



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

POSLOVNA SKRIVNOST

(III. POSEBNI DEL)

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2018

Ljubljana, november 2017

LETNI NAČRT
UPRAVLJANJA KAPITALSKIH
NALOŽB
ZA LETO 2018

Država je pomembna lastnica podjetij v Sloveniji.

Ima odgovornost, da kot lastnica deluje proaktivno in strokovno,
z osredotočanjem na ustvarjanje vrednosti za lastnika.

Splošni cilj podjetij z lastništvom države je uspešno, dobičkonosno, gospodarno poslovanje
ter pri strateških oziroma pomembnih naložbah tudi
učinkovito opravljanje nalog posebnega javnega interesa.

KAZALO VSEBINE

I. UVOD.....	6
II. SPLOŠNI DEL.....	9
1. ZGRADBA IN VSEBINA NAČRTA UPRAVLJANJA	9
2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB SDH	10
3. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH	12
3.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH	12
3.2. Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU	15
4. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA IN IZHODIŠČA ZA DOLOČANJE UKREPOV IN RAVNANJ ZA DOSEGO CILJEV	17
4.1. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb.....	17
4.2. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU.....	18
4.3. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države.....	18
5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, KI JIH DOLOČA STRATEGIJA	19
5.1. Dvig kulture korporativnega upravljanja.....	19
5.2. Povečanje učinkovitosti razpolaganja z naložbami	19
5.3. Preprečevanje koncentracije drugih lastnikov (država kot največji lastnik)	20
5.4. Soglasje SDH v postopkih razpolaganja.....	21
5.5. Uvrstitev družb na organizirani trg vrednostnih papirjev	22
6. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI.....	23
7. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH / PODROČJIH	25
7.1. Delež največjih naložb in stebrov v portfelju	25
7.2. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po stebrih.....	26
7.3. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju klasifikacije naložb.....	27
7.4. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju kotacije delnic družb	28
8. NEUSKLAJENOST METODOLOGIJE DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA.....	29
9. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL	32
9.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju	32

POMEN KRATIC IN IZRAZOV

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

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

DTK: Družbe tveganega kapitala.

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

ECB: Evropska centralna banka

EK: Evropska komisija.

EU: Evropska unija.

KAD: Kapitalska družba, d.d.

Kodeks SDH: Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države z dne 19. 12. 2014, spremenjen in dopolnjen marca 2016 in maja 2017.

KN: kapitalska naložba. Kapitalske 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, kapitalske naložbe in naložbe.

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

Merila: Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države so akt SDH, 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 kapitalsko 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 z dne 19. 12. 2014, spremenjena in dopolnjena decembra 2016.

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: so Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga, ki so bila sprejeta decembra 2014, spremenjena in dopolnjena marca 2016 ter maja 2017.

RS: Republika Slovenija.

Statut SDH: Statut SDH v vsakokratnem besedilu.

Strategija oziroma Strategija upravljanja: Strategija upravljanja kapitalskih naložb države, ki jo je dne 13. 7. 2015 sprejel Državni zbor RS kot Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države (OdsUKND).

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

SDH: Slovenski državni holding, d.d.

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.

ZDA: Združene države Amerike.

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

ZIS: Zakon o igrah na srečo.

ZPIZ: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

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

ZSDU: Zakon o Sodelovanju delavcev pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/93 in naslednji).

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

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB
ZA LETO 2018

UVOD

I. UVOD

Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb, ki je pred vami, predstavlja enega od štirih ključnih dokumentov, na podlagi katerega SDH odgovorno in strokovno izvaja vlogo aktivnega upravljalca premoženja države, ki je delničarka / družbenica številnih in pomembnih slovenskih družb.

Z njim SDH določa podrobne cilje pri upravljanju posameznih naložb, kot tudi ukrepe in usmeritve za doseganje teh ciljev. SDH oblikuje ambiciozne, vendar realne vrednosti pričakovanih strateških in ekonomsko-finančnih kazalnikov uspešnosti poslovanja za posamezne družbe v portfelju za prihajajoče leto. Preko zastavljenih ciljev SDH uresničuje svojo vizijo, ki je ustvarjanje vrednosti kapitalskih naložb za lastnika. Ti ciljni kazalniki pokrivajo ključne vidike, pomembne za razvoj in konkurenčnost družb. Letni načrt upravljanja določa tudi pričakovane denarne tokove.

Tako kot pretekla leta, je tudi Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2018, ki je tretji po vrsti, pripravljen ob upoštevanju SDH-jevega poznavanja posebnosti poslovanja posameznih družb in panog, v katerih družbe delujejo in ob kritičnem upoštevanju njihovih razvojnih načrtov. Pri končni določitvi ciljev so bila na podlagi strokovne presoje SDH upoštevana tudi mnenja družb, s katerimi SDH v okviru rednih upravljaljskih aktivnosti sprotno vodi pravno dopustni dialog.

Predloženi dokument je z vidika SDH, kot aktivnega upravljalca, ključen, saj jasno odraža pričakovanja lastnika za leto 2018 in omogoča SDH spremljati, kako bodo družbe v tem letu uresničevale zastavljene cilje.

Čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) portfelja družb v neposredni lasti RS in SDH

Prve ocene poslovanja družb v upravljanju SDH kažejo, da bodo te družbe v letu 2017 presegle za to leto načrtovani ROE, ki je znašal 5,2 %.

Ne glede na navedeno SDH tudi za leto 2018 načrtuje nadaljnjo rast donosnosti portfelja naložb, ki ga upravlja. Načrtovana donosnost portfelja, ki ga upravlja SDH, je za leto 2018 določena v višini **6,1 %**.

Načrtovana donosnost je sicer nižja od ciljne donosnosti, določene v Strategiji upravljanja, vendar je pri tem potrebno poudariti, da portfelj RS sestavljata dve tretjini strateških naložb, katerih prioriteta je doseganje strateških ciljev, torej uresničevanje različnih pomembnih družbenih interesov in ne zgolj gospodarskih ciljev. Uresničevanje strateških ciljev in gospodarskih ciljev pa se pogosto izključuje in zavira doseganje še višje donosnosti portfelja kapitalskih naložb države.

Navedeno potrjujejo tudi dosežene in načrtovane donosnosti kapitala naložb po posameznih sektorjih. Iz podatkov je razvidno, da portfelj naložb v sektorjih, v katere je vključenih več strateških naložb (npr. energetika), v povprečju dosega nižjo donosnost na kapital od sektorjev, v katere je vključenih več portfeljskih naložb (npr. gospodarstvo).

	ROE (v %)					
Steber	2014	2015	2016	2017 (ocena)	LNU 2018	LNU 2019
ENERGETIKA	1,1	2,2	4,1	3,2	4,0	4,6
FINANCE	0,6	5,9	8,9	9,1	7,7	8,1
GOSPODARSTVO	2,8	12,6	6,5	6,3	8,2	9,7
PROMET	3,7	3,4	5,0	5,4	5,7	5,7
Portfelj	1,8	4,7	6,0	6,0	6,1	6,4

SDH ocenjuje, da je smotrno, da se metodologija določanja ciljne donosnosti kapitala naložb (ROE), kot eden ključnih ciljev upravljanja kapitalskih naložb države, v prihodnje v Strategiji upravljanja ali v drugem aktu določi po posameznih skupinah naložb, kot 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 kriterijev, s katerimi bi merili uresničevanje strateških ciljev.

Načrtovani denarni tokovi

Poleg ciljne dobičkonosnosti lastniškega kapitala si je SDH zastavil tudi jasne cilje, vezane na načrtovane denarne tokove iz upravljanja naložb države. Pri tem SDH podpira tudi razvoj in učinkovitost poslovanja podjetij iz portfelja in s svojimi odločitvami na skupščinah družb zasleduje odgovoren pristop glede politike dividend z ustreznim ravnotežjem med dividendami in razvojnimi potrebami družb.

Leto 2017 je bilo z vidika prejetih dividend rekordno, saj so družbe z lastniškim deležem RS¹ izplačale 212,1 milijona EUR dividend, SDH pa je iz naslova udeležbe v dobičku družb, v katerih ima sam lastniške deleže, v letu 2017 prejel 45,9 milijona EUR, skupaj torej 258 milijonov EUR. Kljub navedenemu SDH tudi za leto 2018 pričakuje nadaljnjo rast dividend.

