



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

(SPLOŠNI DEL)

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2019

Ljubljana, november 2018

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2019

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 uravnoteženim, stabilnim in trajnostnim razvojem družb z ekonomskega, družbenega in okoljskega vidika.

KAZALO VSEBINE

I. UVOD	6
II. SPLOŠNI DEL	9
1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA 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	14
4. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA IN IZHODIŠČA ZA DOLOČANJE UKREPOV IN RAVNANJ ZA DOSEGO CILJEV	16
4.1. Vizija, strateške usmeritve in cilji upravljanja	16
4.2. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb.....	16
4.3. Cilji v LNU	17
4.3.1. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU	17
4.3.2. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države	18
5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, DOLOČENI V STRATEGIJI	19
5.1. Uresničevanje strateških razvojnih ciljev	19
5.2. Povečanje donosa kapitala.....	19
5.3. Dvig kulture korporativnega upravljanja.....	20
5.4. Povečanje učinkovitosti razpolaganja z naložbami	21
5.5. Preprečevanje koncentracije drugih lastnikov (država kot največji lastnik)	21
5.6. Soglasje SDH v postopkih razpolaganja.....	22
5.7. Uvrstitev družb na organizirani trg vrednostnih papirjev	23
6. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI	24
7. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH / PODROČJIH	26
7.1. Delež največjih naložb in stebrov v portfelju	26
7.2. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po stebrih.....	27
7.3. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po kriteriju klasifikacije naložb.....	28
7.4. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po kriteriju kotacije delnic družb	29
8. NEUSKLAJENOST METODOLOGIJE DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA	31
9. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL	33
9.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju	33

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.

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

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 2019

UVOD

I. UVOD

Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2019 (LNU), ki je pred vami, predstavlja enega od štirih ključnih dokumentov, na podlagi katerega SDH odgovorno in strokovno izvaja vlogo aktivnega upravljalca določenega dela premoženja države in SDH, ki sta delničarja / družbenika številnih in pomembnih slovenskih družb.

Z njim SDH vnaprej za prihodnje poslovno leto 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 LNU, ki je četrti 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 pravnih možnosti vodi reden upravljavski dialog.

Predloženi dokument je z vidika SDH, kot aktivnega upravljalca, ključen, saj jasno odraža pričakovanja lastnika za leto 2019 in mu omogoča spremljati, kako bodo družbe v tem letu uresničevale zastavljene cilje.

Čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) portfelja družb v lasti RS in SDH in višina izplačanih dividend za poslovno leto 2017

Letno poročilo o upravljanju kapitalskih naložb RS in SDH za leto 2017 kaže, da se je zvišala tako skupna vrednost kapitalskih deležev v lasti RS in SDH kot tudi ROE in višina dividendnih izplačil.

ROE kapitalskih naložb RS in SDH skupaj je prvič v zgodovini dosegel **6,5 odstotkov**. Tak rezultat je dosežen kljub dejstvu, da portfelj RS sestavlja dve tretjini strateških naložb, katerih prioriteta je doseganje strateških ciljev, torej uresničevanje pomembnih družbenih interesov, ki se pogosto izključujejo s ciljem visoke dobičkonosnosti lastniškega kapitala.

Zvišala se je tudi skupna vrednost kapitalskih naložb v neposredni lasti RS in SDH in je konec leta 2017 znašala **10,9 mrd EUR** (konec leta 2016 10,4 mrd EUR).

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. Skupaj je bilo za poslovno leto 2017 iz naslova lastništva kapitalskih naložb SDH in RS zbranih 266,8 mio EUR »rednih« dividend. **Če prištejemo še »dodatne« dividende Telekom Slovenije in Nove Ljubljanske banke, ki jih upoštevamo kot enkratne dogodke, znaša skupni znesek vseh zbranih dividend rekordnih 487,3 mio EUR** (259,7 mio EUR za poslovno leto 2016). Ker je šlo v letošnjem letu za več enkratnih dogodkov, tako visokih izplačil dividend v prihodnje ni mogoče pričakovati.

Ocena ROE portfelja družb v lasti RS in SDH za leto 2018 in napoved za 2019

Pričakovanja in ciljne vrednosti ROE ter višino izplačanih dividend v proračun bo v prihodnje potrebno prilagoditi strukturi upravljalškega portfelja. Prodajni postopki, ki so v času priprave tega poročila še v teku, bodo v prihodnje negativno vplivali na izračun ROE celotnega portfelja in višino dividend za proračun RS, saj sta obe banki, tako NLB d.d. kot tudi Abanka d.d. v zadnjih dveh letih izplačevali visoke dividende ter dosegali visoke donosnosti ter predstavljata zajeten del uteži pri izračunu le-tega (približno petino vrednosti celotnega portfelja). Druge naložbe v portfelju, ki so opredeljene kot strateške, v prihodnje ne bodo mogle nadomestiti teh razlik in torej ni realno pričakovati rasti donosnosti in izplačil dividend. Primarni cilj upravljanja strateških naložb je namreč doseganje strateških ciljev države, pri čemer SDH ima pri nekaterih največjih družbah zaradi visoke regularnosti manjši vpliv na prihodke, kot npr. v primeru družbe DARS d.d., ki po vrednosti kapitalske naložbe predstavlja dobro četrtno portfelja RS, poleg tega pa kapital zaradi neizplačevanja dividend vztrajno raste in se s tem še povečuje njegova utež v izračunu dobičkonosnosti lastniškega kapitala skupnega portfelja. Drugi pomembnejši primer je pet elektrodistribucijskih podjetij (EDP), ki po vrednosti predstavljajo skoraj desetino portfelja RS in katerim Agencija RS za energijo z omrežninskim aktom določa ključne vsebinske in tudi finančne parametre poslovanja, kar neposredno pomeni vpliv na kazalnika donosnosti sredstev (ROA) in ROE vseh petih EDP. Zaradi spreminjajoče se strukture portfelja, ki ga upravlja SDH, bo zato v bodoče potrebno pri presoji uspešnosti

upravljanja naložb upoštevati različne kriterije po sektorjih, v odvisnosti tudi od vrste naložb, upoštevaje specifičnost poslovanja, kot na primer opravljanje javne gospodarske službe.

Pričakovanja o višini ROE portfeljev RS in SDH skupaj so razvidna iz spodnje tabele.

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

Načrtovani denarni tokovi

Izvajanje ustrezne dividendne politike je ena izmed osrednjih dejavnosti upravljanja kapitalskih naložb, z njo SDH zasleduje cilje maksimizacije denarnih tokov za lastnika, ob hkratnem upoštevanju uspešnosti poslovanja posameznih družb v upravljavskem portfelju in njihovih razvojnih potreb.

Ob skokovitem povečevanju dobičkonosnosti družb, so se z leti poviševala tudi njihova dividendna izplačila in dividendnost kapitala (razmerje med izplačanimi dividendami in angažiranim lastniškim kapitalom). Na skupno višino prilivov iz naslova dividend lahko pomembno vplivajo tudi izredni (enkratni) dogodki v posameznih družbah v upravljanju. Slednje je prišlo še posebej do izraza v letu 2018, ko so se prilivi iz dividend, zaradi dodatnih izplačil družb NLB in Telekom Slovenije, skoraj podvojili.

