

AGENCIJA

USTAVNO SODIŠČE
Beethovnova 10
61000 Ljubljana

Številka: U-I-77/96
Datum: 10.4.1996 - ob 12.20 uri

USTAVNO SODIŠČE RS LJUBLJANA

Došlo 10-04-1996 ^{osebno} po pošti

na recept: št. oddano na pošto 1250

v dne 19.....

... krat. št. pril.

kolekt za SIT Podpis

Na podlagi 1. odst. 28. člena Zakona o ustavnem sodišču (Ur.l. RS, št. 15/94) v zvezi s pozivom Ustavnega sodišča z dne 5.4.1996, ki je bil Agenciji za trg vrednostnih papirjev vročen 5.4.1996, podajamo

o d g o v o r n a p o b u d o

za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajmenih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna družba za upravljanje (Ur.l. RS, št. 17/96), ki jo je vložila PROFICIA DADAS, družba za upravljanje investicijskih skladov d.o.o., Maribor (v nadaljevanju: Proficia Dadas)

in na predlog za začasno zadržanje

zgoraj navedenega izpodbijanega pravnega akta.

Pobudnik v pobudi navaja, da Agencija za izdajo izpodbijanega sklepa nima pravne podlage v 3. odst. 112. člena Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 6/94; v nadaljevanju: ZISDU), saj ni bil podan niti eden izmed razlogov za izdajo takšnega sklepa. Nadalje s sklepom ni delno ali začasno prekinila delovanja skladov, temveč je delovanje skladov omejila, za to pa nima podlage v navedeni določbi.

Pobuda ni utemeljena iz razlogov navedenih v nadaljevanju.

1. Tržno neravnovesje kot razlog za sprejem izpodbijanega sklepa

1.1. Namen 3. odst. 112. člena ZISDU

3. odst. 112. člena ZISDU Agencijo pooblašča, da v primeru hudih motenj v transakcijah z vrednostnimi papirji ali podobnih hujših motenj odredi prekinitev poslovanja vzajemnih skladov. Ratio legis navedene določbe je mogoče obrazložiti izhajajoč iz temeljnega namena pravne ureditve poslovanja investicijskih skladov. Družbe za upravljanje so dolžne upravljati premoženje vzajemnih skladov tako, da zbrana denarna sredstva naložijo v ustrezno razpršen in likviden portfelj vrednostnih papirjev, v skladu z določbami V. poglavja ZISDU.

Podrobnejša obrazložitev v zvezi z naložbami investicijskih skladov je v prilogi št. 1: "Pojasnila v zvezi z uporabo posameznih določb ZISDU o naložbah investicijskih skladov".

Namen določb ZISDU o naložbah investicijskih skladov je zagotoviti omejitev in razpršitev tveganj v primerjavi s tveganji individualnih naložb v posamezne vrednostne papirje.

V okviru zgoraj obrazloženega namena pravne ureditve poslovanja vzajemnih skladov je tako namen 3. odst. 112. člena ZISDU pooblastiti Agencijo, da prekine (oziroma omeji) poslovanje vzajemnih skladov, kadar zaradi razmer na trgu kapitala (na primer tržnega neravnovesja) vzajemni skladi ne morejo upravljati z naložbami po zgoraj obrazloženih načelih omejitve in razpršitve tveganj.

1.2. Motnje na trgu kapitala v februarju in marcu 1996

Temeljni razlog, ki je strokovnemu svetu narekoval sprejem izpodbijanega sklepa, je bila (v skladu z zgoraj opisanim namenom 3. odst. 112. člena ZISDU) zaščita investitorjev v vzajemne sklade pred izrazito drugačnim tveganjem kot je normalno investicijsko tveganje. Takšen položaj je nastal zaradi pojava, v

¹ primerjaj 38. člen ZISDU, ki določa:

(1) Pri opravljanju poslov v zvezi z nakupom in prodajo vrednostnih papirjev mora družba za upravljanje skrbeti, da je razpršenost vrednostnih papirjev vzajemnega sklada v skladu z določbami tega zakona.

(2) Družba za upravljanje mora spremljati poslovne dogodke o izdajateljih vrednostnih papirjev iz 93. člena tega zakona in upoštevati te podatke tako, da z naložbami v vrednostne papirje razprši in omeji tveganje naložb takšne vrste.

