobju od 2019 do 2021 postopoma umirjala, kar bo posledica nižje rasti gospodarske aktivnosti in vse večjega vpliva demografskih gibanj. Razmere na trgu dela bodo v prihodnosti predstavljale vedno večjo omejitev za rast dodane vrednosti. Inflacija naj bi se po pričakovanjih dvignila iz 1,8 % v letošnjem letu na 2,3 % leta 2021, kar je skladno z vplivom potrošnje.

Tveganja za uresničitev napovedi gospodarske rasti v RS predstavlja negotovost v mednarodnem okolju, saj je naše gospodarstvo izvozno usmerjeno. UMAR v svoji jesenski napovedi sicer dopušča tudi možnost uresničitve alternativnega scenarija, kjer bi gospodarska rast v RS v 2020 bila 1,7 % in 2,0 % v 2021, a pri tem UMAR dodaja, da je uresničitev alternativnega scenarija malo verjetna. Za uresničitev tega bi bila potrebna dodatna upočasnitev tujega povpraševanja, ki bi se odrazila v nižji ravni slovenskega izvoza.

Tabela 9: **Makroekonomske napovedi za Euro območje s strani ECB**

Indikator (v %)	2015	2016	2017	2018	2019N	2020N	2021N
Realni BDP	2,1	1,9	2,5	1,9	1,1	1,2	1,4
CPI inflacija	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	1,0	1,5

Vir: Bloomberg

Napovedi gospodarske rasti za **Evro območje** so se v zadnjem letu poslabšale. Kljub poslabšanju napovedi naj bi gospodarska rast dosegla 1,2 % v letu 2020 in 1,4 % v letu 2021. Zaradi upočasnitve mednarodne menjave se negativni vplivi izkazujejo pri novih izvoznih naročilih in pri proizvodnji v predelovalnih dejavnostih Euro območja, zlasti v Nemčiji. Višina prihodnje rasti BDP Euro območja bo odvisna tudi od rasti produktivnosti in demografskih trendov, kjer ima Evropa kar nekaj težav. Kot podporniki gospodarske rasti pa trenutno delujejo monetarna politika ECB, nizka brezposelnost in rast dohodkov. Za investitorje bo zelo pomembna odločitev ECB, koliko časa bo politika trenutnih obrestnih mer še veljala oziroma ali bo ECB opravila še kakšen rez obrestne mere. Analitiki se sprašujejo tudi glede učinkov novega paketa programa t.i. kvantitativnega sproščanja na gospodarske kazalce. Zanimiva bo tudi izbira vrst in obsega instrumentov denarne politike, ki jih bo v prihodnosti uporabljala ECB za dvig inflacije proti ciljni ravni. Na oktoborskem zasedanju je ECB podala zavezo, da se bo program odkupa obveznic izvajal toliko časa, kolikor bo za to potreba, sam program odkupa obveznic pa bo v prihodnosti zaključen malo pred prvim dvigom obrestne mere. Izbrana oblika pomoči gospodarstvu, za doseganje nominalne rasti s strani ECB, bo posredno tudi določila ali bo pomoč omejena na zgolj monetarne dejavnike ali pa bo ECB preko svojih ukrepov pozivala tudi voditelje EU, naj gospodarski rasti pomagajo še s fiskalnimi ukrepi. Ker višine obrestnih mer posredno določajo tudi vrednost valute, je nižanje vrednosti evra napram drugim valutam, z vidika izvoznega usmerjenega evropskega gospodarstva, problematično, v kolikor se druge države odločijo za povračilne ukrepe carin, s katerimi odvzemajo konkurenčnost evropskega izvoznega blaga in storitev na svetovnem trgu.

Tabela 10: **Makroekonomske napovedi za ZDA s strani FED**

Indikator (v %)	2015	2016	2017	2018	2019N	2020N	2021N
Realni bruto domači proizvod (BDP)	2,9	1,6	2,4	2,9	2,2	2,0	1,9
Indeks cen življenjskih potrebščin (dejanska inflacija CPI indeks, napoved indeks PCE)	0,1	1,3	2,1	2,5	1,5	1,9	2,0