SDH načrtuje, da bo v skladu s pričakovanji, navedenimi v tem LNU, RS (skupaj z ZPIZ) leta 2019 prejela 203,3 mio EUR, SDH pa 39,3 mio EUR prilivov iz naslova dividend, kar je skupaj 242,6 mio EUR. Ključni razlog za manjši dividendni priliv v letu 2019 od tistih v preteklih dveh letih so manjša dividendna izplačila bank (Abanke in NLB), ki sta v preteklosti pomemben del dobička realizirali iz naslova odprav slabitev oziroma sproščanja rezervacij, poleg navedenega pa je v projekcijah dividendnih prilivov upoštevano tudi zmanjšanje lastniškega deleža države na podlagi uspešno zaključenih prodajnih postopkov. SDH sicer ocenjuje, da bodo družbe s kapitalsko naložbo države leto 2018 končale uspešno in v dobrem finančnem stanju, zato se bodo dividendna izplačila pri večini družb tudi leta 2019 nekoliko povišala. Ob navedenem pa se je potrebno zavedati napovedi umiritve gospodarske rasti, tako globalne kot v Sloveniji in temu prilagoditi prihodnja pričakovanja.

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB
ZA LETO 2019

SPLOŠNI DEL

II. SPLOŠNI DEL

1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA

Letni 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 zato 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. Podrobno so opredeljeni cilji upravljanja za prihodnje leto, za tiste družbe, ki glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala – utež v upravljavskem portfelju – najpomembneje vplivajo na uspešnost upravljavskega portfelja SDH z vidika dobičkonosnosti lastniškega kapitala, pa so cilji opredeljeni tudi za leto 2020). Opredeljena so ključna merila za merjenje uspešnosti pri doseganju ciljev upravljanja ter ukrepi in usmeritve za doseganje teh ciljev. Izjemo od navedenega predstavlja navedba ukrepov za naložbe v družbe, ki opravljajo dejavnost elektrodistribucije, ki so opredeljeni za vse tovrstne naložbe skupaj, saj so predvidene upravljavske aktivnosti pri vseh teh naložbah podobne.

V posebnem delu so navedeni tudi pričakovani denarni tokovi iz prodaj ter nakupov naložb v letu 2019.

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.

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 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 vrednost¹ 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)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 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.

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.

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.*

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, in enote vzajemnih skladov), 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 30.9.2018 v upravljanju 84 kapitalskih naložb, od tega jih je bilo 48 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 24 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 12 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo tako RS kot SDH.

Od skupnega števila kapitalskih naložb v upravljanju SDH je 62 t.i. aktivnih naložb, preostale so v postopku likvidacije ali stečaja. Izmed aktivnih naložb jih je bilo 38 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 14 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 10 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo tako RS kot SDH.

Tabela 1: *Seznam naložb SDH in / ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH (»Upravljavski portfelj SDH«), po stanju na dan 30.9.2018*

Zap. št.	Naziv	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)
ENERGETIKA				
1	ELEKTRO CELJE, D.D.	STRATEŠKA	79,50	
2	ELEKTRO GORENJSKA, D.D.	STRATEŠKA	79,42	0,31
3	ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	STRATEŠKA	79,50	0,30
4	ELEKTRO MARIBOR D.D.	STRATEŠKA	79,50	
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	GEOLIN 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 LENDAVALA, D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
12	PETROL D.D., LJUBLJANA	POMEMBNA	10,10	12,68
13	PLINHOLD D.O.O.	STRATEŠKA	60,10	0,05
14	RTH D.O.O. TRBOVLJE	PORTFELJSKA	100,00	
15	RŽV, D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
FINANCE				
16	ABANKA D.D.	PORTFELJSKA	100,00	
17	D.S.U., D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
18	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
19	GORENJSKA BANKA D.D., KRANJ	PORTFELJSKA	0,31	
20	M1, D.D.	PORTFELJSKA	0,00	
21	META INGENIUM, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
22	NLB D.D.	POMEMBNA	100,00	

23	SAVA RE, D.D.	POMEMBNA	10,09	17,68
24	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	48,90	
25	SID BANKA, D.D., LJUBLJANA	STRATEŠKA	99,41	
26	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D.O.O.	POMEMBNA	49,00	
27	ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D., LJUBLJANA	STRATEŠKA	34,48	28,09
TURIZEM IN GOSPODARSTVO				
28	ADRIA D.O.O.	PORTFELJSKA		11,74
29	BODOČNOST MARIBOR D.O.O.	PORTFELJSKA	77,52	
30	CASINO BLEDE D.D.	PORTFELJSKA		33,75
31	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46
32	CETIS D.D. CELJE	PORTFELJSKA		7,47
33	CINKARNA CELJE D.D.	PORTFELJSKA		11,41
34	CSS D.O.O.	PORTFELJSKA	97,96	
35	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48
36	HIT D.D. NOVA GORICA	PORTFELJSKA		20,00
37	INKOS D.O.O.	PORTFELJSKA	2,54	
38	URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE, D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
39	KDD D.D.	PORTFELJSKA		19,23
40	KOTO D.O.O.*	PORTFELJSKA	66,23	
41	KRKA D.D.	POMEMBNA	7,21	9,00
42	LOTERIJA SLOVENIJE D.D.	STRATEŠKA		15,00
43	PERUTNINA PTUJ D.D.	POMEMBNA	0,00	
44	POMGRAD - VGP D.D.	POMEMBNA	25,01	
45	PS ZA AVTO D.O.O., LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
46	RRA REGIONALNA RAZVOJNA AGENCIJA CELJE D.O.O.	PORTFELJSKA	5,89	
47	SAVA D.D.	POMEMBNA		18,53
48	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47	
49	SIJ D.D.	POMEMBNA	25,00	
50	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	100,00	
51	TELEKOM SLOVENIJE D.D.	PORTFELJSKA	62,54	4,25
52	TERME OLIMIA D.D.	POMEMBNA		4,01
53	UNIOR D.D.	PORTFELJSKA		39,43
54	VARNOST SISTEMI D.O.O.	PORTFELJSKA		9,74
55	VGP D.D.	POMEMBNA	25,00	
56	VGP DRAVA PTUJ D.O.O.	POMEMBNA	25,00	
57	VGP NOVO MESTO, D.D.	POMEMBNA	25,00	
PROMET				
58	DARS D.D.	STRATEŠKA	100,00	
59	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA		1,73
60	KZPS D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
61	LUKA KOPER, D.D.	STRATEŠKA	51,00	11,13
62	POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
63	SŽ D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	

Opombi:

* RS je v oktobru 2018 postala imetnica družbe Koto d.o.o.