(3) Če ravna družba za upravljanje v nasprotju s prvim in drugim odstavkom tega člena, odgovarja imetnikom investicijskih kuponov za škodo, ki jo s takšnim ravnanjem povzroči.

(4) S pravili o upravljanju vzajemnega sklada ni mogoče omejiti ali izključiti odgovornosti družbe za upravljanje za škodo iz tretjega odstavka tega člena.

finančni stroki poimenovanega kot "fenomen spirale". Pojav je pričel nastajati zaradi bistveno povečanega priliva denarnih sredstev v vzajemne sklade, ki ga je vspeh budila visoka izkazana stopnja donosov vzajemnih skladov, ki jih upravlja Proficia Dadas (podrobneje glej v točki 1.2.1.). Ob danem stanju ponudbe vrednostnih papirjev na borzi (tržna kapitalizacija delnic, ki so uvrščene v kotacijo na borzi je po stanju na dan 31.12.1995 znašala 39 milijard tolarjev; v obdobju od 1.1.1996 do 18.3.1996 v borzno kotacijo ni bila uvrščena nobena nova delnica) je zaradi bistveno povečanega priliva denarnih sredstev v vzajemne sklade nastajalo rastoče neskladje med povečanim povpraševanjem po vrednostnih papirjih ob enakem številu vrednostnih papirjev v borzni kotaciji, ki vodi v umetno napihovanje cen na borzi. Povišane cene vrednostnih papirjev imajo povraten učinek na višje donose vzajemnih skladov, kar lahko pripelje do multiplikacije na vedno višjem nivoju.

Delno je bil vzrok za opisano multiplikacijo že zgolj dejstvo povečanega povpraševanja zaradi bistveno povečanih denarnih prilivov. Še dodatno pa so k temu prispevale povezane osebe iz sistema Dadas z manipulacijo cen vrednostnih papirjev (podrobneje glej v točki 1.2.2.).

Nadaljnja opora za zaključek, da so na organiziranem trgu vrednostnih papirjev nastajale hude motnje (tržno neravnovesje med ponudbo in povpraševanjem) je bil tudi nenavaden način naložbene politike vzajemnih skladov Proficie Dadas. Slednji namreč neto denarnih prilivov v obdobju od 31.1. do 7.3.1996 niso vložili v nakup vrednostnih papirjev, temveč je Proficia Dadas za račun vzajemnih skladov nezakonito odobrila posojila družbi Priom, ki je v 100% lasti g. Davorina Sadarja, ki je hkrati tudi njen direktor (podrobneje glej v točki 1.2.3.).

Kot je razvidno iz načina "vračila" posojenih denarnih sredstev, in sicer v obliki kompenzacij (podrobneje glej v točki 1.2.3.) ter iz podatkov o trgovanju Prioma na borzi, so bila denarna sredstva že prelitna v vrednostne papirje (tržne in netržne).

Tudi sicer se je struktura (razpršenost) naložb vzajemnih skladov, ki jih upravlja Proficia Dadas sočasno z bistveno rastjo novih denarnih prilivov opazno slabšala, saj je prihajalo do vedno velje koncentracije naložb zgolj v posamezne vrednostne papirje (podrobneje glej v točki 1.2.4.). Opisano je bilo tako dodaten jasen pokazatelj, da Proficia Dadas, katere skladi so izkazovali bistveno povečane neto denarne prilive, prav zaradi tako povečanih prilivov, ne morejo slediti takšni naložbeni politiki, ki omogoča normalno razpršitev in omejitev investicijskih tveganj.

V mesecu februarju in marcu 1996 ugotovljene motnje je tako mogoče razdeliti v štiri sklope:

1.2.1. Nesorazmerje med prilivom denarnih sredstev v vzajemne sklade in razpoložljivo količino vrednostnih papirjev za nakup

Trenutno v Sloveniji posluje 17 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje.

31.7.1995 so znašala vsa sredstva v vzajemnih skladih 4.626 mio SIT, pri čemer je odpadlo 44,7% vseh sredstev ali 2.070 mio SIT na sklade Proficie Dadas.

Obseg celotnih sredstev se je od 31.7.1995 do 29.2.1996 povečal za 82% in dosegel znesek 8.433 mio SIT.