V letu 2018 bo v skladu s pričakovanji, navedenimi v tem LNU, RS¹ prejela **246,1 milijona EUR** prilivov iz naslova dividend ter SDH 47,7 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH, skupaj torej 293,8 milijona EUR, kar je 14 % več, kot v letošnjem letu.

Drugi cilji v zvezi z upravljanjem naložb v letu 2018

Poleg prizadevanj k izpolnjevanju ekonomsko-finančnih ciljev in strateških ciljev družb s kapitalsko naložbo države, ter stalnih prizadevanj za pregledno, konkurenčno in učinkovito vodenje postopkov prodaj kapitalskih naložb, bo v prihodnje dan poudarek na kakovosti upravljanja, transparentnosti in skladnosti poslovanja družb v upravljanju, podpori transformacijam družb in doseganju zastavljenih ciljev. SDH si ves čas prizadeva za izboljšano kakovost in analitično vrednost informacijskih podlag, potrebnih za uspešno upravljanje kapitalskih naložb. S tem v zvezi si bo SDH v letu 2018 prizadeval doseči nadaljnje **izboljšanje poročanja družb SDH-ju**, s ciljem doseganja standardov javnih delniških družb ter uvedbo mesečnih načrtov in mesečnega poročanja družb v 100 % lasti RS SDH-ju. Posebno pozornost bo SDH namenil tudi nadgradnji enega od ključnih orodij upravljanja SDH, to je spremljanju in primerjavi ključnih kazalnikov posameznih družb v portfelju z relevantnimi konkurenčnimi družbami, t.i. **benchmarking**, s čimer bo omogočil še dejavnejše in učinkovitejše upravljanje naložb. Uresničevanje ambicioznih ciljev in ohranjanje konkurenčnosti številnih družb ne bo mogoče samo s postopnimi izboljšavami, temveč z odločno transformacijo tako strategij, poslovnih modelov, organizacije, procesov in ljudi na vseh ravneh organizacije. SDH bo zato v izbranih družbah izvedel **mednarodno preveritev izbranih strategij družb** in si prizadeval za **uvajanje systemskega preučevanja tveganj** v najpomembnejših družbah (že uvedeno v energetiki) in bo tudi v prihodnje podpiral vsa podjetja iz portfelja, da se učinkovito odzivajo na spremenjene okoliščine poslovanja in dolgoročno zagotavljajo rast in zaposlovanje.

¹ Vključno z deležem dividend, ki jih prejme ZPIZ iz naslova imetništva delnic družbe Zavarovalnica Triglav, d.d., ki jih v imenu in za račun ZPIZ upravlja SDH. Načrtovani znesek dividendnih prilivov za RS brez dividend Zavarovalnice Triglav, d.d., ki jih prejme ZPIZ, znaša 226,5 milijona EUR.

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB
ZA LETO 2018

SPLOŠNI DEL

II. SPLOŠNI DEL

1. ZGRADBA IN VSEBINA NAČRTA UPRAVLJANJA

Načrt upravljanja 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 zatoj ne bo 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. Navedeni so tudi temeljni in dodatni cilji upravljanja naložb, makroekonomske napovedi, pregled dosežene in pričakovane donosnosti kapitala naložb po različnih kriterijih, pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb, in sicer iz naslova prejetih dividend. Predstavljena je tudi neusklajenost metodologije določanja ciljne donosnosti kapitala v Strategiji upravljanja.

V posebnem delu LNU so predstavljeni posamezni stebri / področja upravljanja. Pri vsakem stebru upravljanja je za vsako naložbo posebej predstavljen načrt upravljanja, in sicer so podrobno opredeljeni cilji upravljanja za prihodnje leto (za družbe, ki glede na utež kapitala najpomembneje vplivajo na uspešnost upravljalškega portfelja SDH z vidika donosnosti kapitala, pa tudi za nekatere druge družbe, za katere je bilo glede na poslovanje to smiselno, so cilji opredeljeni za leti 2018 in 2019), ključna merila za merjenje uspešnosti pri doseganju ciljev upravljanja ter ukrepi in usmeritve za doseganje teh ciljev. Izjemo od navedenega predstavlja navedba ukrepov za družbe, ki opravljajo dejavnost elektrodistribucije, ki so opredeljeni za vse tovrstne naložbe skupaj, saj so predvidene upravljalške aktivnosti pri vseh teh naložbah podobne.

V posebnem delu so navedeni tudi pričakovani denarni tokovi iz prodaj ter nakupov naložb v letu 2018.

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.

Pregled organov vodenja in nadzora kapitalskih naložb je pripravljen po stanju na dan 30.9.2017.

Predmetni LNU ne upošteva učinkov prenosa premoženja SDH na RS, ki naj bi bil v skladu z Zakonom o dopolnitvi Zakona o Slovenskem odškodninskem skladu izveden najkasneje do 31.12.2017.

OMEJITEV ODGOVORNOSTI

Dokument je izdelan v skladu z načelom vestnosti in poštenja, s potrebnim strokovnim znanjem in v skladu s standardom profesionalne skrbnosti. 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 Strategijo upravljanja, LNU, Politiko upravljanja SDH in Kodeks SDH. Poleg navedenih, in z njimi vsebinsko povezani akti upravljanja naložb, so še Merila, Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb ter Priporočila in pričakovanja SDH.

Strategija upravljanja, ki jo je Državni zbor RS sprejel 13.7.2015, skladno z 28. členom ZSDH-1, določa opredelitev in razvrstitev naložb na posamezne vrste naložb skladno z 10. členom ZSDH-1, opredelitev razvojnih usmeritev RS kot delničarke ali družbenice družb in posamezne strateške cilje, ki jih RS želi uresničiti z vsako naložbo, opredeljeno kot strateško. V 10. členu ZSDH-1 pa 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 **Letni načrt upravljanja (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 za naslednje koledarsko leto, ter nato še soglasje Vlade RS na predlog MF. V LNU so opredeljeni podrobni cilji SDH pri upravljanju posameznih naložb ter ukrepi in usmeritve za doseganje teh ciljev. LNU določa tudi pričakovane denarne tokove iz upravljanja naložb v lasti SDH in RS.

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 zadevnega leta, **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 vrednost² KN, ki je predmet razpolaganja v posameznem letu, ne presega 5 milijonov EUR;
- upravlja in razpolaga s KN, ki jih RS pridobi med letom in niso del LNU, pod pogojem, da knjigovodska vrednost KN, ki je predmet upravljanja oziroma razpolaganja, ne presega 1 milijon EUR;
- vodi aktivnosti v zvezi s pridobivanjem KN za RS, če je o taki pridobitvi vsebinsko že predhodno odločila Vlada RS s sklepom, ne glede na to, v kakšni vlogi je pri sprejetju takega sklepa nastopala Vlada RS (kot skupščina SDH, kot državni organ ali v drugi vlogi, če je voljo Vlade RS glede pridobitve možno nedvoumno razbrati in je SDH o tem obveščen)³.

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 merila (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.

² Knjigovodska vrednost je višina kapitala po zadnji objavljeni bilanci stanja družbe, preračunana na delež, ki je predmet razpolaganja ali pridobitve.

³ 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.

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. Povezanost z LNU izhaja predvsem iz poglavja 3. Izhodišče je opredeljeno v uvodnih določilih načela 3.1 in sicer, da je temeljni cilj družbe s kapitalsko naložbo države maksimiranje vrednosti družbe ter ustvarjanje tem 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 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.

3. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH

SDH upravlja s kapitalskimi naložbami, katerih upravljanje je podrobno predstavljeno v tem dokumentu.

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

3.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH

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

SDH je imel na dan 30. 9. 2017 v upravljanju 90 kapitalskih naložb, 1 kapitalska naložba (v lasti RS) pa je bila po stanju na ta dan že prodana, vendar sprememba lastništva še ni bila vpisana v sodnem registru. Od skupno 90 kapitalskih naložb v upravljanju, jih je bilo 52 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 25 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 13 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo tako RS kot SDH.

Od skupnega števila kapitalskih naložb v upravljanju SDH je 65 t.i. aktivnih naložb, preostale so v postopku likvidacije ali stečaja. Izmed aktivnih naložb jih je bilo 40 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 14 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 11 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo tako RS kot SDH.