** 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 30.9.2018*

Zap. št.	Naziv	Lastniški delež RS (%)	Lastniški delež SDH (%)
TURIZEM IN GOSPODARSTVO			
1	GIO D.O.O., LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI		71,27
2	IPOZ TRBOVLJE D.O.O. - V LIKVIDACIJI		1,20
3	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O., ČRNOMELJ - 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	RUDNIK SENOVO V ZAPIRANJU D.O.O. - V STEČAJU	100,00	
19	SVEA D.D., ZAGORJE OB SAVI - V STEČAJU		15,57
20	TAM MARIBOR D.D. - V STEČAJU	10,85	
21	UNIVERZALE D.D. - V STEČAJU		8,53
22	VEGRAD D.D. - V STEČAJU		29,00

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., 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 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.

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 upravljaljske aktivnosti (Rudnik Kanižarica v zapiranju d.o.o. Črnomelj - v likvidaciji);

- **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. Upravljaljske 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 (Casino Portorož d.d., Casino Bled d.d., KDD d.d.).
- **naložbe v družbah, pri katerih so postopki razpolaganja s kapitalno naložbo definirani, zelo verjetni in časovno precej blizu**, zato ni smiselno, da se za tako naložbo določajo cilji v smislu oblikovanja posebnega dela LNU. Če postopek ne bo uspešno zaključen v predvidenem času, bo SDH nemudoma pristopil k pripravi ločenih načrtov upravljanja za te naložbe (Abanka d.d.);
- **naložbe v družbah, za katere skladno z veljavno zakonodajo ni podlage za njihovo nadaljnje poslovanje v letu 2019**. Če/ko bo veljavna zakonodaja spremenjena, bo SDH nemudoma pristopil k pripravi ločenih načrtov upravljanja skladno z veljavno zakonodajo za te naložbe (Rudnik Trbovlje- Hrastnik d.o.o.);
- **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 3: **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	ABANKA D.D.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
2	CASINO BLED, D.D.	PORTFELJSKA		33,75	
3	CASINO PORTOROŽ, D.D.	PORTFELJSKA		9,46	9,46
4	GORENJSKA BANKA D.D.	PORTFELJSKA	0,17		0,17
5	INKOS D .O. O.	PORTFELJSKA	2,54		2,54
6	INTEREUROPA D.D.	PORTFELJSKA		1,73	1,73
7	KDD D.D.	PORTFELJSKA		19,23	19,23
8	M1, D.D.		0,00		0,00
9	PERUTNINA PTUJ D.D.	POMEMBNA	0,00		0,00
10	RRA CELJE D.O.O.	PORTFELJSKA	5,89		5,89
11	RTH D.O.O. TRBOVLJE	PORTFELJSKA	100,00		100,00
12	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47

Opomba: * Lastniški deleži so zaokroženi na dve decimalki. 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

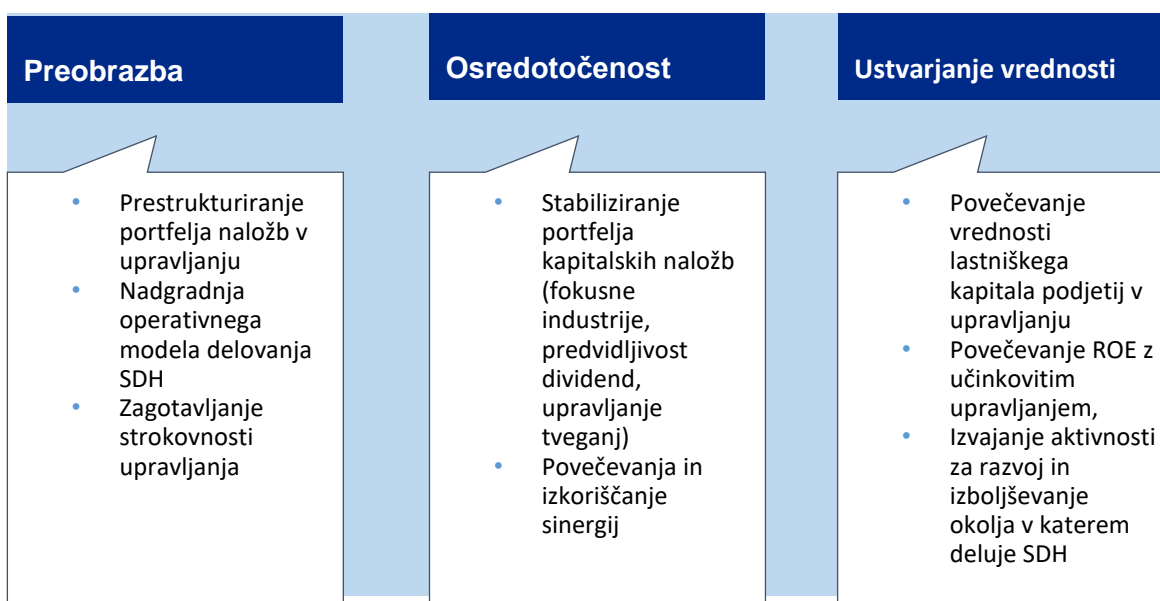
4.1. Vizija, strateške usmeritve in cilji upravljanja

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 okoljskega vidika.

Cilj SDH pri upravljanju kapitalskih naložb je uresničevanje temeljnih ciljev in dodatnih ciljev upravljanja, določenih v Strategiji upravljanja kapitalskih naložb države ter ciljev v vsakokratnem Letnem načrtu upravljanja kapitalskih naložb RS in SDH (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 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.

4.3. 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 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 4.4.2. 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 kapitalске 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 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 priglasitev le-te pristojni agenciji in odložiti izvajanje koncentracije do izdaje odločbe o skladnosti koncentracije s pravili konkurence. SDH se izogne koncentraciji, če meni, da je ta sporna z vidika konkurenčno - pravnih pravil oziroma predlaga agenciji določene korektivne ukrepe.
- 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 Zakon o prejemkih poslovodnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti Republike Slovenije in samoupravnih lokalnih skupnosti (ZPPOGD), SDH na skupščinah navedenih družb ne sprejema politike prejemkov organov vodenja. Namesto skupščine zato v nekaterih družbah s kapitalsko naložbo države politiko prejemkov v praksi 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 korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države. 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 ministrstvo, pristojno za gospodarstvo. MGRT neposredno in sicer tako, da organ nadzora družbe takoj po sklenitvi pogodbe s poslovodnim organom, le-to pošlje v pregled ministrstvu.

5. DODATNI CILJI UPRAVLJANJA, DOLOČENI V STRATEGIJI

5.1. Uresničevanje strateških razvojnih ciljev

Strateško razvojni cilj upravljanja izhaja iz 1. in 2. skupine temeljnih ciljev upravljanja, torej gre za strateške in razvojne cilje, kateri se zasledujejo pri upravljanju strateških in pomembnih naložb.

Ta cilj bo SDH zagotavljal 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 izvedeni 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 na dolgi rok bo SDH zagotavljal z naslednjimi ukrepi:

- zastavljanje ambicioznih, vendar realnih strateških in ekonomsko-finančnih ciljnih kazalnikov uspeha in nadzorom nad rezultati poslovanja (LNU) ter izvajanjem ključnih upravljavskih 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 zagotavljanja 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 (LNU). 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 družba je SDH vzpostavil sistem kvartalnega, pri nekaterih družbah pa tudi mesečnega poročanja družb v upravljanju SDH. 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 (t. i. benchmarking), 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 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, ...).