Povečana sredstva so bila v pretežni meri pritegnjena v sklade Proficie Dadas, saj je kar 90% vsega porasta sredstev v vzajemnih skladih usmerjeno v sklade Diver (109% povečanje sredstev), Neli (135% povečanje sredstev) in Herman Celjski (9600% povečanje sredstev). Podrobnejši podatki so v prilogi št. 2: "Gibanje sredstev vzajemnih skladov v obdobju julij 1995 / februar 1996".

Neto prilivi v sklade (to so presežki vplačil nad izplačili investicijskih kuponov) kažejo v obdobju julij 95 - januar 96 na prelivanje sredstev v sklade Proficie Dadas, saj so imeli v tem času ostali skladi skupaj neto odlive denarnih sredstev².

V mesecih: november 95, december 95 in januar 96 je znašal povprečen neto priliv v sklade Proficie Dadas 295 mio SIT mesečno. V februarju 96 je prišlo do izrazitega skoka na 879 mio SIT neto priliva, ki se nadaljuje do 19. marca z 538 mio SIT neto priliva.

Podrobnejši podatki so v prilogi št. 3: "Pregled neto prilivov/odlivov po vzajemnih skladih".

Nadpovprečen porast denarnih sredstev v vzajemne sklade v letošnjem letu je posledica koincidence med slabšanjem naložbenih možnosti zaradi zniževanja obrestnih mer na hranilne vloge in padanja menjalniškega tečaja DEM. Tem tendencam so se kot alternativna možnost ponujali izjemno visoki donosi nekaterih vzajemnih skladov. Če se omejimo na Proficio Dadas, ki je v svoje sklade, predvsem pa v sklad Herman Celjski, pritegnila v obdobju od 1.1.96 do 19.3.96 skupaj 1.711.119.377 SIT (medtem ko so neto

² številke v preglednicah, ki so v oklepajih pomenijo neto odliv

prilivi v vse ostale vzajemne sklade skupaj januarja in februarja 96 znašali skupaj 59.683.451 SIT) lahko nedvomno ugotovimo, da je ta porast posledica visoke izkazane stopnje donosa sklada Herman Celjski. Ta je v obdobju od 1.1.1996 do 20.3.1996 znašal 15%, medtem ko se je povprečen donos pri ostalih skladih v istem obdobju gibal na nivoju 3-4%.

1.2.2. Ugotovljene nepravilnosti, ki kažejo na veliko verjetnost manipulacije vrednosti premoženja (donosa enote) vzajemnih skladov Proficie Dadas

V opazovanem obdobju od 3.1.1996 do 18.3.1996 je iz pregleda dokumentacije razvidno, da je Proficia Dadas pri večini (99%) poslov z netržnimi papirji v svoje sklade vedno vključevala kot kupca oziroma prodajalca teh papirjev podjetje Priom d.o.o.. Vrednostne papirje, ki jih je Priom d.o.o. odkupil od posameznega sklada, je še isti dan ali najkasneje v nekaj dneh prodal nazaj istemu ali drugemu skladu (vsi pod upravljanjem Proficie Dadas), in sicer po bistveno različnih cenah. Šlo je torej za navidezne posle, pri čemer so kapitalski dobički, ki so jih skladi pri takšnih transakcijah izkazovali, neposredno vplivali na rast (oziroma uravnavanje) vrednosti enote premoženja (VEP) in s tem donosa vzajemnega sklada v upravljanju Proficie Dadas. Izkazani donos vzajemnega sklada se dnevno objavlja v javnih medijih in predstavlja temeljno osnovo investitorju za odločitev glede denarne naložbe. Podrobneje je način manipulacije opisan v prilogi 4: "Nepravilnosti v zvezi z manipulacijo VEP".

Prav tako je pri tki. tržnih vrednostnih papirjih, to je tistih, s katerimi se trguje na borzi, razvidna tendenca povečevanja cen, predvsem pri tistih, ki spadajo med povezane družbe v sistemu Dadas. Od srede januarja 1996 do 15. marca 1996 so se cene delnic, ki predstavljajo v tem obdobju v povprečju 32% portfelja skladov Proficie Dadas, povečale za agregatno povprečje 70%. Ker so polovico poslov s temi delnicami (delnice Dadasa, Finmedie, Primofina in MKZ) opravile povezane osebe v sistemu Dadas je možno utemeljeno domnevati, da gre za načrtovano uravnavanje cen določenih delnic na trgu vrednostnih papirjev, s tem pa tudi uravnavanje dnevne vrednosti portfelja skladov oziroma donosa/vrednosti enote premoženja.