Tabela 1: *Seznam naložb SDH in / ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH (»Upravljavski portfelj SDH«), po stanju na dan 30.9.2017*

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)	Knjigovodska vrednost RS in SDH na 31.12.2016 (v EUR)*
1	ELEKTRO CELJE, D.D.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	79,50		79,50	169.585.077
2	ELEKTRO GORENJSKA, D.D., KRANJ	STRATEŠKA	ENERGETIKA	79,42	0,31	79,73	119.303.215
3	ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	79,50	0,30	79,80	242.680.387
4	ELEKTRO MARIBOR, D.D.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	79,50		79,50	214.278.885
5	ELEKTRO PRIMORSKA, D.D.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	79,50		79,50	121.876.389
6	ELEKTROGOSPODARSTVO SLOVENIJE - RAZVOJ IN INŽENIRING, D.O.O.	PORTFELJSKA	ENERGETIKA	100,00		100,00	772.595
7	GEN ENERGIJA, D.O.O.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	100,00		100,00	755.519.495
8	GEOPLIN, D.O.O.	POMEMBNA	ENERGETIKA	41,24	0,05	41,29	130.026.095
9	HOLDING SLOVENSKE ELEKTRARNE, D.O.O.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	100,00		100,00	1.015.220.355
10	INFRA, IZVAJANJE INVESTICIJSKE DEJAVNOSTI, D.O.O.	POMEMBNA	ENERGETIKA	100,00		100,00	10.015
11	NAFTA LENDAVALA, PROIZVODNJA NAFTNIH DERIVATOV, D.O.O.	POMEMBNA	ENERGETIKA	100,00		100,00	2.190.823
12	PETROL, D.D., LJUBLJANA	POMEMBNA	ENERGETIKA	3,03	19,75	22,78	117.644.764
13	PLINHOLD, D.O.O.	STRATEŠKA	ENERGETIKA	41,24	0,05	41,29	
14	RTH, RUDNIK TRBOVLJE-HRASTNIK, D.O.O.	PORTFELJSKA	ENERGETIKA	100,00		100,00	13.677.661
15	RŽV, JAVNO PODJETJE ZA ZAPIRANJE RUDNIKA URANA, D.O.O.	PORTFELJSKA	ENERGETIKA	100,00		100,00	462.114
16	2TDK, DRUŽBA ZA RAZVOJ PROJEKTA, D.O.O.		PROMET	100,00		100,00	974.509

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)	Knjigovodska vrednost RS in SDH na 31.12.2016 (v EUR)*
17	DRI UPRAVLJANJE INVESTICIJ, DRUŽBA ZA RAZVOJ INFRASTRUKTURE, D.O.O.	STRATEŠKA	PROMET	100,00		100,00	20.241.397
18	DRUŽBA ZA AVTOCESTE V REPUBLIKI SLOVENIJI, D.D., CELJE	STRATEŠKA	PROMET	100,00		100,00	2.665.453.020
19	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA	PROMET		1,73	1,73	2.390.601
20	KONTROLA ZRAČNEGA PROMETA, D.O.O.	STRATEŠKA	PROMET	100,00		100,00	17.209.774
21	LUKA KOPER, D.D.	STRATEŠKA	PROMET	51,00	11,13	62,13	206.258.504
22	POŠTA SLOVENIJE, D.O.O.	STRATEŠKA	PROMET	100,00		100,00	218.255.904
23	SLOVENSKE ŽELEZNICE, D.O.O.	STRATEŠKA	PROMET	100,00		100,00	305.586.451
24	ABANKA, D.D.	PORTFELJSKA	FINANCE	100,00		100,00	616.828.000
25	D.S.U., D.O.O., LJUBLJANA	POMEMBNA	FINANCE	100,00		100,00	57.950.177
26	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	FINANCE	49,00		49,00	1.615.751
27	GORENJSKA BANKA, D.D.	PORTFELJSKA	FINANCE	0,17		0,17	343.400
28	M1, D.D., LJUBLJANA **		FINANCE	0,00		0,00	
29	META INGENIUM, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	FINANCE	49,00		49,00	2.949.635
30	NLB, D.D.	POMEMBNA	FINANCE	100,00		100,00	1.525.660.000
31	POZAVAROVALNICA SAVA, D.D., LJUBLJANA	POMEMBNA	FINANCE	2,77	25,00	27,77	82.487.543
32	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	FINANCE	48,90		48,90	6.747.182
33	SID - SLOVENSKA IZVOZNA IN RAZVOJNA BANKA, D.D., LJUBLJANA	STRATEŠKA	FINANCE	99,41		99,41	411.366.533
34	STH VENTURES, D.O.O.	POMEMBNA	FINANCE	49,00		49,00	1.494.438
35	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D., LJUBLJANA	STRATEŠKA	FINANCE	34,48	28,09	62,57	465.739.637
36	ADRIA, TURISTIČNO PODJETJE D.O.O., ANKARAN	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		11,74	11,74	2.368.981
37	BODOČNOST MARIBOR, D.O.O.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	75,83		75,83	1.374.629
38	CASINO BLEDE, D.D., BLEDE	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		43,00	43,00	104.492
39	CASINO PORTOROŽ, D.D., PORTOROŽ	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		9,46	9,46	230.073
40	CETIS, D.D., CELJE	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		7,47	7,47	2.320.904
41	CINKARNA CELJE, D.D., CELJE	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		11,41	11,41	16.654.811
42	CSS, D.O.O.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	96,65		96,65	253.923
43	ELEKTROOPTIKA, D.D.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	0,01	70,48	70,49	0
44	HIT, D.D., NOVA GORICA	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		20,00	20,00	9.437.400
45	INKOS, D.O.O., KRMELJ	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	2,54		2,54	0
46	JAVNO PODJETJE URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE, D.O.O.	STRATEŠKA	GOSPODARSTVO	100,00		100,00	4.307.355
47	KDD D.D., LJUBLJANA	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		19,23	19,23	2.365.826
48	KRKA, D.D., NOVO MESTO	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	0,01	16,20	16,21	234.144.372
49	LOTERIJA SLOVENIJE, D.D., LJUBLJANA	STRATEŠKA	GOSPODARSTVO		15,00	15,00	3.640.470
50	MARIBORSKA LIVARNA MARIBOR, D.D.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	32,73		32,73	0
51	PERUTNINA, D.D., PTUJ**	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	0,00		0,00	
52	POMGRAD - VODNOSPODARSKO PODJETJE, D.D.	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	25,01		25,01	990.154

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)	Knjigovodska vrednost RS in SDH na 31.12.2016 (v EUR)*
53	PS ZA AVTO, D.O.O., LJUBLJANA	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		90,00	90,00	4.156.989
54	RRA REGIONALNA RAZVOJNA AGENCIJA CELJE, D.O.O.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	5,89		5,89	0
55	SAVA, D.D.	POMEMBNA	GOSPODARSTVO		22,56	22,56	7.832
56	SAVAPROJEKT, D.D.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	3,47		3,47	85.769
57	SIJ - SLOVENSKA INDUSTRIJA JEKLA, D.D.	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	25,00		25,00	105.868.000
58	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	100,00		100,00	3.916.572
59	TELEKOM SLOVENIJE, D.D., LJUBLJANA	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	62,54	4,25	66,79	471.515.816
60	TERME OLIMIA, D.D., PODČETRTEK	POMEMBNA	GOSPODARSTVO		4,01	4,01	1.210.241
61	UNIOR, D.D., ZREČE	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		39,43	39,43	60.152.013
62	VARNOST SISTEMI, D.O.O.	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		9,74	9,74	32.057
63	VODNOGOSPODARSKO PODJETJE DRAVA, D.O.O., PTUJ	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	25,00		25,00	728.913
64	VODNOGOSPODARSKO PODJETJE NOVO MESTO, D.D.	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	25,00		25,00	823.559
65	VODNOGOSPODARSKO PODJETJE, D.D., KRANJ	POMEMBNA	GOSPODARSTVO	25,00		25,00	516.882

Opombi:

*Vrednost naložbe, izračunana na podlagi lastniškega deleža RS in / ali SDH v kapitalu družbe, po stanju na dan 31.12.2016 (pri družbah, ki tvorijo skupine, je upoštevana vrednost kapitala skupine).

**Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Kjer je naveden delež 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je zaokrožen na 0,00 %.

Tabela 2: Seznam naložb SDH in / ali naložb RS v družbah, ki so v postopku stečaja ali likvidacije, po stanju na dan 30.9.2017

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)
1	AERO, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		1,44	1,44
2	CASINO MARIBOR, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		22,83	22,83
3	DRUŽBA ZA SPODBUJANJE RAZVOJA TNP, D.D. – V LIKVIDACIJI - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	51,05		51,05
4	GIO, D.O.O., LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI		GOSPODARSTVO		71,27	71,27
5	GLIN IPP, D.O.O. NAZARJE - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	16,06		16,06
6	GRADIS SKUPINA G, D.D. - V STEČAJU	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO		1,36	1,36
7	IPOZ TRBOVLJE, D.O.O. - V LIKVIDACIJI		GOSPODARSTVO		1,20	1,20
8	LIPICA TURIZEM, D.O.O. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	100,00		100,00
9	MAKSIMA HOLDING, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	0,01		0,01
10	MAKSIMA INVEST, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	0,00		0,00
11	MURA, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		12,23	12,23
12	NFD HOLDING, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	0,00		0,00
13	NOVOLES, D.D. STRAŽA - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		16,69	16,69
14	PEKO, D.D., TRŽIČ - V STEČAJU	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	61,16		61,16
15	PODJETJE ZA UREJANJE HUDOURNIKOV, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	40,00		40,00
16	POLZELA, D.O.O. - V STEČAJU	PORTFELJSKA	GOSPODARSTVO	71,43	28,57	100,00
17	RIMSKE TERME, D.O.O. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	3,83	13,55	17,38

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)
18	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D.O.O., ČRNOMELJ - V LIKVIDACIJI		ENERGETIKA	100,00		100,00
19	RUDNIK SENOVO V ZAPIRANJU, D.O.O. - V STEČAJU		ENERGETIKA	100,00		100,00
20	RUDNIK ZAGORJE V ZAPIRANJU, D.O.O. - V LIKVIDACIJI		ENERGETIKA	100,00		100,00
21	ABC TRGOVINA, D.D., LJUBLJANA - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		2,37	2,37
22	SVEA, D.D., ZAGORJE OB SAVI - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		15,57	15,57
23	TAM MARIBOR D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO	10,85		10,85
24	UNIVERZALE, D.D., DOMŽALE - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		8,53	8,53
25	VEGRAD, D.D. - V STEČAJU		GOSPODARSTVO		29,00	29,00

Tabela 3: *Naložba RS, ki je že prodana, vendar sprememba lastništva po stanju na dan 30.9.2017 še ni vpisana v sodnem registru*

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Steber/Področje	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ (%)	Knjigovodska vrednost RS in SDH na 31.12.2016 (v EUR)
1	TOPLOTNA OSKRBA, D.O.O., LOČE	PORTFELJSKA	ENERGETIKA	49,17		49,17	95.839

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

Klasifikacija kapitalskih naložb države, ki jo vsebuje Strategija upravljanja v tabeli 10, se nanaša tudi na KN, ki jih SDH ne upravlja. **Naložbe, ki jih SDH ne upravlja**, 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 upravljaljskih upravičenj;
- **za katere je s posebno zakonodajo določeno, da ostanejo v neposrednem upravljanju RS** (npr. SODO, d.o.o., ELES, d.o.o., Borzen, d.o.o., Slovenski državni gozdovi, 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 razpolaga, bo SDH pristopil k pripravi ločenih načrtov upravljanja teh naložb, če in ko bo naložbo dejansko pridobil, saj bo SDH šele takrat lahko pričel upravljati z naložbo (npr. Koto, d.o.o.).

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;
- **naložbe, katerih upravljanje bo preneseno na Vlado RS**; V aprilu 2017 je bil sprejet Zakon o izgradnji, upravljanju in gospodarjenju z drugim tirom železniške proge Divača - Koper, z uveljavitvijo katerega bo upravljanje s kapitalsko naložbo v 2TDK, d.o.o., preneseno na Vlado RS, zato naložba v 2TDK, d.o.o., ni vključena v LNU 2018. Predvideva se, da bo zakon stopil

v veljavo do konca leta 2017. V LNU tudi ni vključena naložba Plinhold, d.o.o., katere upravljanje bo v letu 2018, po pripojitvi družbe Plinhold, d.o.o., k družbi Plinovodi, d.o.o., preneseno na Vlado RS.

- **naložbe, ki predstavljajo manj kot 25 odstotni lastniški delež in za katere je SDH že sklenil pogodbo o prodaji oziroma drug pisni dogovor**, ki pa še ni dokončno realiziran. 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 (Casino Portorož, d.d., KDD, d.d.);
- **naložbe v družbah, ki so v postopku prisilne poravnave** in za katere je predvideno, da RS in / ali SDH po zaključenem postopku prisilne poravnave ne bo več lastnik družbe. Gre za družbe, katerih dejanski ekonomski lastniki so upniki, od katerih je odvisno glasovanje glede predlogov prisilne poravnave, od njihovih nadaljnjih aktivnosti (dodatni vložki za investicije) pa tudi nadaljnji obstoj družbe (MLM, 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 (izjema je le naložba v Perutnino Ptuj, d.d., ki je s Strategijo upravljanja opredeljena kot pomembna naložba), je zagotoviti primerne pogoje za prodajo naložb, ki bo izvedena na podlagi javnega zbiranja ponudb (Gorenjska banka, d.d., Inkos, d.o.o., Intereuropa, d.d., M1, d.d., Perutnina Ptuj, d.d., RRA Celje, d.o.o., Savaprojekt, d.d.).

Tabela 4: **Seznam aktivnih naložb v upravljanju SDH, ki niso vključene v posebni del LNU**

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (%)*	Lastniški delež SDH (%)	Lastniški delež SKUPAJ
1	2TDK, DRUŽBA ZA RAZVOJ PROJEKTA, D.O.O.		100,00		100,00
2	CASINO PORTOROŽ, D.D., PORTOROŽ	PORTFELJSKA		9,46	9,46
3	GORENJSKA BANKA, D.D.	PORTFELJSKA	0,17		0,17
4	INKOS, D.O.O.	PORTFELJSKA	2,54		2,54
5	INTEREUROPA, D.D.	PORTFELJSKA		1,73	1,73
6	KDD D.D., LJUBLJANA	PORTFELJSKA		19,23	19,23
7	M1, D.D.		0,00		0,00
8	MARIBORSKA LIVARNA MARIBOR, D.D.	PORTFELJSKA	32,73		32,73
9	PERUTNINA PTUJ, D.D.	POMEMBNA	0,00		0,00
10	PLINHOLD, D.O.O.	STRATEŠKA	41,24	0,05	41,29
11	RRA CELJE, D.O.O.	PORTFELJSKA	5,89		5,89
12	SAVAPROJEKT, D.D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47

Opomba:

*Lastniški deleži so zaokroženi na dve decimaliki. Kjer je naveden lastniški delež 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je zaokrožen na 0,00 %.

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

4.1. 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 teh treh skupin naložb, ki imajo enake ali podobne značilnosti in uresničujejo enake ali podobne cilje. Lahko govorimo o temeljnih ciljih upravljanja.

Temeljni cilji upravljanja so naslednji:

- 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**: 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 v skladu z zgoraj navedenim iz Strategije upravljanja 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.

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

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

- **temeljne usmeritve**, določene v Strategiji upravljanja;
- **temeljni cilji upravljanja**, zaradi katerih je bila posamezna naložba klasificirana v določeno temeljno skupino naložb;
- **dodatni cilji 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 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. 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 4.2 je bilo 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.

5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, KI JIH DOLOČA STRATEGIJA

5.1. 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 razvoj in uveljavljanje standardov dobrih praks korporacijskega upravljanja, vzpostavitev urejenega in delujočega sistema notranjih kontrol, notranje revizije in upravljanja s tveganji, dajanje pozitivnih zgledov, izboljšanje morale in etike med zaposlenimi.