Vir: Bloomberg

Napovedi FED kažejo, da bo gospodarska rast v **ZDA** od leta 2019 do 2021 na ravni med 1,9 % in 2,2 %, medtem ko inflacija po PCE indeksu naj ne bi preseгла ravni 2,0 %. Trenutno stanje ekonomije ZDA po kriteriju zaposlenosti je ugodno, pri čemer napovedi glede rasti BDP za prihodnja leta dajejo nekoliko nižje vrednosti, kot je znašala rast BDP v letu 2018 in 2017. Analitiki trenutno vidijo verjetnost nastopa recesije v prihodnjih 12 mesecih pri 35 %, čemur posredno pritrjuje tudi obrnjena krivulja donosnosti (stanje na obvezniškem trgu v avgustu 2019). Po osnovnem scenariju ekonomskih obetov FED v prihodnosti sicer pričakuje zmerno gospodarsko rast, močan trg dela in postopen dvig višine inflacije proti ciljni vrednosti 2 % (v letu 2021). V izjavi za javnost po oktoborskem zasedanju FED ocenjuje trenutno monetarno politiko kot ustrezno, dokler bo ekonomija še vedno dosegala zmerne rasti in dokler bo trg dela še ostajal močan. V kolikor bi dana ugodna pričakovanja zvođenela, pa FED v izjavi ni izključil morebitnih dodatnih rezov obrestne mere. Glavni generator nekoliko nižje gospodarske rasti v prihodnje bo potrošnja fizičnih oseb, ki je determinirana tudi prek dohodka iz naslova dela. Kljub upadu trenda rasti dane kategorije, je rast dohodka iz naslova dela še vedno nad rastjo inflacije, zato se predvideva, da bo dana kategorija poganjala gospodarsko rast tudi v prihodnje. FED je na zadnjem zasedanju v oktobru 2019 obrestno mero znižal že tretjič v letu 2019, s čimer želi zagotoviti, da ameriška ekonomija prebrodi trgovinsko vojno brez padca v območje recesije. Z izjavo FED, da bo izvajal monitoring implikacij prihodnjih informacij, ki zadevajo *outlook* ekonomije in da bo tehtal izbiro pravilne poti pri doseganju ciljne obrestne mere (manj ostra izjava kot na zasedanju v septembru 2019), se zdi, da je FED na oktoborskem zasedanju signaliziral, da bodo za prihodnje morebitne reze obrestne mere morali biti izpolnjeni ostrejši pogoji (opaznejše poslabšanje *outlook*-a ekonomije), kot so veljali ob prvih treh rezih obrestne mere v letu 2019.

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

7.1. Delež največjih naložb in upravljavskih stebrov v portfelju na dan 30.6.2019

Tabela 11: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb posameznega upravljavskega stebra (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) v upravljavskem portfelju SDH (naložbe v neposredni lasti RS in/ali SDH), na dan 30.6.2019, v %*

Naložba	Delež v portfelju RS+SDH
PROMET	
DRUŽBA ZA AVTOCESTE V REPUBLIKI SLOVENIJI, D.D.	31,04
SLOVENSKE ŽELEZNICE, D.O.O.	5,34
LUKA KOPER, D.D.	2,56
POŠTA SLOVENIJE, D.O.O.	2,40
KONTROLA ZRAČNEGA PROMETA SLOVENIJE, D.O.O.	0,22
SKUPAJ TOP 5 PROMET	41,57
ENERGETIKA	
HOLDING SLOVENSKE ELEKTRARNE, D.O.O.	11,53
GEN ENERGIJA, D.O.O.	8,61
ELEKTRO LJUBLJANA, D.D.	2,66
ELEKTRO MARIBOR, D.D.	2,36
ELEKTRO CELJE, D.D.	1,87
SKUPAJ TOP 5 ENERGETIKA	27,02
FINANCE*	
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D., LJUBLJANA	4,78
SID - SLOVENSKA IZVOZNA IN RAZVOJNA BANKA, D.D., LJUBLJANA	4,60
NLB, D.D.	4,16
POZAVAROVALNICA SAVA, D.D., LJUBLJANA	1,17
D.S.U., D.O.O.	0,66
SKUPAJ TOP 5 FINANCE	15,37
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE, D.D.	4,37
KRKA, D.D.	2,80
SIJ - SLOVENSKA INDUSTRIJA JEKLA, D.D.	1,21
UNIOR, D.D.	0,71
SAVA, D.D.	0,21
SKUPAJ TOP 5 TURIZEM IN GOSPODARSTVO	9,30
SKUPAJ TOP 5 VSI STEBRI	93,26

Opomba:

*Lastništvo RS v Abanki je, zaradi podpisa pogodbe o prodaji, izločeno iz portfelja v upravljanju in iz izračunov (RS je formalno sicer še lastnica 100 % deleža, saj odložni pogoji iz kupo-prodajne pogodbe še niso izpolnjeni).