Primer takšnega suma manipulacije je razviden tudi iz dopisa Borze v Prilogi 14.

Pojem povezane osebe ni uporabljen v pomenu "povezane družbe" kot jih opredeljuje Zakon o gospodarskih družbah, temveč v pomenu skupnega delovanja, katerega namen je doseči skupni cilj (v obravnavanem primeru verižni nakupi in prodaje z namenom manipulacije cen). Povezane osebe so pravno formalno samostojne osebe, ki pa so med seboj bodisi upravljalško (managersko)

oziroma kapitalsko (lastniško) povezane tako, da zaradi tega, ker zaradi navedenih povezav pri vseh ista oseba oblikuje poslovno voljo, delujejo kot ena sama oseba. V opisanem pomenu povezane osebe v sistemu Dadas, ki so med seboj bodisi upravljalno (zakonca ga. Danila oziroma g. Davorin Sadar opravljata funkcijo direktorja) oziroma kapitalsko (zakonca ga. Danila oziroma g. Davorin Sadar sta neposredno ali posredno večinska lastnika), so prikazane v Prilogi 5.

1.2.3. Ugotovljene nepravilnosti v zvezi s posojanjem denarja vzajemnih skladov Proficie Dadas

Pregled poslovanja Proficie Dadas je pokazal, da je bilo po stanju na dan 7.3.1996 v imenu in za račun vzajemnih skladov odobreno podjetju Priom d.o.o. 1.306 mio SIT kratkoročnih posojil. Podjetje Priom je v 100% lasti g. Davorina Sadarja, ki je hkrati tudi njegov direktor. Gre za isto pravno osebo, ki je bila uporabljena kot vzvod v zvezi z manipulacijo z netržnimi papirji (glej zgoraj). Iz bilance stanja na dan 31.12.1995 je razvidno, da je imelo podjetje v letu 1995 125 mio SIT nepokrite izgube ter 1 milijardo SIT kratkoročnih dolgov.

Takšne naložbe so že same po sebi (četudi ne bi šlo za naložbo v pravno osebo povezano z družbo za upravljanje) nedopustne (glej prilogo št. 1). Predvsem pa so navedena posojila dodatno predstavljala izredno tvegano naložbo, saj so bila popolnoma nezavarovana, ob tem pa po bilančni izkazih (glej prilogo 6) posojilojemalec (Priom) na dan 31.12.1995 izkazuje negativen kapital (prezadolženost). Zato je Agencija na podlagi 1. odst. 112. člena odredila Proficii Dadas, da navedena posojila odpokliče v roku 8 dni (pogodbeni rok za odpoklic je bil v posojilnih pogodbah določen na 3 dni).

Podjetje Priom d.o.o. ni vrnilo prejetih posojil v denarju kot je odredila Agencija, pač pa je Proficia Dadas predložila pomanjkljivo dokumentacijo s pojasnilom, da so bile terjatve vzajemnih skladov iz naslova prej navedenih posojil pobotane z nasprotnimi terjatvami Prioma do skladov. Te terjatve naj bi Priom pridobil na podlagi pogodb, s katerimi naj bi mu borzno posredniška družba Dadas BPH cedirala svoje terjatve do vzajemnih skladov. Dadas BPH naj bi namreč imela terjatve do skladov iz naslova nakupov vrednostnih papirjev, ki naj bi jih kot komisionar opravila za račun vzajemnih skladov. Iz predložene dokumentacije (izjave o pobotih) ni bilo mogoče preveriti, ali so terjatve, s katerimi naj bi Priom pobotal svoje obveznosti iz naslova prejetih posojil, sploh obstajale (oziroma z drugimi besedami povedano ali je do pobota sploh prišlo - primerjaj 336. člen ZOR). Obstoj cediranih terjatev borzno posredniške družbe Dadas BPH do vzajemnih skladov bi bilo mogoče ugotoviti samo na

podlagi pogodb o nakupu vrednostnih papirjev, ki naj bi jih Dadas BPH opravila za račun vzajemnih skladov (primerjaj 1. odst. 771. člena ZOR), in ustreznih dokazov o tem, da je tako kupljene papirje Dadas BPH plačala prodajalcu (torej, da so ji stroški v obliki plačila kupnine res nastali - primerjaj 1. odst. 784. člena ZOR), in da je vrednostne papirje, ki jih je prejela na podlagi zatrjevanih nakupov tudi izročila Proficiji Dadas za račun vzajemnih skladov (primerjaj 2. odst. 780. člena ZOR). Proficija Dadas pa kljub izrecni dodatni zahtevi Agencije ni predložila niti obračuna zatrjevanih poslov (primerjaj 1. odst. 780. člena ZOR).