Že izvedeni ukrepi:

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 sistema korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države. 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.

Ukrepi v izvajanju:

SDH redno spremlja poslovanje družb s kapitalsko naložbo države 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 mesečnih izobraževanj. SDH predstavnikom družb ter ostalim zainteresiranim omogoča tudi, da anonimno prijavijo morebitne nepravilnosti v družbah s kapitalsko naložbo države.

Načrtovani ukrepi:

- SDH bo nadaljeval s sistematičnim preverjanjem, če družbe s kapitalsko naložbo države uporabljajo in spoštujejo Kodeks SDH kot referenčni kodeks. Prav tako bo spremljal spoštovanje Priporočil in pričakovanj SDH. Če bo SDH ugotovil, da družbe priporočil iz teh dokumentov ne spoštujejo, bo preveril, ali to ustrezno razkrijejo in pojasnijo, pri pomembnejših priporočilih pa njihovo nespoštovanje po potrebi izpostavil tudi na periodičnih sestankih SDH z družbami.
- SDH bo podpiral sprejem oziroma spremembe aktov o ustanovitvi družb s kapitalsko naložbo države, ki bodo pomenile implementacijo dobre prakse korporativnega upravljanja v akte o ustanovitvi družb.
- 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.

5.2. 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 naslednje cilje razpolaganja iz točke 3.3 Strategije upravljanja, 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.

Že izvedeni ukrepi:

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. Pravila omogočajo, da se dosežejo cilji, povezani z razpolaganjem in pridobivanjem naložb. SDH je uspešno zaključil več postopkov razpolaganja in pridobivanja kapitalskih naložb.

Načrtovani ukrepi:

- v prihodnje izvajati učinkovite in dobro koordinirane postopke prodaje;
- učinkovito uresničevati temeljne cilje upravljanja in dodatne cilje razpolaganja v skladu z veljavnimi pravili.

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

Strategija upravljanja v točki 2.3 (3) določa: »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, d.d., Petrol, d.d., Pozavarovalnica Sava, d.d., Sava, d.d. in Krka, d.d.

Že izvedeni ukrepi:

- Sprememba statuta NLB, d.d., 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.

Pogojno izvedljiv ukrep:

- Uskladitev statuta družbe Petrol, d.d. tako, da njegova vsebina ustreza veljavnemu zakonu, ki omejuje pridobitev delnic v energetske družbah.

Neizvedljiv ukrep:

- Za družbe Pozavarovalnica Sava, d.d., Sava, d.d. in Krka, d.d., cilj ni dosegljiv.

Vinkulacijo delnic je bilo mogoče doseči le s spremembo statuta NLB d.d., v kateri ima država 100-odstotni lastniški delež. Za družbe Pozavarovalnica Sava, d.d., Sava, d.d. in Krka, d.d., pa je vinkulacija delnic po oceni SDH v praksi neizvedljiva, saj bi bilo za tovrstno spremembo statuta potrebno pridobiti soglasje vseh delničarjev družbe. Po mnenju SDH soglasja vseh delničarjev ni možno pričakovati, saj ima tovrstno omejevanje prenosljivosti delnic negativen vpliv na vrednost delnic. Na ta način se namreč preprečuje vstop delničarjev, ki bi bili sicer za kontrolni delež v družbi pripravljene plačati kontrolno premijo.

Omejitev pridobivanja delnic je v statutu družbe Petrol, d.d., in sicer v točki 05.03., določena na način, ki ni povsem skladen z zakonom, ki trenutno ureja to vprašanje (4. odstavek 46. člena Zakona o izvrševanju proračunov RS za leti 2017 in 2018; Uradni list RS, št. 80/16 in 33/17). Uspeh ukrepa uskladitve statuta z zakonom je odvisen od glasovanja ostalih delničarjev, saj SDH sam nima potrebne glasovalne moči za spremembo statuta družbe.

V skladu z določbo 308. člena ZGD-1 se lahko s statutom določi omejitev glasovalne pravice tudi tako, da število glasov, ki jih ima posameznik glede na število delnic, ne more presežati določenega števila ali odstotka. Te omejitve v skladu z zakonom ni mogoče določiti za glasovalne pravice iz delnic, s katerimi se že trguje na organiziranem trgu. Delnice družb Petrol, d.d., Pozavarovalnica

Sava, d.d., Sava, d.d. in Krka, d.d., ki so obravnavane v tej točki, so na organizirani trg že uvrščene, zato za slednje ta opcija ni izvedljiva.

5.4. Soglasje SDH v postopkih razpolaganja

Strategija upravljanja v točki 3.3 (4) določa, da opredelitev posameznih KN za strateške ali pomembne temelji na v Strategiji določenih kriterijih za razvrstitev kapitalskih naložb, in sicer na osnovi presoje opravljanja osnovne dejavnosti posamezne naložbe. SDH mora v skladu s to utemeljitvijo pregledati vse strateške in pomembne naložbe, ki jih upravlja, in njihove kapitalske naložbe 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. Pri tem mora SDH upoštevati tudi morebitne kapitalske naložbe družb v drugih družbah s kapitalsko naložbo države, ki so opredeljene kot pomembne ali strateške, in v skladu s tem zagotoviti ustrezne in utemeljene postopke razpolaganja s kapitalskimi naložbami v drugih družbah. V teh primerih mora nadzorni svet posamezne družbe pred razpolaganjem z deleži v drugih družbah pridobiti soglasje SDH. Cilj se nanaša na družbe s strateško oziroma pomembno naložbo države, ko te razpolagajo z deležem v tistih družbah, katerih dejavnost podpira ključno dejavnost matične družbe, to je tisto dejavnost, zaradi katere je bila matična družba v Strategiji opredeljena za strateško ali pomembno naložbo, ne glede na to, ali je družba, v kateri ima matična družba delež, v Strategiji označena kot strateška ali pomembna. Cilj se nanaša tudi na vse družbe s kapitalsko naložbo države, ne glede na to, ali so same strateške ali pomembne, ko razpolagajo z deležem, ki ga imajo v družbi s kapitalsko naložbo države, ki je v Strategiji določena kot strateška ali pomembna.

Že izvedeni ukrepi:

V veliko 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.

5.5. *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 milijonov 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 milijardi 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

Svetovno gospodarstvo bo po napovedi analitikov Mednarodnega denarnega sklada (IMF) v letih 2017 in 2018 zraslo za 3,5 % oziroma 3,6 %. Stabilno gospodarsko rast lahko pričakujemo tako v razvitih državah, kot v državah v razvoju. Rast na globalni ravni bodo v prihodnjih letih precej krojili ukrepi centralnih bank. Medtem ko ECB počasi zaključuje s programom »kvantitativnega sproščanja«, Ameriška centralna banka (FED) postopno dviguje ključno obrestno mero. Poleg monetarne politike bodo na rast svetovnega gospodarstva vplivali tudi učinki napovedanih ukrepov nosilcev ekonomskih politik. Najpomembnejši bodo učinki napovedanih reformnih ukrepov s strani ameriškega predsednika (predvsem učinek nižjih davkov in večjih vlaganj v infrastrukturo). Največje tveganje za uresničitev napovedi gospodarske rasti bodo tudi v prihodnje predstavljale geopolitične nestabilnosti (konflikti na bližnjem vzhodu, ukrajinsko – ruski konflikt, odcepitvene težnje Katalonije in način izstopa Velike Britanije iz EU)

Tabela 5: **Makroekonomske napovedi FED in zbirna ocena analitikov za ZDA**

Indikator (v %)	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Realni bruto domači proizvod (BDP) (FED/ocena analitikov)	2,6	2,9	1,5	2,4/2,2	2,1/2,3	2,0/2,1
Indeks cen življenjskih potrebščin (CPI inflacija) (ocena analitikov)	1,6	0,1	1,3	2,0	2,0	2,1

Vir: *Bloomberg*

Opomba: *Napoved

Napovedi FED in zbrane ocene analitikov s strani Bloomberg-a kažejo, da bo gospodarska rast v **ZDA** v obdobju od leta 2017 na ravni med 2,1 % in 2,3 %, medtem ko naj inflacija ne bi preseгла ravni 2,1 %. Analitiki v prihodnjih letih pričakujejo pozitiven učinek napovedanih ukrepov predsednika Donalda Trumpa. Tako naj bi na gospodarsko rast najbolj vplivali učinki nižjih davkov na osebni dohodek ter dohodek pravnih oseb, zaostrovanje pogojev mednarodne trgovine in dvig carinskih dajatev, investicije v infrastrukturo ter zmanjšanje regulative. Izboljšane napovedi glede gospodarske rasti bodo po napovedih vplivale tudi na dinamiko dvigovanja obrestnih mer v prihodnjem letu. Pričakovati je, da bo FED, tako kot v preteklosti, odločitev sprejemal na podlagi podatkov s trga dela, inflacijskih pričakovanj in tudi zunanjih dejavnikov, ki bi utegnili vplivati na finančno stabilnost ameriškega gospodarstva.