Tabela 12: *Deleži upravljavskih stebrov v upravljavskem portfelju SDH, na dan 30.6.2019, v %*

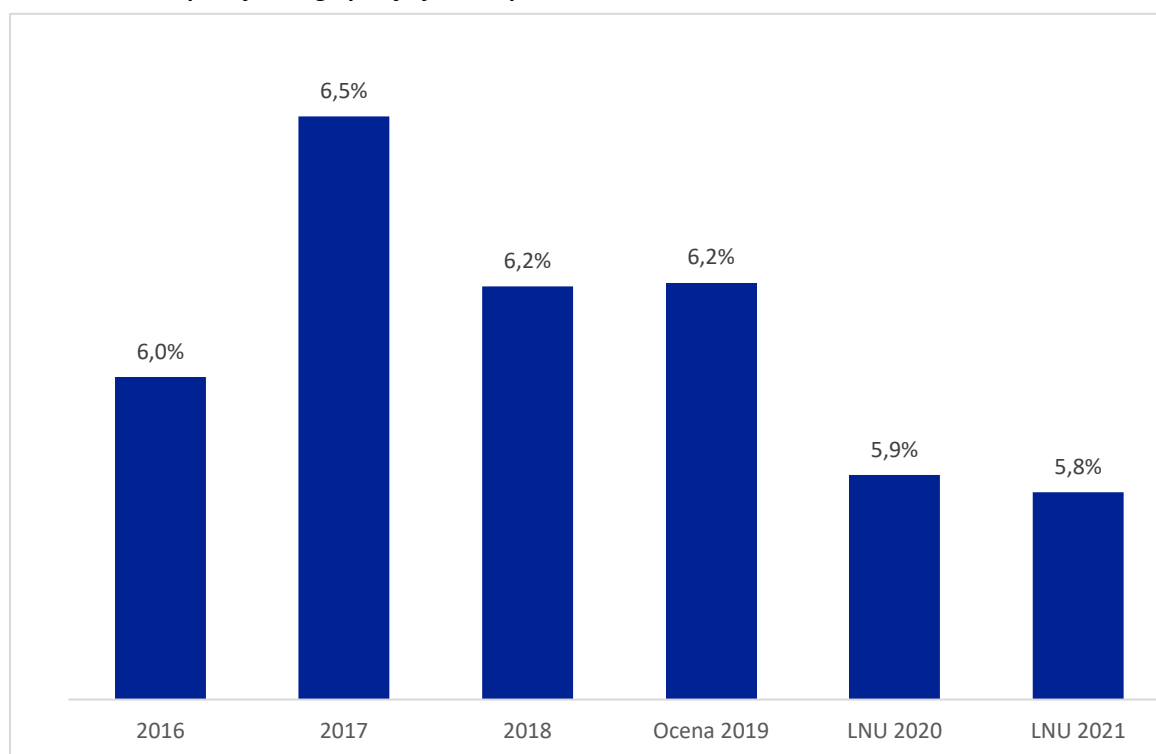
Steber	Delež v portfelju RS+SDH
PROMET	41,6
ENERGETIKA	33,0
FINANCE	15,4
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	10,0
SKUPAJ	100,0

7.2. ROE portfelja v obdobju 2016 – 2021 po upravljavskih stebrih

Tabela 13: *ROE upravljavskih stebrov portfelja v upravljanju SDH, po letih, v %*

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

Slika 5: *ROE upravljavskega portfelja SDH, po letih, v %*



7.3. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016 – 2021 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju

Tabela 14: ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije, po letih, v %

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

Tabela 15: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije naložb, na dan 30.6.2019

Klasifikacija	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2019 (v EUR)	Delež portfelja	ROE v % (ocena 2019)
STRATEŠKE	8.010.783.829	82,0	5,3
POMEMBNE	1.210.391.169	12,4	12,0
PORTFELJSKE	551.067.256	5,6	6,5
Portfelj RS+SDH	9.772.242.255	100,0	6,2

7.4. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2016 – 2021 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju

Tabela 16: 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)	LNU 2019	LNU 2020	LNU 2021
KOTIRAJOČE	9,4	7,5	10,4	10,0	10,3	10,1	10,0
NEKOTIRAJOČE	5,4	6,3	5,3	5,3	5,2	4,9	4,9
Portfelj RS+SDH	6,0	6,5	6,2	6,2	6,2	5,9	5,8

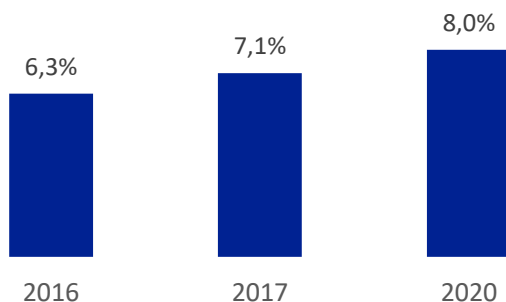
Tabela 17: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE portfelja po kriteriju borzne kotacije naložb, na dan 30.6.2019, v %

Kotacija na borzi VP	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2019 (v EUR)	Delež portfelja	ROE (ocena 2019)
KOTIRAJOČE	1.788.905.472	18,3	10,0
NEKOTIRAJOČE	7.983.336.783	81,7	5,3
Portfelj RS+SDH	9.772.242.255	100,0	6,2

8. METODOLOGIJA DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA

V Strategiji upravljanja je ključni cilj upravljanja kapitalskih naložb tudi ustvarjanje donosnosti kapitalskih naložb države, ki naj bi, glede na knjigovodsko vrednost kapitala družb, v letu 2017 dosegel 7,1 % in v letu 2020 8,0 %.