Nadalje iz predložene dokumentacije tudi ni bilo mogoče ugotoviti ali so skladi obračunali obresti od posojil ter ali so bile obresti plačane.

1.2.4. Nepravilnosti v zvezi s strukturo naložb vzajemnih skladov

Vzajemni skladi morajo imeti najmanj 75% svojih naložb v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzi (1. odst. 94. člena ZISDU). To določilo predstavlja enega od temeljev zagotavljanja varnosti vlagateljem saj se z razpršenim in likvidnim portfeljem investitorjem omogoča manjše tveganje glede na direkten nakup vrednostnih papirjev. V januarju in februarju 1996 nobeden izmed štirih vzajemnih skladov Proficije Dadas ni zadovoljeval tega zakonskega določila, pri čemer je pri treh skladih očitno poslabševanje strukture. Med netržnimi naložbami (naložbami, ki niso naložbe v vrednostne papirje, ki so uvrščeni v borzno kotacijo) se pri vseh skladih prvič pojavljajo dana posojila. Podatki o naložbah skladov Proficije Dadas v obdobju od julij 95 - februar 96 so podrobneje prikazani v prilogi št. 7: "Pregled netržnih vrednostnih papirjev in ostalih naložb".

Obveznost razpršenega in likvidnega portfelja narekuje tudi določilo 1. odst. 95. člena ZISDU. Zaradi nadaljnje razpršitve tveganj smejo imeti v vrednostnih papirjih posameznega (istega) izdajatelja največ 5% svojih naložb (1. odst. 95. člena ZISDU). Vzajemni skladi Proficije Dadas tega pravila ne spoštujejo, pri čemer so odstopanja nad dovoljeno 5% mejo izrazito povečana v skladu Herman Celjski, ki je imel kar 23,7% vseh svojih sredstev v nedopustnih naložbah (to je takšnih, kjer je imel sklad več kot 5% svojih sredstev v delnicah enega podjetja). Odstopanja so opazno večja predvsem pri delnicah podjetij, ki jih štejemo za povezane osebe v sistemu Dadas. Podrobnejši podatki so prikazani v prilogi št. 8: "Vrednostni papirji, v katere je naloženo več kot 5% sredstev vzajemnega sklada Proficije Dadas".

Podrobnejši prikaz gibanja strukture sredstev vzajemnih skladov Proficie Dadas pa je podan v prilogi 9: "Naložbe vzajemnih skladov Proficie Dadas v vrednostne papirje posameznih podjetij".

2. Omejitev poslovanja kot ožji ukrep v okviru pooblastil 3. odst. 112. člena ZISDU

Določba 3. odst. 112. člena ZISDU pooblašča Agencijo, da začasno prekine poslovanje vzajemnih skladov. V skladu s pravilom da je v primeru, ko je mogoče po zakonu izreči strožji ukrep, dopustno izreči tudi milejši ukrep, ki z zakonom ni izrecno predviden (argumentum major ad minorem), obsega pooblastilo za (popolno) prekinitev poslovanja tudi pooblastilo za omejitev poslovanja.

Pri odločanju o izbiri ukrepa je Agencija upoštevala zlasti namen ukrepa, in sicer preprečitev vzrokov za nastalo tržno neravnovesje, obrazloženo v 1. točki in podtočkah 1. točke. Ker je bil temeljni vzrok za nastanek "fenomena spirale" nesorazmeren priliv novih denarnih sredstev, je omejila obseg poslovanja na doseženem nivoju sredstev vzajemnih skladov. Z drugimi besedami povedano omejila je nove denarne prilive v velike vzajemne sklade, ki so bili vzrok za nastanek tržnega neravnovesja in s tem povezanih hudih motenj v transakcijah z vrednostnimi papirji.