Tabela 6: **Makroekonomske napovedi ECB in zbirna ocena analitikov za evro območje**

Indikator (v %)	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Realni BDP (ECB/ocena analitikov)	1,3	2,0	1,8	2,2/2,1	1,8/1,8	1,7/1,5
CPI inflacija (ECB)/ocena analitikov)	0,4	0,0	0,2	1,5/0,2	1,4/1,3	1,7/1,5

Vir: *Bloomberg*

Opomba: *napoved

Napovedi gospodarske rasti za **evro območje** so nekoliko nižje kot za ZDA. Kljub negotovim političnim dogajanjem (izid nemških volitev, referendum o osamosvojitvi Katalonije, negotovosti glede načina izstopa Velike Britanije iz EU) so se napovedi za gospodarsko rast v zadnjem obdobju celo nekoliko izboljšale. Za investitorje in ekonomske odločevalce bo ključna odločitev ECB, s kakšno dinamiko bo izvajala odkupe vrednostnih papirjev. Glede na trenutno raven inflacije v evro območju ni pričakovati hitrega obrata v monetarni politiki. Cilj ECB je postopen dvig inflacijskih pričakovanj na zeleno raven malo pod 2 %.

Tabela 7: *Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK)*

Indikator (v %)	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Realni BDP	3,0	2,3	3,1			
UMAR				4,4	3,9	3,2
EK				3,3	3,1	
OECD				3,8	3,1	
CPI inflacija	0,2	-0,5	-0,1			
UMAR				1,7	1,9	2,1
EK				1,5	1,8	
OECD				2,6	3,1	

Vir: Bloomberg, UMAR

Opomba: *Napoved

Po napovedih Urada za makroekonomske analize (UMAR), EK in mednarodnih finančnih institucij (OECD, IMF, Svetovna banka), se bo gospodarska rast v Sloveniji v prihodnjem obdobju okrepila. Po napovedih analitikov UMAR naj bi v letu 2017 gospodarska rast znašala 4,4 %, v naslednjih letih pa naj bi se gibala na ravni med 3 % in 4 %. Najpomembnejši dejavnik izboljšane napovedi gospodarske rasti je, tako kot v preteklih letih, visoka rast izvoza, v letošnjem letu pa tudi vpliv državnih investicij. Po napovedih UMAR naj bi se izvozno povpraševanje krepilo tudi v prihodnjem obdobju. Zasebna potrošnja naj bi se okrepila predvsem na podlagi ugodnih gibanj na trgu dela, kjer se še naprej povečuje raven zaposlenosti in plač. Investicijska dejavnost bo odvisna predvsem od investicijske dejavnosti države in črpanja evropskih sredstev iz nove finančne perspektive. Ob nadaljnjem okrevanju nepremičninskega trga lahko pričakujemo tudi večje investicije na segmentu stanovanjske gradnje. Presežek tekočega računa plačilne bilance naj bi po napovedih UMAR ostal na visoki ravni (5 % BDP) tudi v obdobju 2017 – 2019. Razlog za ohranjanje visokega presežka je v večletnem razdolževanju zasebnega sektorja in na drugi strani še vedno nizki ravni zasebne potrošnje (predvsem glede na pred-krizna leta) ter nizki ravni investicij v kriznih letih.

Še naprej se izboljšujejo razmere na bančnem trgu. Delež nedonosnih terjatev se pospešeno znižuje, v zadnjem obdobju se giblje na ravni 5 %. Po letih stagnacije se je v letu 2017 obrnil trend pri kreditiranju podjetij, prav tako se nadaljuje rast kreditov gospodinjstvom. Z rastjo kreditov se je upočasnilo zmanjševanje neto obrestnih prihodkov bank, glede na pred-krizno obdobje pa se je precej spremenila tudi struktura bančnih virov financiranja, saj tuji viri predstavljajo le še 5 % skupne bilančne vsote bančnega sistema, medtem ko je leta 2008 ta delež znašal 35 %. Javnofinančni primanjkljaj naj bi se v letu 2017 dodatno znižal, ta trend pa naj bi se ob ugodnih gospodarskih gibanjih nadaljeval tudi v prihodnjem obdobju. Pričakujejo se sicer nekoliko višji izdatki za plače ob končanju nekaterih varčevalnih ukrepov, na drugi strani pa se bodo znižali izdatki za obresti in zadolževanje na tujih trgih.

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

7.1. Delež največjih naložb in stebrov v portfelju

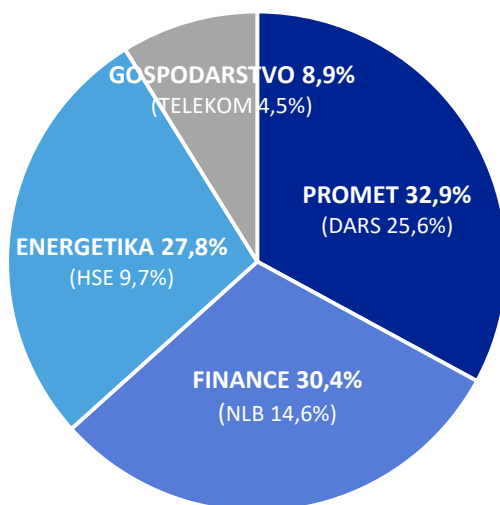
Tabela 8: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb v posameznem stebru (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) glede na celoten upravljavski portfelj SDH po stanju na dan 31.12.2016*

Naložba	Delež (v %)
ENERGETIKA	
HOLDING SLOVENSKE ELEKTRARNE, D.O.O.	9,7
GEN ENERGIJA, D.O.O.	7,2
ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	2,3
ELEKTRO MARIBOR, D.D.	2,1
ELEKTRO CELJE, D.D.	1,6
FINANCE	
NLB, D.D.	14,6
ABANKA, D.D.	5,9
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D., LJUBLJANA	4,5
SID - SLOVENSKA IZVOZNA IN RAZVOJNA BANKA, D.D., LJUBLJANA	3,9
POZAVAROVALNICA SAVA, D.D., LJUBLJANA	0,8
GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE, D.D., LJUBLJANA	4,5
KRKA, D.D., NOVO MESTO	2,2
SIJ - SLOVENSKA INDUSTRIJA JEKLA, D.D.	1,0
UNIOR, D.D., ZREČE	0,6
CINKARNA CELJE, D.D., CELJE	0,2
PROMET	
DRUŽBA ZA AVTOCESTE V REPUBLIKI SLOVENIJI, D.D., CELJE	25,6
SLOVENSKE ŽELEZNICE, D.O.O.	2,9
POŠTA SLOVENIJE, D.O.O.	2,1
LUKA KOPER, d.d.	2,0
DRI UPRAVLJANJE INVESTICIJ, DRUŽBA ZA RAZVOJ INFRASTRUKTURE, D.O.O.	0,2
Skupaj	94,0

Tabela 9: *Delež stebrov v celotnem upravljavskem portfelju SDH po stanju na dan 31.12.2016*

Steber	Delež (v %)
PROMET	32,9
FINANCE	30,4
ENERGETIKA	27,8
GOSPODARSTVO	8,9
Skupaj	100,0

Slika 1: Deleži stebrov v celotnem upravljaljskem portfelju SDH po stanju na dan 31.12.2016