SDH bo v letu 2019 na periodičnih sestankih navedene tematike komuniciral z družbami in si prizadeval k celostni ureditvi tega področja v obstoječih temeljnih aktih upravljanja kapitalskih naložb SDH.

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 zagotavljanje etičnih standardov je dosledno spoštovanje smernice kodeksa upravljanja kapitalskih naložb države 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 bo v letu 2019 ključne elemente tega cilja vključil v spremembe Kodeksa upravljanja kapitalskih naložb države.

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.

Kodeks korporativnega upravljanja glede odnosov z deležniki družbam podaja tudi nekatera priporočila.

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 razvoj in uveljavljanje standardov dobrih praks korporativnega 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.

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 posameznikom zainteresiranim omogoča tudi, da anonimno prijavijo morebitne nepravilnosti v družbah s kapitalsko naložbo države in zaščito prijaviteljem.

Načrtovani ukrepi:

- SDH je družbam portfeljev RS in SDH oktobra 2017 poslal vprašalnike, ki so zajemali ključna načela in priporočila iz kodeksa ter iz Priporočil in pričakovanj SDH, upoštevanje teh pa so družbe opisale ob uporabi načela »upoštevaj ali pojasni«. SDH bo v nadaljevanju procesa na podlagi ovrednotenja rezultatov analize pripravil spremembe in dopolnitve kodeksa upravljanja. V komunikaciji z družbami bo SDH poskušal doseči kar največjo raven skladnosti kodeksa ter Priporočil in pričakovanj SDH, vse za to, da se poveča kakovost korporativnega upravljanja družb, kar lahko vpliva na uspešnost poslovanja družb.
- SDH bo spremljal nadaljnji razvoj zakonodaje, dobre prakse in sam zaznal probleme ter glede na to ustrezno nadaljeval z razvojem sistema korporativnega upravljanja. V pripravi so pomembnejše spremembe Kodeksa upravljanja, tako na področju integritete kot tudi spodbujanja družb k vzpostavitvi učinkovitega sistema notranjega nasledstva za vodstvene položaje v družbi, zlasti v družbah, kjer so potrebna specifična znanja in veščine in zato odhodi vodilnih lahko povzročijo večje motnje v poslovanju. Spremembe kodeksa vključujejo tudi spodbujanje javnih družb k vzpostavitvi sistemske rešitve, ki bo omogočala enako obveščenost delničarjev glede podatkov, ki so bili posameznim delničarjem sporočeni zunaj zasedanja skupščine. 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 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.

5.5. 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 izvedljivi/pogojno učinkoviti ukrepi:

- Uskladitev statuta družbe Petrol d.d. tako, da njegova vsebina ustreza veljavnemu zakonu, ki omejuje pridobitev delnic v energetskih družbah.
- Za družbe Pozavarovalnica Sava d.d., Sava d.d., in Krka, d.d., 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 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.).

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 pripravljeni 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 2018 in 2019; Uradni list RS, št. 71/17 in 13/18 – ZJF-H). 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 presegati 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.

5.6. 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.

5.7. 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 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

Po napovedih analitikov Mednarodnega denarnega sklada (IMF) bo svetovno gospodarstvo v letih 2019 in 2020 zraslo za 3,6 % oziroma 3,2 %, medtem ko naj bi v letošnjem letu rast znašala 3,8 %. Stabilno gospodarsko rast lahko pričakujemo tako v razvitih državah (po napovedih naj bi rast v letih 2019 in 2020 znašala 2,1 % oz. 1,8 %) kot v državah v razvoju (rast v državah BRIC bo po napovedih znašala 5,6 % oz. 5,5 %). Podobno kot v preteklosti bo gospodarska rast na globalni ravni precej odvisna od ukrepov pomembnejših centralnih bank. Izboljšane napovedi za rast ter višja inflacijska pričakovanja so spodbudila Evropsko centralno banko (ECB) k postopnemu zaključevanju programa »kvantitativnega sproščanja«, vendar po zagotovilih ECB vsaj do polovice prihodnjega leta ne gre pričakovati dviga obrestnih mer. Ameriška centralna banka (FED) je v letošnjem letu nadaljevala s postopnim dvigovanjem ključne obrestne mere, glede na dobre podatke s trga delovne sile pa lahko tudi v letu 2019 pričakujemo nadaljevanje tega trenda. Največje tveganje za uresničitev napovedi gospodarske rasti na globalni ravni bodo tudi v prihodnje predstavljale geopolitične nestabilnosti (konflikti na bližnjem vzhodu, ukrajinsko – ruski konflikt, v Evropi pa predvsem način izstopa Velike Britanije iz EU ter zaostritev odnosov med novo italijansko vlado in Evropsko komisijo glede javno-finančnega primanjkljaja v prihodnjih letih).

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

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

Vir: Bloomberg

Napovedi FED kažejo, da bo gospodarska rast v **ZDA** od leta 2018 na ravni med 3,1 % in 2,0 %, medtem ko naj inflacija ne bi presegla ravni 2,1 %. Analitiki v prihodnjih letih pričakujejo pozitiven učinek napovedanih in že izvedenih ukrepov predsednika Donalda Trumpa. Tako naj bi na gospodarsko rast najbolj vplivali učinki nižjih davkov na osebni dohodek ter dohodek pravnih oseb, medtem ko so napovedi učinkov zaostrovanja mednarodne trgovine in dviga carinskih dajatev bolj negotove. Podatki s trga delovne sile bodo tudi v prihodnjem obdobju narekovali dinamiko dvigovanja obrestnih mer. Pričakovati je, da bo FED, tako kot v preteklosti, poleg podatkov s trga dela upošteval napovedi inflacijskih pričakovanj ter zunanje dejavnike, ki bi utegnili vplivati na finančno stabilnost ameriškega gospodarstva.

Tabela 5: **Makroekonomske napovedi za Euro območje s strani ECB**

Indikator (v %)	2015	2016	2017	2018N	2019N	2020N
Realni BDP	2,1	1,9	2,4	2,0	1,8	1,7
CPI inflacija	0,0	0,2	1,5	1,7	1,7	1,7

Vir: Bloomberg

Napovedi gospodarske rasti za **evro območje** so se v zadnjem obdobju nekoliko poslabšale. Kljub poslabšanju napovedi naj bi gospodarska rast v evro območju dosegla 1,8 % in 1,7 % v letih 2019 in 2020. Poleg mednarodnih dejavnikov bo na rast vplivalo negotovo politično okolje predvsem način izstopa Velike Britanije iz EU, v zadnjem obdobju pa so se zaostрила tudi pogajanja med novo italijansko vlado in Evropsko komisijo glede višine javno-finančnega primanjkljaja v prihodnjem obdobju, kar bi ponovno lahko vplivalo na finančno stabilnost v evro območju. Za investitorje in ekonomske odločevalce bo zelo pomembna odločitev ECB kdaj bo začela z dvigovanjem obrestnih mer. Glede na trenutno raven inflacije v evro območju in trenutna inflacijska pričakovanja ni pričakovati hitrega obrata v monetarni politiki. Cilj ECB je postopen dvig inflacije na zeleno raven malo pod 2 %.