Ker se v javnosti pojavljajo tudi očitki, da naj bi imel izpodbijani sklep retroaktivne učinke za obstoječe investitorje Agencija pojasnjuje: S sklepom nobeni od družb za upravljanje, katere skladi presegajo omejitev 3,5 mlrd tolarjev ni bilo naloženo, da opravi takojšnjo likvidacijo takšnih skladov. Do takšnega zaključka pa tudi ob pravno pravilni in korektni razlagi ni mogoče priti. S sklepom je namreč Agencija družbam za upravljanje, katerih skladi presegajo navedeno vrednost sredstev, samo prepovedala sprejemanje novih vplačil, nikakor pa jim ni naložila, da zmanjšajo vrednost sredstev pod navedeni znesek in s tem povzročijo likvidacijo večjih skladov. Ukrep ni retroaktiven, torej ne učinkuje na pravice obstoječih imetnikov investicijskih kuponov, saj v ničemer ne omejuje poslovanja družb za upravljanje in njihovega upravljanja z že obstoječimi sredstvi skladov. Sprejet pa je bil prav z namenom zagotoviti, da bi družbe za upravljanje z obstoječimi sredstvi skladov v interesu obstoječih imetnikov investicijskih kuponov lahko skrbno upravljale v skladu z določbami zakona o omejitvi in razpršitvi tveganj tako, da bi zbrana sredstva naložile v ustrezno razpršen portfelj vrednostnih papirjev.

Višina omejitve (3,5 mrd tolarjev) je bila določena ob upoštevanju, da tržna kapitalizacija delnic v borzni kotaciji (ki predstavljajo pretežni del naložb vzajemnih skladov) znaša 39 mrd tolarjev, in glede na to, da vzajemne sklade upravlja 11 družb za

upravljanje, ki jih je potrebno enako obravnavati (39 : 11 = 3,5).

3. Odgovor na predlog za izdajo začasne odredbe

Pobudnik utemeljuje, da naj bi bili podani naslednji razlogi za začasno zadržanje izvršitve izpodbijanega sklepa:

1/ kršitev enakopravnosti investitorjev, ki nimajo pravice vplačila v svobodno izbran investicijski sklad;

2/ izrazita negotovost na trgu, zaradi katere bi investitorji zahtevali izplačilo vrednosti investicijskih kuponov;

3/ prepoved novih vplačil poruši neravnovesje med smotrnim ravnanjem s sredstvi (plasiranje sredstev v vrednostne papirje) ter viri njihovega financiranja (preseka dotoka kapitala).

Skladno 39. členu Zakona o ustavnem sodišču ustavno sodišče lahko začasno zadrži izvrševanje samo, če bi zaradi njegovega izvrševanja nastale **težko popravljive škodljive posledice**. Takšne posledice pa zaradi izpodbijanega sklepa niso nastale, temveč je okoliščine, na katere se pobudnik sklicuje v utemeljitev predloga za začasno zadržanje povzročil pobudnik sam:

Ad1/ Kršitev enakopravnosti vlagateljev sama po sebi ni težko popravljiva škodljiva posledica in bi zato, tudi če bi bila podana ne utemeljevala začasnega zadržanja izvrševanja izpodbijanega sklepa. Izpodbijani sklep pa je bil sprejet prav z nasprotnim namenom, in sicer zagotoviti, da vsi vzajemni skladi poslujejo v skladu s pravili zakona, ki zagotavljajo omejitev in razpršitev ter ustrezno likvidnost naložb. Dodatni neto prilivi v vzajemne sklade Proficie Dadas pa so zaradi prej obrazložene naložbene politike te družbe za upravljanje povzročali dodatno nenormalno povečevanje tveganj povezanih z naložbami v te sklade in zato neenakopraven položaj investitorjev v te sklade v primerjavi s položajem investitorjev v druge sklade.

Ad2/ Izrazite negotovosti na trgu ni povzročil izpodbijani sklep Agencije saj (kot je bilo obrazloženo v 2. točki) z izpodbijanim sklepom ni povzročila potrebe po delni likvidaciji skladov oziroma takojšnji odprodaji dela sredstev. Takšno negotovost in posledično vznemirjenje investitorjev je z javni objavami, v katerih je očitno napačno prikazovala pravno pomembna dejstva, povzročila Proficia Dadas sama.