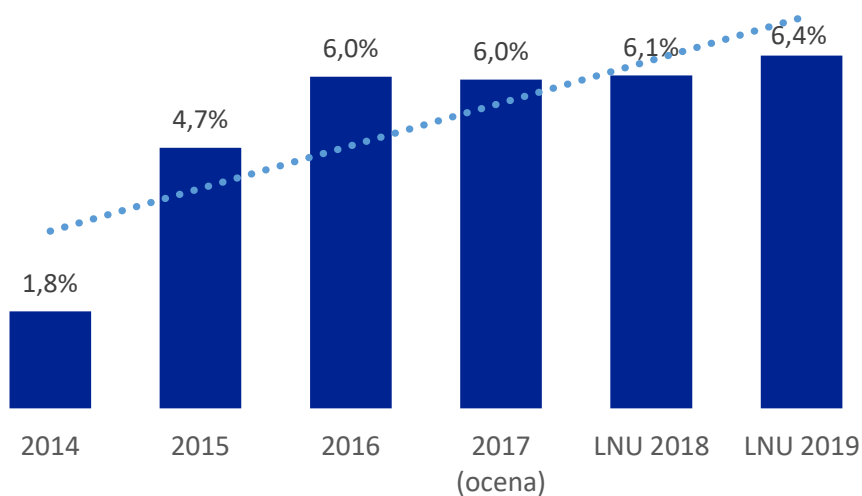


7.2. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po stebih

Tabela 10: Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH, po stebih, po letih

Steber	ROE (v %)					
	2014	2015	2016	2017 (ocena)	LNU 2018	LNU 2019
ENERGETIKA	1,1	2,2	4,1	3,2	4,0	4,6
FINANCE	0,6	5,9	8,9	9,1	7,7	8,1
GOSPODARSTVO	2,8	12,6	6,5	6,3	8,2	9,7
PROMET	3,7	3,4	5,0	5,4	5,7	5,7
Portfelj	1,8	4,7	6,0	6,0	6,1	6,4

Slika 2: Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH po letih

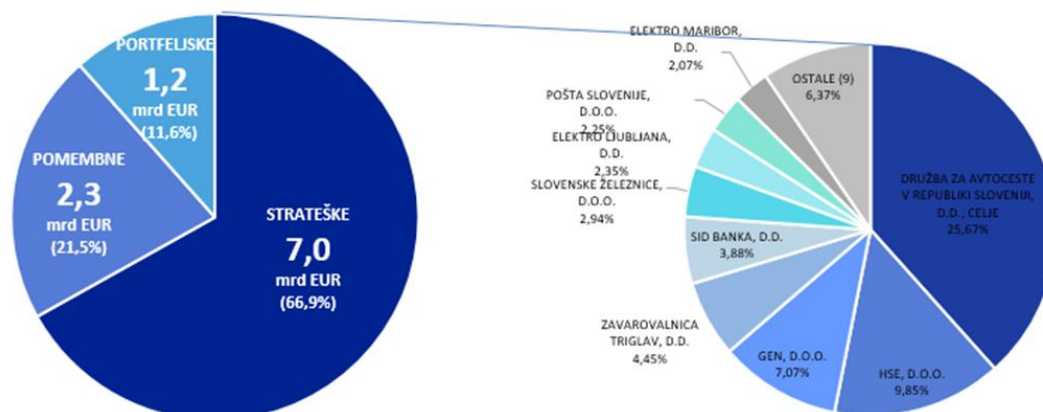


7.3. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju klasifikacije naložb

Leto 2016	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 31.12.2016 (v EUR)	Delež portfelja	Ponderirana povprečna donosnost (ROE)
STRATEŠKE	6.989.057.405	66,9%	5,0%
POMEMBNE	2.251.166.640	21,5%	7,8%
PORTFELJSKE	1.207.953.022	11,6%	8,6%
Portfelj	10.448.177.067	100,0%	6,0%

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

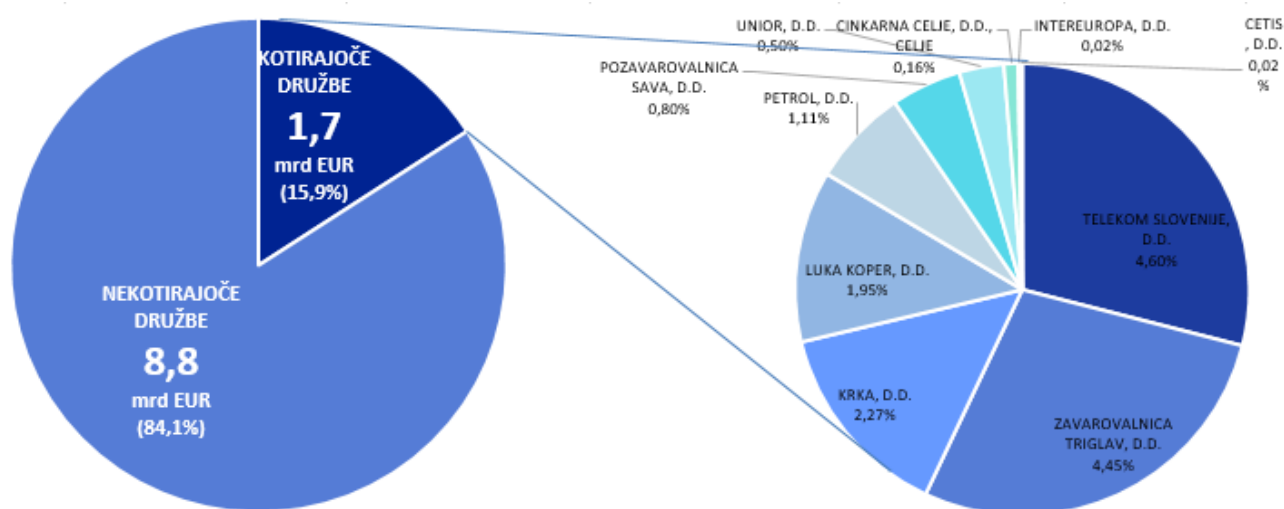
Ponderirana povprečna donosnost (ROE)	2014	2015	2016	2017 (ocena)	LNU 2018	LNU 2019
STRATEŠKE	3,8%	3,3%	5,0%	4,5%	5,1%	5,4%
POMEMBNE	7,6%	7,0%	7,8%	10,3%	9,1%	9,5%
PORTFELJSKE	-2,5%	8,6%	8,6%	6,2%	6,0%	7,1%
Portfelj	1,8%	4,7%	6,0%	6,0%	6,1%	6,4%



7.4. ROE portfelja v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju kotacije delnic družb

Ponderirana povprečna donosnost (ROE)	2014	2015	2016	2017 (ocena)	LNU 2018	LNU 2019
KOTIRAJOČE	7,9%	10,8%	9,4%	9,5%	10,3%	11,2%
NEKOTIRAJOČE	0,8%	3,8%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%
Portfelj	1,8%	4,7%	6,0%	6,0%	6,1%	6,4%

Leto 2016	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 31.12.2016 (v EUR)	Delež portfelja	Ponderirana povprečna donosnost (ROE)
KOTIRAJOČE	1.659.065.805	15,9%	9,4%
NEKOTIRAJOČE	8.789.111.261	84,1%	5,4%
Portfelj	10.448.177.067	100,0%	6,0%

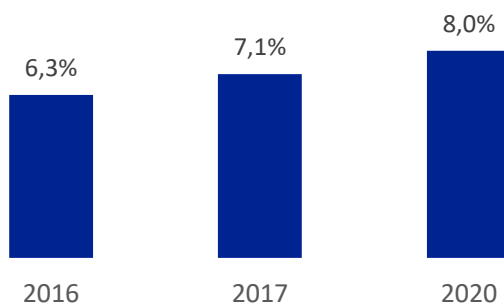


8. NEUSKLAJENOST METODOLOGIJE DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA

V Strategiji upravljanja, ki je bila sprejeta leta 2015, je ključni cilj upravljanja kapitalskih naložb tudi ustvarjanje donosnosti kapitalskih naložb države, ki naj bi glede na knjigovodsko vrednost kapitala družb s kapitalsko naložbo države, v letu 2017 dosegel 7,1 % in v letu 2020 8 %.