Tabela 6: **Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK)**

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

Vir: Bloomberg, UMAR

Po napovedih Urada za makroekonomske analize (UMAR) bo gospodarska rast v Sloveniji v prihodnjem obdobju ostala na relativno visoki ravni. V letu 2018 naj bi po napovedih UMAR znašala 4,4 %, v naslednjih letih pa naj bi se gibala na ravni med 3,7 % in 3,4 %. Najpomembnejši dejavnik gospodarske rasti bo tako kot v preteklih letih izvozno povpraševanje, ki se sicer v zadnjem obdobju umirja, večji pa je vpliv zasebne in državne potrošnje. 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 zelo visoki ravni (6-7 % BDP) tudi v obdobju 2018 – 2020. Razlog za ohranjanje visokega presežka je v večletnem razdolževanju zasebnega sektorja in na drugi strani še vedno nizki ravni zasebne potrošnje (predvsem glede na predkrizna leta) ter nizki ravni investicij v kriznih letih.

Tveganja za uresničitev napovedi gospodarske rasti predstavljajo morebitno poslabšanje mednarodnega okolja, predvsem zaostrovanje protekcionističnih ukrepov s strani ZDA ter dinamika dvigovanja obrestnih mer s strani FED – a. Srednjeročno pa tudi ukrepi ECB ter morebitno zaostrovanje javno-finančnega položaja v nekaterih članicah Evropske unije (Italija). Domača tveganja, ki bi lahko rezultirala v nižji gospodarski rasti od napovedane, so v skladu z napovedmi UMAR povezana z negotovostjo glede prihodnje davčne politike, prehitre rasti plač ter pomanjkanjem delovne sile (dolgoročno pa tudi z negativnimi demografskimi trendi). Na drugi strani bi na višjo gospodarsko rast od napovedane, ob stabilnem mednarodnem okolju in ugodnih pogojih financiranja, lahko vplivale višje ravni investicij in zasebne potrošnje.

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

7.1. Delež največjih naložb in stebrov v portfelju

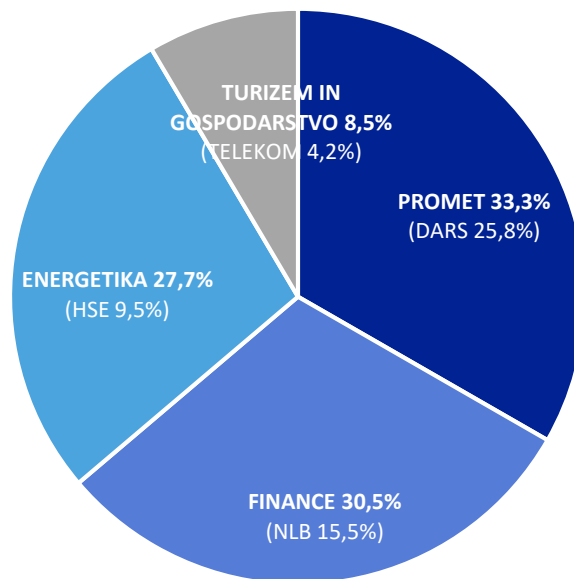
Tabela 7: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb v posameznem stebru (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) glede na celoten upravljavski portfelj SDH po stanju na dan 31.12.2017*

Naložba	Delež (v %)
ENERGETIKA	
HSE D.O.O.	9,5
GEN D.O.O.	7,2
ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	2,3
ELEKTRO MARIBOR D.D.	2,0
ELEKTRO CELJE, D.D.	1,6
FINANCE	
NLB D.D.	15,5
ABANKA D.D.	5,3
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D.	4,3
SID BANKA, D.D., LJUBLJANA	3,9
SAVA RE, D.D.	0,8
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE, D.D.	4,2
KRKA, D.D., NOVO MESTO	2,2
SIJ D.D.	1,0
UNIOR D.D.	0,6
CINKARNA CELJE, D.D.	0,2
PROMET	
DARS, D.D., CELJE	25,8
SŽ, D.O.O.	3,0
POŠTA SLOVENIJE, D.O.O.	2,0
LUKA KOPER, D.D.	2,0
DRI UPRAVLJANJE INVESTICIJ, D.O.O.	0,2
Skupaj	93,6

Tabela 8: *Delež stebrov v celotnem upravljavskem portfelju SDH po stanju na dan 31.12.2017*

Steber	Delež (v %)
PROMET	33,3
FINANCE	30,5
ENERGETIKA	27,7
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	8,5
Skupaj	100,0

Slika 1: *Deleži stebov v celotnem upravljavskem portfelju SDH po stanju na dan 31.12.2017*



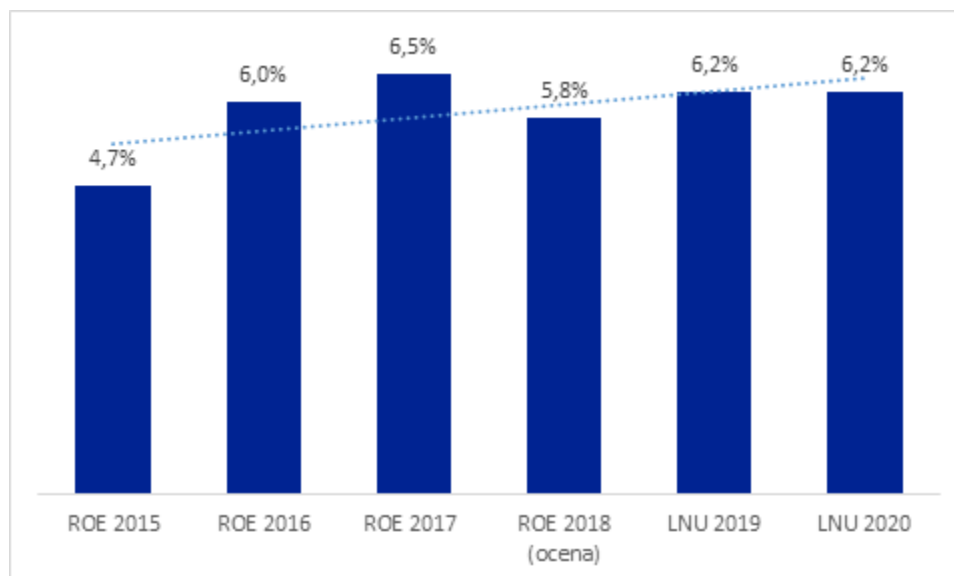
7.2. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po stebih

Tabela 9: *Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljavskega portfelja SDH, po stebih, po letih*

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

Opomba: Zaradi prodajnih postopkov pri NLB in Abanki, SDH pri projekcijah jemlje drugačne deleže lastništva, kot jih je pri omenjenih bankah uporabil pri izdelavi preteklih LNU dokumentov.