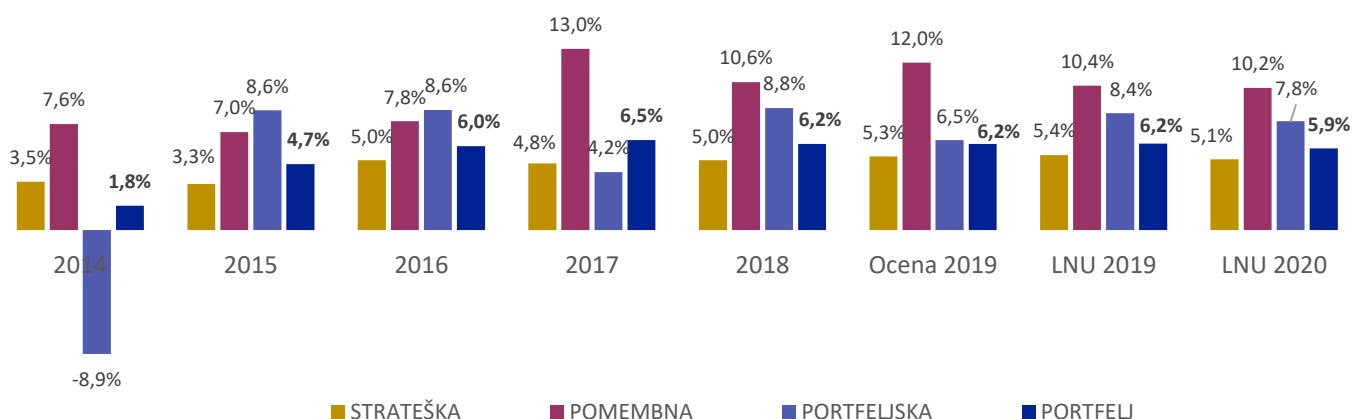
Slika 6: **Ciljna donosnost kapitala (ROE) vseh državnih kapitalskih naložb do leta 2020 iz Strategije upravljanja, v %**



Gre za načrtovani ROE vseh kapitalskih naložb države, tudi tistih, s katerimi SDH nikoli ni upravljal, kot tudi za naložbe, ki jih je SDH že prodal. Izvedene prodaje so pomembno vplivale na **spremenbo strukture upravljskega portfelja** in posledično na načrtovano vrednost kazalnika ROE ter na višino načrtovanih dividend. Ključne prodaje so se dogajale na področju stebra Finance. Ob predpostavki, da bi v portfelju ostali družbi NKBM in Abanka, ter da bi država ohranila 100 % lastniški delež v NLB, bi bil ROE upravljskega portfelja v letu 2020 za **0,9 odstotne točke** višji, kot je sedaj načrtovan.

V upravljskem portfelju so na dan 30.6.2019 strateške naložbe predstavljale že 82 % vseh naložb. Pri strateških naložbah pa je primarni cilj doseganje strateških ciljev RS, torej uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustreznih ravni in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov. Prikaz donosnosti naložb, razvrščenih glede na klasifikacijo naložb iz Strategije upravljanja med strateške, pomembne in portfeljske, jasno pokaže, da družbe, ki so uvrščene v skupino strateških naložb, v povprečju dosegajo nižjo donosnost.

Slika 7: **ROE upravljskega portfelja SDH v obdobju 2014 – 2021 po kriteriju klasifikacije naložb**



Opomba:

Poglavitni vzrok za negativni ROE portfeljskih naložb v letu 2014 v višini -2,5 % je ustvarjena izguba Abanke v višini 188 mio EUR.