15-28.3.2
Vznemirjenje investitorjev je povzročila že s prvo javno objavo 28.3.1996 (Priloga 10), v kateri je obvestila, da prenaša sklade v začasno upravljanje družbe Priom zaradi "zaščite obstoječe premoženja", čeprav takšna "zaščita" obstoječega premoženja glede na zgoraj obrazloženo vsebino sklepa ni bila potrebna. Zlasti je

k paniki prispevala objava v tem oglasu, da do nadaljnega ustavlja izplačevanje investicijskih kuponov. K, dodatni negotovosti so prispevala nadaljnja očitno zavajajoča obvestila (Priloga 11 in 12), v katerih je investitorjem ponudila samo dve izbiri: soglasje, da upravljanje vzajemnih skladov prevzame družba Prioma oziroma takojšnjo likvidacijo skladov z dodatno vznemirjujočo navedbo, da bodo v slednjem primeru investitorji prejeli samo 20% vrednosti VEP.

Za nobeno od v javni objavi ponujenih alternativ ni ustreznega pravnega temelja, saj je upravljanje vzajemnih skladov mogoče prenesti samo na drugo družbo za upravljanje, ki ima za takšno upravljanje dovoljenje Agencije (primerjaj 46. - 48. člen ZISDU), pogojev za likvidacijo pa navedeni skladi ne izpolnjujejo (primerjaj 49. - 54. člen ZISDU).

Da bi zagotovila, da so vlagatelji korektno informirani, je Agencija objavila ustrezna pojasnila (Priloga 13).

Ad3/ Prepoved novih vplačil ne poruši ravnovesja med smotrnim upravljanjem s sredstvi in viri njihovega financiranja. Nova denarna vplačila obvezno pomenijo nakup novih vrednostnih papirjev (primerjaj 93. člen ZISDU), kar je druga oblika za povečana sredstev sklada. V primeru, če se nova plačila ne odrazijo na povečanju sredstev sklada, to pomeni, da se z denarjem investitorjev ne ravna gospodarno.

Pobudnik želi s tezo, da so za "stalno ravnovesje" potrebna nenehna nova vplačila, upravičiti financiranje odkupa enot, katerih vrednost (VEP) je povečana za izkazani nerealizirani kapitalski dobiček (dosežen z dvigom cen vrednostnih papirjev v portfelju na način, obrazložen v točki 1.2.2. in prilgi k tej točki), ki nima realnega gotovinskega pokritja.

Pobudnikova teza je napačna že iz prej obrazloženih razlogov. Nadalje pa je dolžnost družbe za upravljanje, da z ustreznimi naložbami v vrednostne papirje zagotavlja stalno likvidnost (vnovčljivost). Ena bistvenih značilnosti vzajemnih skladov, po kateri se razlikujejo od investicijskih družb, je obveznost družbe za upravljanje, da na zahtevo imetnika odkupi investicijski kupon (primerjaj 1. odst. 29. člena ZISDU). Po drugi strani pa imetnik delnice investicijske družbe takšne zahteve nima in niti družba za upravljanje ne sme odkupovati delnic investicijske družbe (primerjaj 13. člen ZISDU) niti investicijska družba ne sme odkupovati lastnih delnic (6. odst. 57. člena ZISDU). Iz navedenega razloga morajo biti naložbe vzajemnega sklada bolj likvidne, zaradi česar mora imeti investicijski sklad 75% svojih sredstev naloženih v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi, investicijska družba pa samo 60%

(1. odst. 94. člena ZISDU). Ob upoštevanju normalnega roka za vnovčenje likvidnih naložb (naložb v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi) je tudi določen 5 dnevni rok za izplačilo vrednosti investicijskega kupona, kadar imetnik takšen odkup zahteva (4. odst. 29. člena ZISDU).

Zaradi izvrševanja izpodbijanega sklepa tako zatrjevane škodljive posledice niso nastale. Pri tem Agencija še opozarja, da bi zaradi prej opisanega načina poslovanja vzajemnih skladov Proficie Dadas, v primeru zadržanja izvrševanja izpodbijanega sklepa nastajale nadaljnje škodljive posledice za trg vrednostnih papirjev in investitorje.

Glede na vse zgoraj obrazloženo Agencija predlaga, da Ustavno sodišče pobudo zavrne kot neutemeljeno.

Agencija za trg vrednostnih papirjev

direktor

mag. Igor Kušar