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



7.3. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po kriteriju klasifikacije naložb

Tabela 10: *Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE portfelja po kriteriju klasifikacije naložb v letu 2017*

Leto 2017	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 31.12.2017 (v EUR)	Delež portfelja	Ponderirana povprečna donosnost (ROE)
STRATEŠKE	7.342.234.956	67,4%	4,8%
POMEMBNE	2.393.609.785	22,0%	13,0%
PORTFELJSKE	1.152.725.672	10,6%	4,2%
Portfelj	10.888.570.656	100,0%	6,5%

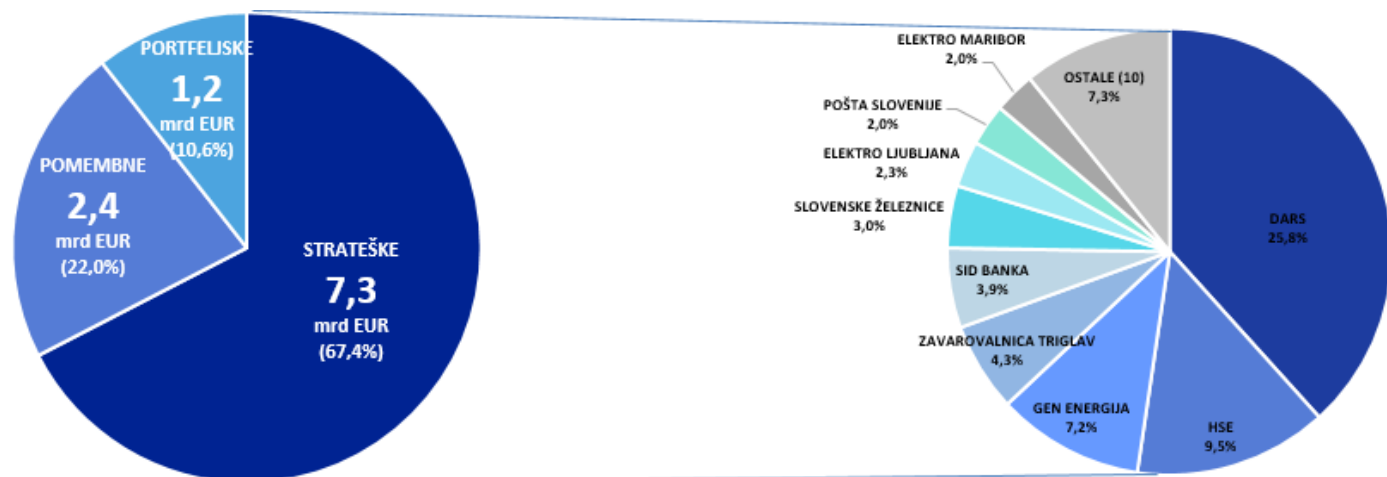
Opomba: V poročilu so zajeti podatki, ki so bili na voljo v času izdelave poročila. Ker podjetja po časovnici različno objavljajo računovodske podatke, lahko pride do razlik pri primerjavi podatkov iz različnih poročil.

Tabela 11: *Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH, po kriteriju klasifikacije, po letih*

Ponderirana povprečna donosnost (ROE)	2015	2016	2017	2018 (ocena)	LNU 2019	LNU 2020
STRATEŠKE	3,3%	5,0%	4,8%	4,6%	5,4%	5,3%
POMEMBNE	7,0%	7,8%	13,0%	11,2%	10,4%	10,9%
PORTFELJSKE	8,6%	8,6%	4,2%	7,8%	8,4%	8,8%
Portfelj	4,7%	6,0%	6,5%	5,8%	6,2%	6,2%

Opomba: Zaradi prodajnih postopkov pri NLB in Abanki, SDH pri projekcijah jemlje drugačne deleže lastništva, kot jih je pri omenjenih bankah uporabil pri izdelavi preteklih LNU dokumentov.

Slika 3: Podrobnejši pregled naložb po klasifikaciji naložb



7.4. ROE portfelja v obdobju 2015 – 2020 po kriteriju kotacije delnic družb

Tabela 12: Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljavskega portfelja SDH, po kriteriju borzne kotacije, po letih

Ponderirana povprečna donosnost (ROE)	2015	2016	2017	2018 (ocena)	LNU 2019	LNU 2020
KOTIRAJOČE	10,8%	9,4%	7,5%	10,6%	10,5%	11,0%
NEKOTIRAJOČE	3,8%	5,4%	6,3%	4,4%	4,9%	4,7%
Portfelj	4,7%	6,0%	6,5%	5,8%	6,2%	6,2%

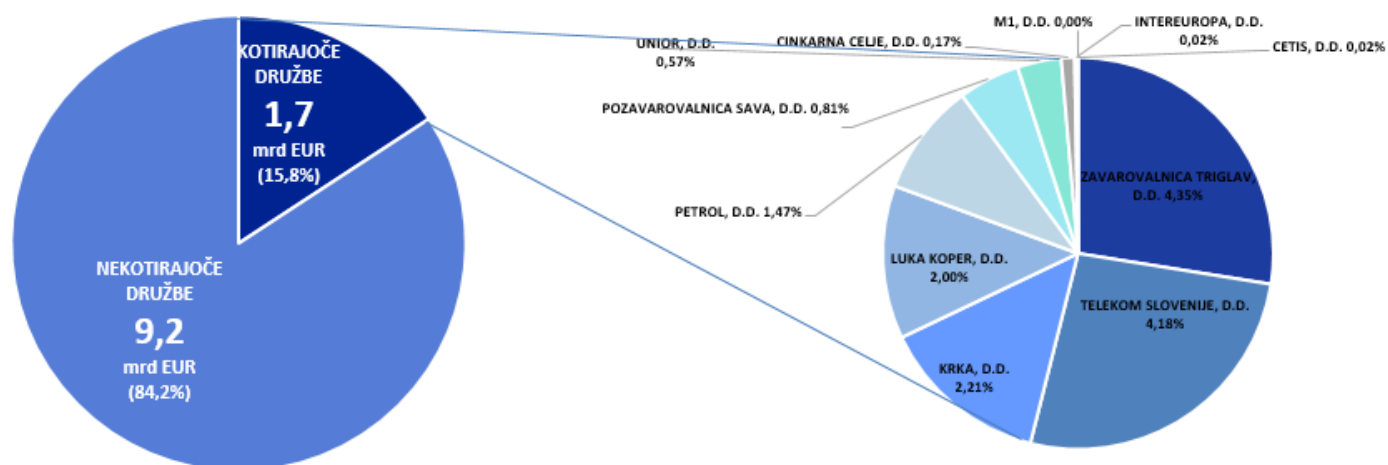
Opomba: Zaradi prodajnih postopkov pri NLB in Abanki, SDH pri projekcijah jemlje drugačne deleže lastništva, kot jih je pri omenjenih bankah uporabil pri izdelavi preteklih LNU dokumentov.