Ciljni ROE, ki je bil določen s Strategijo upravljanja, je bil sicer izračunan upoštevajoč vse kapitalne naložbe države, ne glede na klasifikacijo naložb (strateške, pomembne ali portfeljske). Izračun pa je bil pripravljen tudi upoštevajoč naložbe RS v družbah KAD, Eles, Sodo in Borzen, s katerimi SDH ne upravlja, in jih posledično ne vključuje v svoje izračune. Poleg tega je vključeval tudi vse naložbe, ki jih je SDH do sedaj prodal.

Slika 3: Ciljna donosnost kapitala (ROE) vseh državnih kapitalskih naložb do leta 2020 iz Strategije upravljanja (v %)

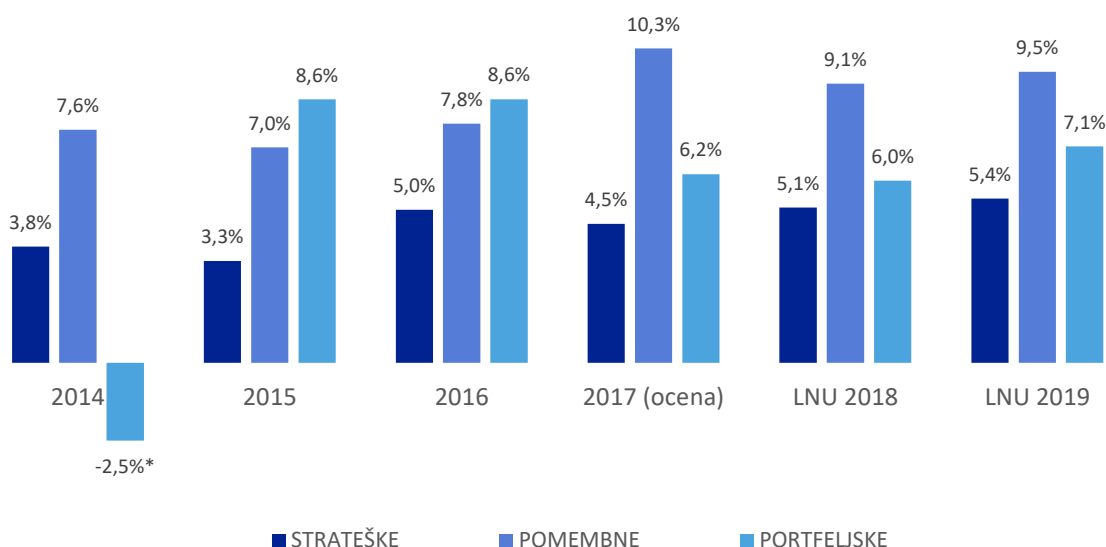


Iz predstavljenih podatkov o poslovanju družb v prejšnjih poglavjih tega dokumenta je razvidno, da se donosnost lastniškega kapitala naložb RS in SDH po letu 2015 postopno zvišuje, ter se za leto 2018 načrtuje v višini 6,1 %. Kljub zavidljivi rasti ROE portfelja naložb, pa s Strategijo upravljanja določeni ciljni ROE portfelja za leto 2017 ne bo dosežen, na kar vpliva več dejavnikov, kot npr. sektor/steber delovanja posamezne družbe, klasifikacija naložb v skladu s Strategijo upravljanja.

Portfelj RS npr. sestavlja dve tretjini strateških naložb, pri katerih je primarni cilj doseganje strateških ciljev RS, 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. Tako npr. družba DARS, ki sodi med strateške naložbe in za katero se v letu 2018 načrtuje višji ROE, kot je bil dosežen v letu 2017, a še vedno bistveno nižji od povprečno načrtovanega ROE portfelja naložb RS in SDH v letu 2018, predstavlja več kot četrtinski delež portfelja RS.

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 4: Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju klasifikacije naložb (v %)

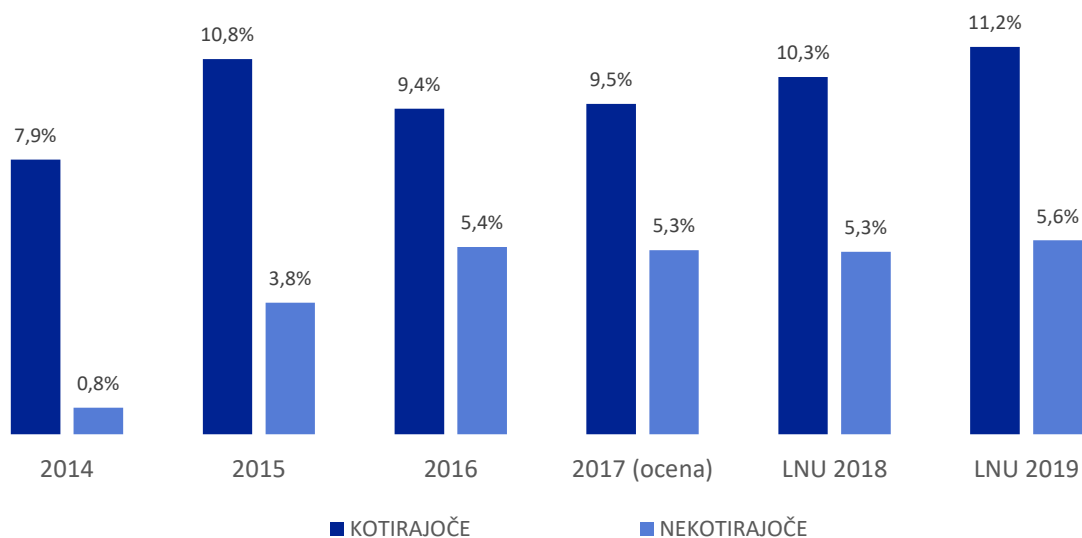


Opomba:

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

Tudi primerjava donosnosti kapitala kotirajočih in nekotirajočih družb pokaže na znatno razliko v doseženi povprečni donosnosti med tema skupinama družb.

Slika 5: Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju kotacije delnic družb na borzi vrednostnih papirjev



Prav tako se pomembne razlike v donosnosti pojavljajo med družbami, ki delujejo v različnih stebrih/sectorjih.

Glede na navedeno SDH ocenjuje, da je smotno, da se metodologija določanja ciljne donosnosti kapitala naložb (ROE), kot eden ključnih ciljev upravljanja kapitalskih naložb države, v prihodnje v Strategiji upravljanja ali v drugem aktu določi po posameznih

skupinah naložb, kot 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.

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 do vključno leta 2022 za pokrivanje zakonskih obveznosti po predpisih, ki urejajo denacionalizacijo, zagotoviti približno 120 milijonov EUR. Do vključno leta 2020 bo moral SDH po sedanjih ocenah zagotoviti tudi 105 milijonov EUR za poplačilo obveznic in glavnih bančnih posojil. Pri oblikovanju LNU za leto 2018 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 2018 umeščeni v posebni del LNU.

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

SDH ocenjuje, da bo:

- v letu 2018 RS prejela 226,5 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu RS ter SDH 47,7 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH;
- v letu 2019 RS prejela 170,7 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu RS ter SDH 46,3 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH;

Tabela 11: Prilivi* RS, ZPIZ in SDH iz dividend kapitalskih naložb upravljskega portfelja SDH po letih (v milijonih EUR)

Leto	2015	2016	2017**	2018 - plan	2019 - plan	Skupaj
RS (brez Zavarovalnice Triglav, d.d.)	111,2	122,6	192,5	226,5	170,7	823,5
ZPIZ***	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	98,0
Skupaj RS in ZPIZ***	130,8	142,2	212,1	246,1	190,3	921,5
SDH	42,4	43,8	45,9	47,7	46,3	226,1
Skupaj RS in SDH in ZPIZ***	173,2	186,0	258,0	293,8	236,6	1.147,6

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 2017, ki so jih skupščine delničarjev družb v upravljanju izglasovale v letu 2017 glede delitve bilančnih dobičkov družb za leto 2016).

**Prejete dividende v letu 2017, ki se nanašajo na delitev bilančnega dobička za leto 2016, zajemajo dividende, ki so bile izglasovane na skupščinah družb do 31.10.2017. Možno je, da se bodo zneski dividendnih prilivov za leto 2017 še spremenili, če bi katera izmed družb v upravljanju sprejela sklep o izplačilu izrednih dividend.

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

Slika 6: Prilivi RS in SDH iz naslova dividend po letih (v milijonih EUR)