Na poslovanje strateških družb torej vplivajo nekateri dejavniki, zaradi katerih te družbe ne morejo dosegati vrednosti ROE v višini, kot je ciljno določena v Strategiji upravljanja za leto 2020 oziroma kot jo lahko dosegajo druge družbe brez teh omejitev. Poleg že omenjenih omejitvenih dejavnikov (DARS, SID) se ti med drugim nanašajo na:

- predpise, s katerimi država neposredno vpliva na višino prihodkov družb (npr. omrežnine, poštnine...);

- predpise, s katerimi država določa ključne vsebinske in tudi finančne parametre poslovanja, kar neposredno vpliva na kazalnike ROE (pet elektrodistribucijskih podjetij, ki po vrednosti predstavljajo skoraj desetino portfelja RS);
- predpise, s katerimi država določa višino posebnih prispevkov, ki jih plačujejo te družbe (npr. prispevek za razgradnjo NEK);
- terjatve do države, ki bremenijo stroške financiranja družb (npr. SŽ);
- v računovodske izkaze družb so vključena sredstva, ki so sicer infrastrukturnega pomena za celotno državo in družbe z njimi ne morejo razpolagati, kar ima za posledico zelo visok kapital družb, kar otežuje doseganje višjih kazalnikov ROE;
- druga določila regulatorjev.

Skupni učinek zgoraj navedenih okoliščin na doseženi oziroma načrtovani ROE portfelja je težko oceniti, lahko pa se oceni, koliko učinki enkratnih dejanj dodatno znižujejo višino ROE portfelja v upravljanju SDH v posameznem letu. Po oceni SDH je ROE portfelja v upravljanju SDH v letu 2020 zaradi tega za **0,2 odstotni točki** nižji kot je bil v letu 2019. Zvišanje prispevka za razgradnjo NEK bo v letu 2020 predvidoma vplivalo na nižji ROE Skupine GEN za 0,52 odstotnih točk oziroma za **0,13 odstotnih točk** pri stebru Energetika in **0,05 odstotnih točk** na celotni upravljavski portfelj SDH. Učinek izvedenega povečanja osnovnega kapitala SŽ v višini 154 mio EUR vpliva na nižji ROE družbe za **1,9 odstotnih točk**, oziroma za **0,18 odstotnih točk** pri stebru Promet in **0,08 odstotnih točk** na celotni upravljavski portfelj SDH. Učinek izpada prihodka pri HSE, zaradi učinka regulatornih sprememb pri prihodkih iz naslova sistemskih storitev, bo predvidoma vplival na znižanje ROE pri HSE za **0,62 odstotnih točk** oziroma **0,2 odstotnih točk** pri stebru Energetika in **0,06 odstotnih točk** na celotni upravljavski portfelj SDH. Določene regulatorne spremembe, ki pri pripravi Strategije upravljanja še niso bile poznane, so imele učinek na poslovanje družb že v letu 2019. Takšen je učinek spremembe omrežninskega akta za EDP podjetja in Plinhold. Te spremembe seveda vplivajo tudi na načrtovani ROE portfelja za leto 2020. Pri posameznih EDP podjetjih pomenijo med **0,33 odstotne točke** in **0,56 odstotne točke** nižji ROE, pri Plinholdu pa **1,6 odstotne točke**. Pri stebru Energetike znaša ta vpliv skupaj **0,2 odstotne točke**, pri celotnem portfelju pa **0,1 odstotne točke**.

Potrebno je poudariti, da so tudi znotraj skupine strateških družb med posameznimi družbami velike razlike. Na eni strani spadajo med strateške družbe nekatere, ki v celoti delujejo po tržnih principih, nekatere so celo javne delniške družbe. Pri takšnih družbah se poleg strateških ciljev v celoti zasledujejo tudi ekonomski cilji. Te družbe (primer javnih delniških družb sta Luka Koper in Zavarovalnica Triglav), ki imajo za nalogo doseganje zastavljenih strateških ciljev, dosegajo zelo dobre ekonomsko finančne rezultate in dosegajo ali celo presežajo rezultate primerljivih družb.

Drugo skupino strateških naložb predstavljajo družbe, s katerimi si država prizadeva zasledovati nekomercialne, širše družbene cilje. Mednje sodi tudi družba DARS, ki je glede na vrednost kapitala najpomembnejša družba v portfelju, s katerim upravlja SDH. MZI, kot resorno ministrstvo za DARS tako izrecno poudarja, da doseganje donosnosti ne more biti relevantno merilo za oceno poslovanja DARS. Po mnenju MZI, ki je resorno ministrstvo družb iz stebov Promet in Energetika, ki predstavljajo skoraj 75 odstotni delež portfelja v upravljanju SDH, so edina za lastnika relevantna merila za DARS, kvalitetno ter stroškovno učinkovito izpolnjevanje obveznosti družbe iz koncesije ter pogodbe o izvajanju naročila in, v povezavi s predvidenim poroštvenim zakonom, pravočasno poravnavanje obveznosti iz naslova posojil. Pri družbi DARS imajo med prihodki največjo težo cestninski prihodki (95 %), na katere družba nima vpliva, saj so določeni s strani pristojnih regulatorjev, poleg tega pa DARS izvaja investicije v skladu z Nacionalnim programom izgradnje avtocest (NPJA) iz leta 2004, ne glede na to, ali je izgradnja določenega odseka cest za DARS ekonomsko upravičena ali ne. Drug primer takšne družbe je SID banka, ki se zaradi njene specifične razvojno-spodbujevalne vloge bistveno razlikuje od običajnih komercialnih bank. Zakon o slovenski izvozni in razvojni banki izrecno določa, da banka pri svojem delovanju ne zasleduje cilj maksimiranja dobička ter da pri svojem delovanju ne konkurira drugim finančnim institucijam. V skupino strateških naložb, pri katerih na doseganje ekonomsko-finančnih ciljev v veliki meri vpliva država (visoko regulirane družbe) je potrebno šteti tudi vsa elektrodistribucijska podjetja. Izločitev zgoraj navedenih družb iz izračuna donosnosti portfelja, bi pomenila za **1,3 odstotne točke** višjo donosnost upravljavskega portfelja SDH.