Tabela 13: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE portfelja po kriteriju borzne kotacije naložb v letu 2017

Leto 2017	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 31.12.2017 (v EUR)	Delež portfelja	Ponderirana povprečna donosnost (ROE)
KOTIRAJOČE	1.720.927.691	15,8%	7,5%
NEKOTIRAJOČE	9.167.642.723	84,2%	6,3%
Portfelj	10.888.570.656	100,0%	6,5%

Opomba: V poročilu so zajeti podatki, ki so bili na voljo v času izdelave poročila. Ker podjetja po časovnici različno objavljajo računovodske podatke, lahko pride do razlik pri primerjavi podatkov iz različnih poročil.

Slika 4: Podrobnejši pregled naložb po kriteriju borzne kotacije naložb

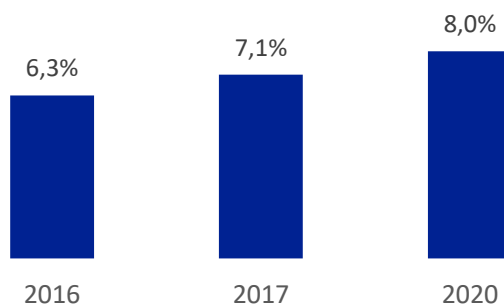


8. NEUSKLAJENOST METODOLOGIJE DOLOČANJA CILJNE DONOSNOSTI KAPITALA (ROE) V STRATEGIJI UPRAVLJANJA

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 leta 2015, je bil izračunan upoštevajoč vse takrat obstoječe kapitalske naložbe države – ne glede na klasifikacijo naložb (strateške, pomembne ali portfeljske), prav tako je bil izračun pripravljen upoštevajoč naložbe RS v družbah KAD, Eles, Sodo in Borzen, s katerimi SDH ne upravlja in jih posledično tudi ne vključuje v svoje izračune. Poleg navedenega je izračun iz leta 2015 vključeval tudi vse naložbe, ki jih je SDH do sedaj prodal ali so vključene v postopkih prodaje (npr. banke), ki pomembno vplivajo na izračunani kazalnik ROE.

Slika 5: *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 dokaj hitro zvišuje in je za leto 2017 znašala že 6,5 %, kar je izredno dober rezultat in največ do sedaj. Kljub zavirljivi rasti ROE portfelja naložb, pa bistveno višjih rasti ROE ob sedanji strukturi portfelja RS in SDH, pričakovanjih umiritve gospodarske rasti globalno in v Sloveniji, še posebej pa po izvedenih postopkih prodaj visoko dobičkonosnih družb v prihodnje, ni realno pričakovati. Zato je pomembno, da se ciljna pričakovanja, tako glede višine izplačanih dividend kot tudi donosnosti kapitala (ROE), prilagodijo novi strukturi portfelja, upoštevajoč tako sektor/steber delovanja posamezne družbe kot tudi strateškost naložbe.

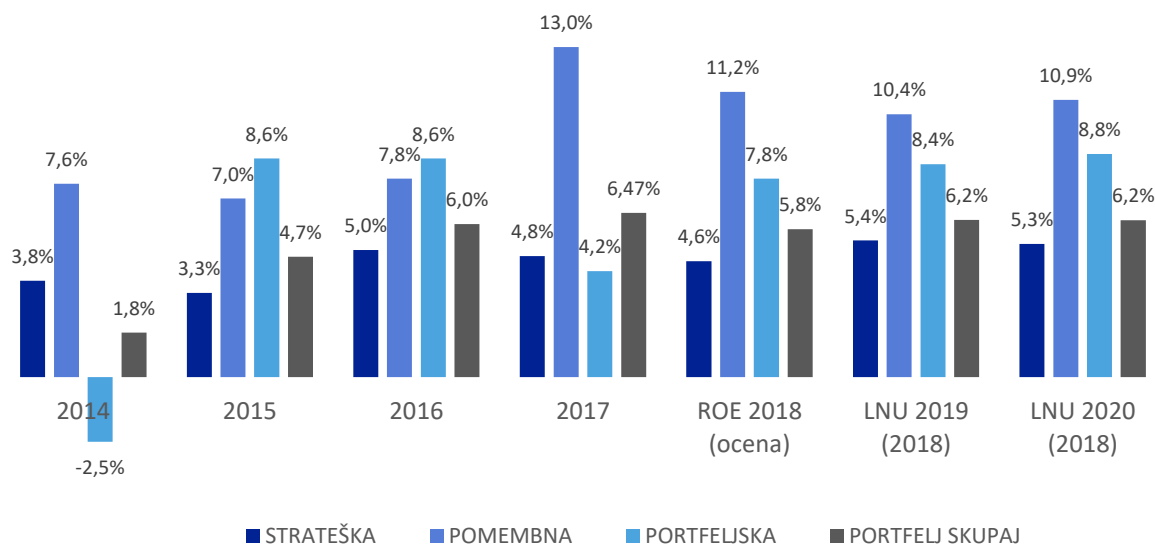
Portfelj RS sestavlja dve tretjini strateških naložb, pri katerih je primarni cilj doseganje strateških ciljev RS, torej uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustrezne ravni in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov.

Cilje je SDH-ju določila tudi Vlada RS, in sicer je ciljni ROE kapitalskih naložb RS in SDH za leto 2017 znašal 5,2 %, kar pomeni, da je SDH te ciljne vrednosti presegel. Zelo je presegel tudi načrtovane prilive iz naslova dividend, predvsem zaradi »dodatnih« dividend Telekom Slovenije in Nove Ljubljanske banke.

Za leto 2018 je ciljni ROE portfeljev RS in SDH postavljen na 6,1 %. Zadnje ocene poslovnih rezultatov družb v upravljanju za leto 2018 kažejo, da se bodo dejanski rezultati temu cilju zelo približali.

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.

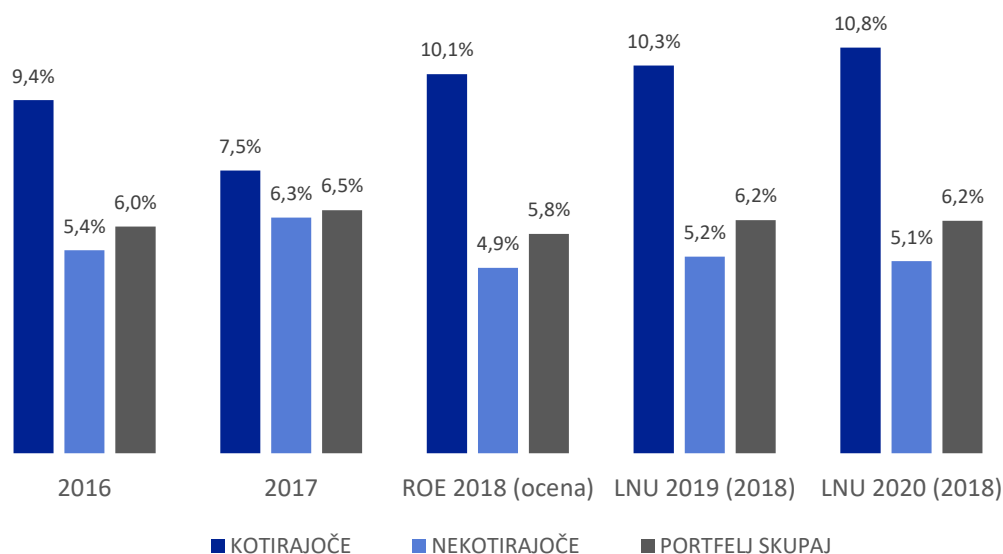
Slika 6: **Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljalškega portfelja SDH v obdobju 2014 – 2019 po kriteriju klasifikacije naložb (v %)**



*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 7: **Ponderirana povprečna čista donosnost kapitala (ROE) upravljalškega 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 portfelja naložb (ROE), 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).

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 približno 122 milijonov EUR. Do vključno leta 2020 bo moral SDH zagotoviti tudi 100 milijonov EUR za poplačilo glavnice obveznice SOS3. Pri oblikovanju LNU za leto 2019 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 2019 RS prejela 183,7 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu RS ter SDH 39,3 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH;
- v letu 2020 RS prejela 111,8 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu RS ter SDH 40,6 milijona EUR prilivov iz naslova dividend kapitalskih naložb v imetništvu SDH;

Tabela 14: Prilivi* RS, ZPIZ in SDH iz dividend kapitalskih naložb upravljaljskega portfelja SDH po letih (v milijonih EUR)

Leto	2016	2017	2018**	2019 - plan	2020 - plan	Skupaj
RS (brez Zavarovalnice Triglav, d.d.)	122,6	194,1	427,3	183,7	111,8	—1.039,5
ZPIZ***	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	98,0
Skupaj RS in ZPIZ***	142,2	213,7	446,9	203,3	131,4	1.137,5
SDH	43,8	45,9	40,4	39,3	40,6	210,0
Skupaj RS in SDH in ZPIZ***	186,0	259,7	487,3	242,6	172,0	1.347,5

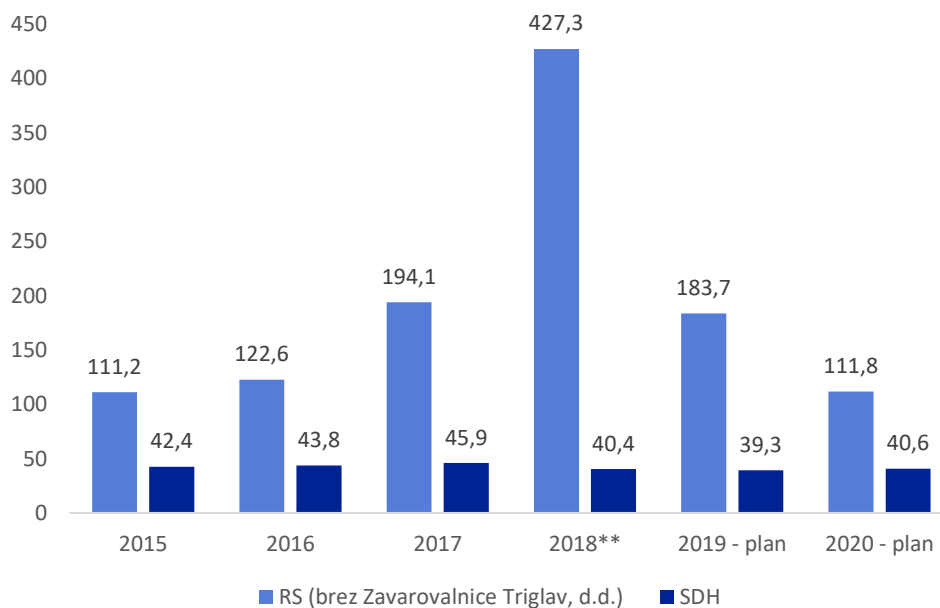
Opombe:

*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 2018, ki so jih skupščine delničarjev družb v upravljanju izglasovale v letu 2018 glede delitve bilančnih dobičkov družb za leto 2017).

**Prejete dividende v letu 2018, ki se nanašajo na delitev bilančnega dobička za leto 2017, zajemajo dividende, ki so bile izglasovane na skupščinah družb do 31.10.2018. Možno je, da se bodo zneski dividendnih prilivov v letu 2018 še spremenili, če bi katera izmed družb v upravljanju sprejela sklep o izplačilu izrednih dividend. Zneski dividend do vključno leta 2018 (za poslovna leta 2015 - 2017) vsebujejo tudi dividende družbe DRI d.o.o., katere upravljanje je bilo v letu 2018, po sprejemu sprememb ZCes-1C, preneseno na Vlado RS.

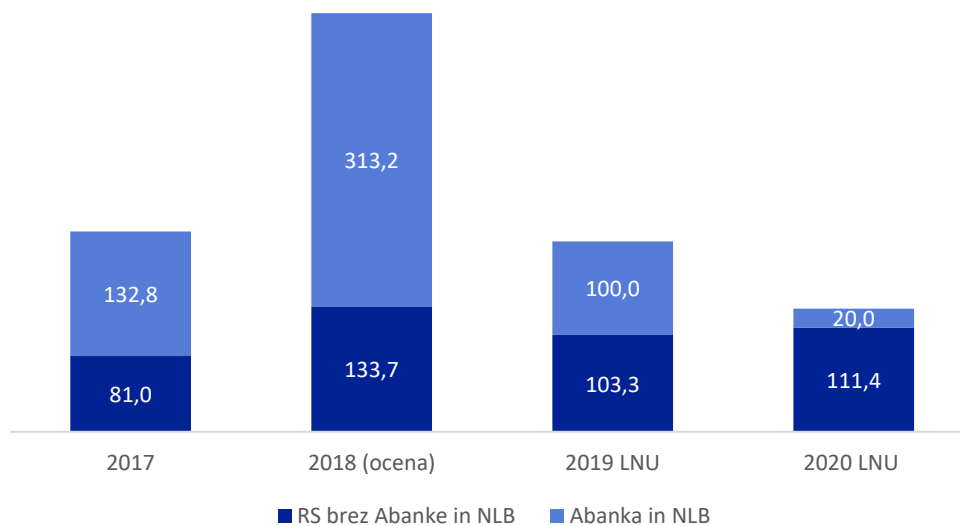
***Gre za dividendo, ki jo prejme ZPIZ iz naslova imetništva delnic družbe Zavarovalnica Triglav d.d., ki jih v imenu in za račun ZPIZ upravlja SDH.

Slika 8: **Prilivi RS in SDH iz naslova dividend po letih (v milijonih EUR)**



** Opomba: Skupne višine dividend (427,3 mio EUR), ki pripada RS na podlagi skupščinskih sklepov, ki so bili sprejeti v letu 2018 (dividende za poslovno leto 2017), v prihodnjih letih ne bo možno več doseči, tudi zaradi prodajnih postopkov, ki potekajo pri NLB d.d. in Abanki d.d.

Slika 9: **Prilivi RS iz naslova dividend po letih (v milijonih EUR)**



Slika 10: *Prilivi SDH iz naslova dividend po letih (v milijonih EUR)*