SDH sicer upravlja še z več drugimi strateškimi družbami, katerih je del poslovanja tržne narave, del pa je prav tako omejen z regulatornimi zahtevami. Med navedene družbe se uvrščajo HSE, GEN, Slovenske železnice, Pošta Slovenije in Plinhold.

V primeru izločitve vseh zgoraj navedenih dejavnikov (vpliv prodaje treh bank, vplivi regulatornih sprememb iz leta 2019, dokapitalizacija SŽ ter učinek izločitve družb z visokimi regulatornimi omejitvami iz izračuna skupnega ROE - SID, DARS in EDP), bi ciljni ROE v letu 2020 znašal 8,3 %.

Zaradi spreminjajoče se strukture portfelja, ki ga upravlja SDH, bo zato potrebno v bodoče pri presoji uspešnosti upravljanja naložb upoštevati različne kriterije po sektorjih, v odvisnosti tudi od vrste naložb, upošteva specifičnost poslovanja, kot na primer opravljanje javne gospodarske službe in vpliv regulatornih omejitev in zahtev.

Glede na navedeno SDH ocenjuje, da je smotrno, da se metodologija določanja ciljne donosnosti kapitala portfelja naložb, kot eden ključnih ciljev upravljanja kapitalskih naložb države, v prihodnje v Strategiji upravljanja ali v drugem aktu določi po posameznih skupinah naložb, npr. glede na sektor/steber, v katerem družbe delujejo, glede na klasifikacijo naložb ipd.

SDH prav tako predlaga, da se pri strateških naložbah razmisli o možni uvedbi drugih ciljev, s katerimi bi merili uresničevanje strateških ciljev oziroma, da se pri določanju ciljnega ROE portfelja naložb ustrezno upošteva omejitve SDH pri vplivanju na dobičkonosnost tistih strateških naložb, katerih uspešnost poslovanja je pomembno odvisna od prihodkov, ustvarjenih na podlagi pogodbenega razmerja z državo (opravljanje javne gospodarske službe, prejemniki javnih sredstev).

Tudi iz izsledkov študije, ki jo za SDH in MF pripravlja svetovalec v okviru projekta *Strengthening the performance and governance of State Owned Enterprises*, ki poteka pod okriljem EK in pod strokovnim mentorstvom EBRD izhaja, da ROE na ravni portfelja kot celote, kot izključno merilo uspešnosti poslovanja družb v upravljanju oziroma uspešnosti upravljanja portfelja kapitalskih naložb države, zaradi raznolikosti portfelja naložb, ni ustrezno. Priporočilo je, da se pri določanju meril uspešnosti upravljanja portfelja kapitalskih naložb države upošteva raznolikost upravljanega portfelja naložb, tako da se poleg ROE uporabi tudi druge kazalnike in se njihove vrednosti meri ločeno po posameznih panogah (upravljavskih stebrih) oziroma drugače oblikovanih skupinah naložb s skupnimi značilnostmi (npr. zasledovanje čistih ekonomskih – profitnih ciljev ali zagotavljanje javnih gospodarskih ciljev).

9. 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).

Ocenjuje se, da bo moral SDH za pokrivanje zakonskih obveznosti po predpisih, ki urejajo denacionalizacijo, zagotoviti še približno 138 milijonov EUR. SDH bo, zaradi prenosa večine premoženja na RS po ZSOS-C (konec leta 2020) in poplačila obveznic SOS3 v letu 2020 (102,5 mio EUR), v letu 2021 ostal brez ustreznega premoženja in tekočih prilivov (dividend) za poravnavo obveznosti. Pri oblikovanju LNU za leto 2020 mora zato SDH upoštevati tudi likvidnostne potrebe SDH, ki izhajajo iz zgoraj navedenih zakonskih ter pogodbenih obveznosti.

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 2020 umeščeni v posebni del LNU.

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

SDH ocenjuje, da bo:

- **v letu 2020** RS prejela 102,9 mio EUR prilivov iz naslova dividend KN v imetništvu RS (vključujoč dividende, ki jih prejme ZPIZ iz lastništva delnic Zavarovalnice Triglav) ter SDH 39,5 mio EUR prilivov iz naslova dividend KN v imetništvu SDH;
- **v letu 2021** RS prejela 162,0 mio EUR prilivov iz naslova dividend KN v imetništvu RS (vključujoč dividende, ki jih prejme ZPIZ iz lastništva delnic Zavarovalnice Triglav) ter SDH 2,5 mio EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH.

Tabela 18: *Prilivi* RS, ZPIZ in SDH iz dividend kapitalskih naložb upravljaljskega portfelja SDH po letih, v mio EUR*

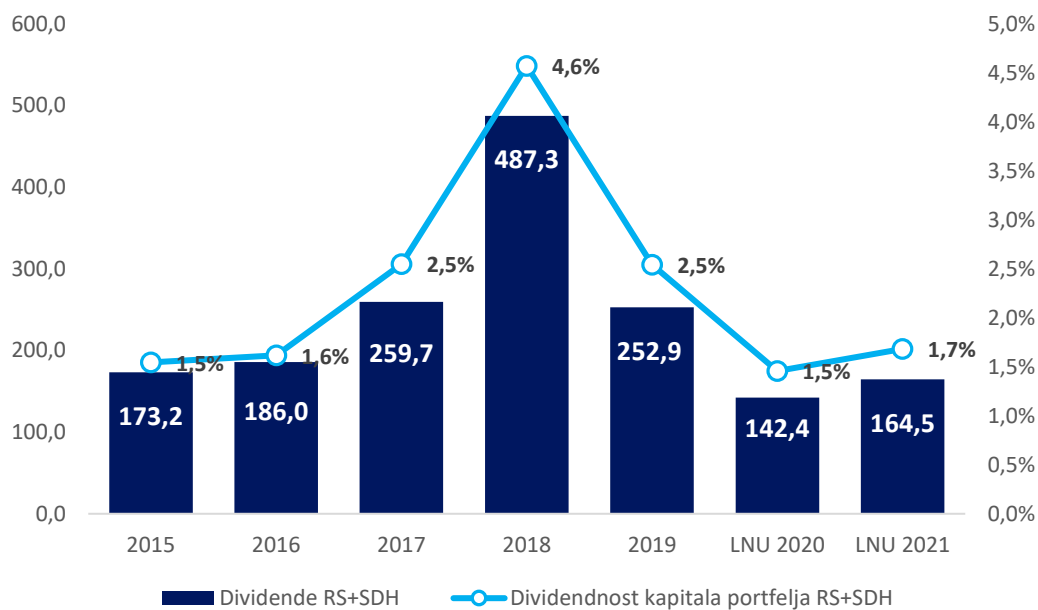
Leto	2016	2017	2018	2019	Načrt 2020	Načrt 2021
RS (brez vključenih dividend ZPIZ)	122,6	194,1	427,4	193,2	83,3	142,5
ZPIZ**	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Skupaj RS in ZPIZ	142,2	213,7	447,0	212,8	102,9	162,0
SDH	43,8	45,9	40,4	40,1	39,5	2,5
Skupaj RS in ZPIZ in SDH	186,0	259,7	487,3	252,9	142,4	164,5

Opombe:

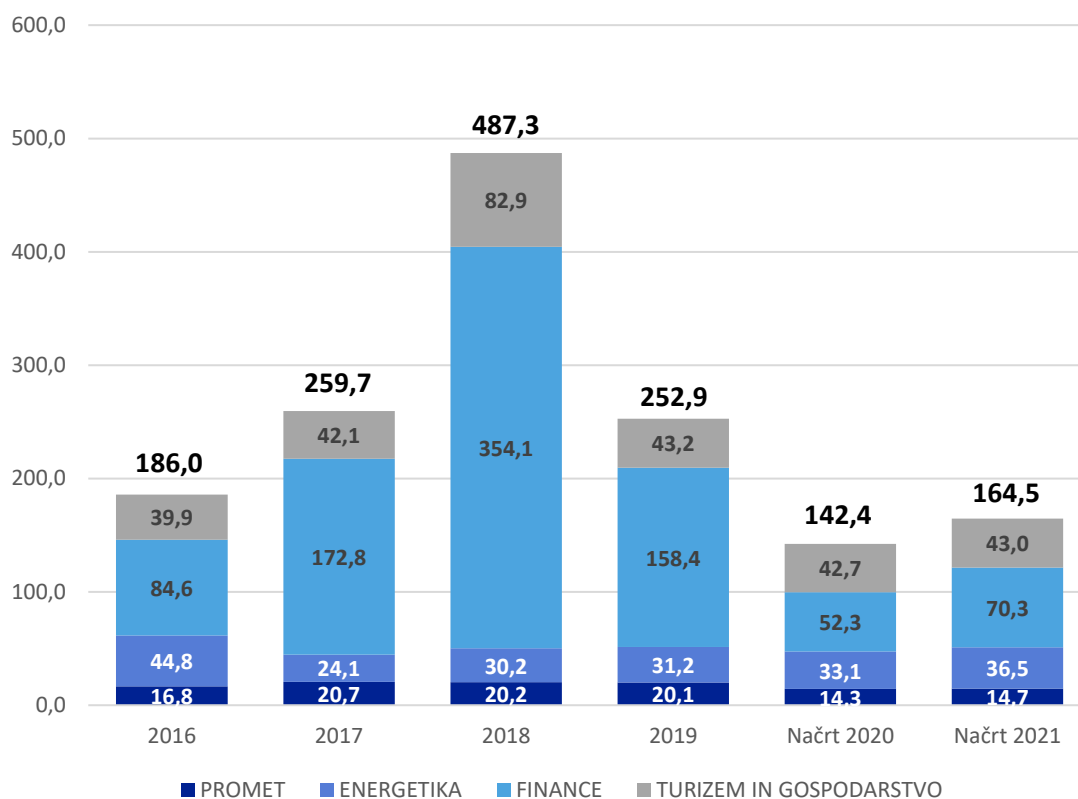
*Znesek dividend, ki jih RS, ZPIZ in SDH prejmejo v tekočem letu na osnovi delitve bilančnega dobička za preteklo leto (npr. skupni dividendni prilivi za RS, ZPIZ in SDH v letu 2019, ki so jih skupščine delničarjev družb v upravljanju izglasovale v letu 2019 glede delitve bilančnih dobičkov družb za leto 2018).

**Gre za dividendo, ki jo prejme ZPIZ iz naslova imetništva delnic družbe Zavarovalnica Triglav, ki jo v imenu in za račun ZPIZ upravlja SDH.

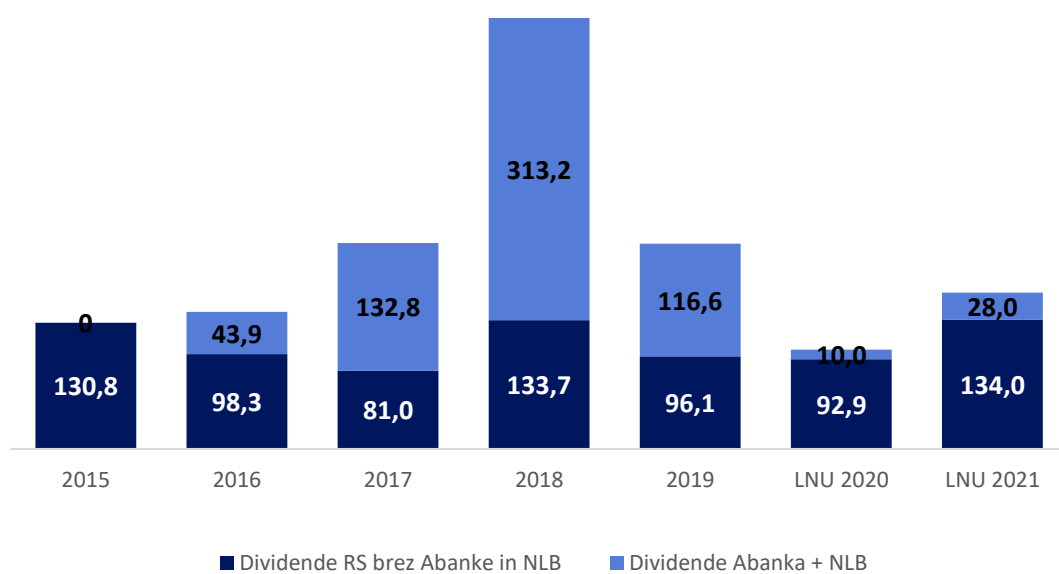
Slika 8: Prilivi RS in SDH iz naslova dividend po letih, v mio EUR



Slika 9: Prilivi RS in SDH iz naslova dividend po letih in po stebrih, v mio EUR



Slika 10: Prilivi RS iz naslova dividend po letih, v mio EUR



Slika 11: Prilivi SDH iz naslova dividend po letih, v mio EUR

