



# poročevalec

DRŽAVNEGA SVETA REPUBLIKE SLOVENIJE

Ljubljana, 21. marec 2003

Letnik XI

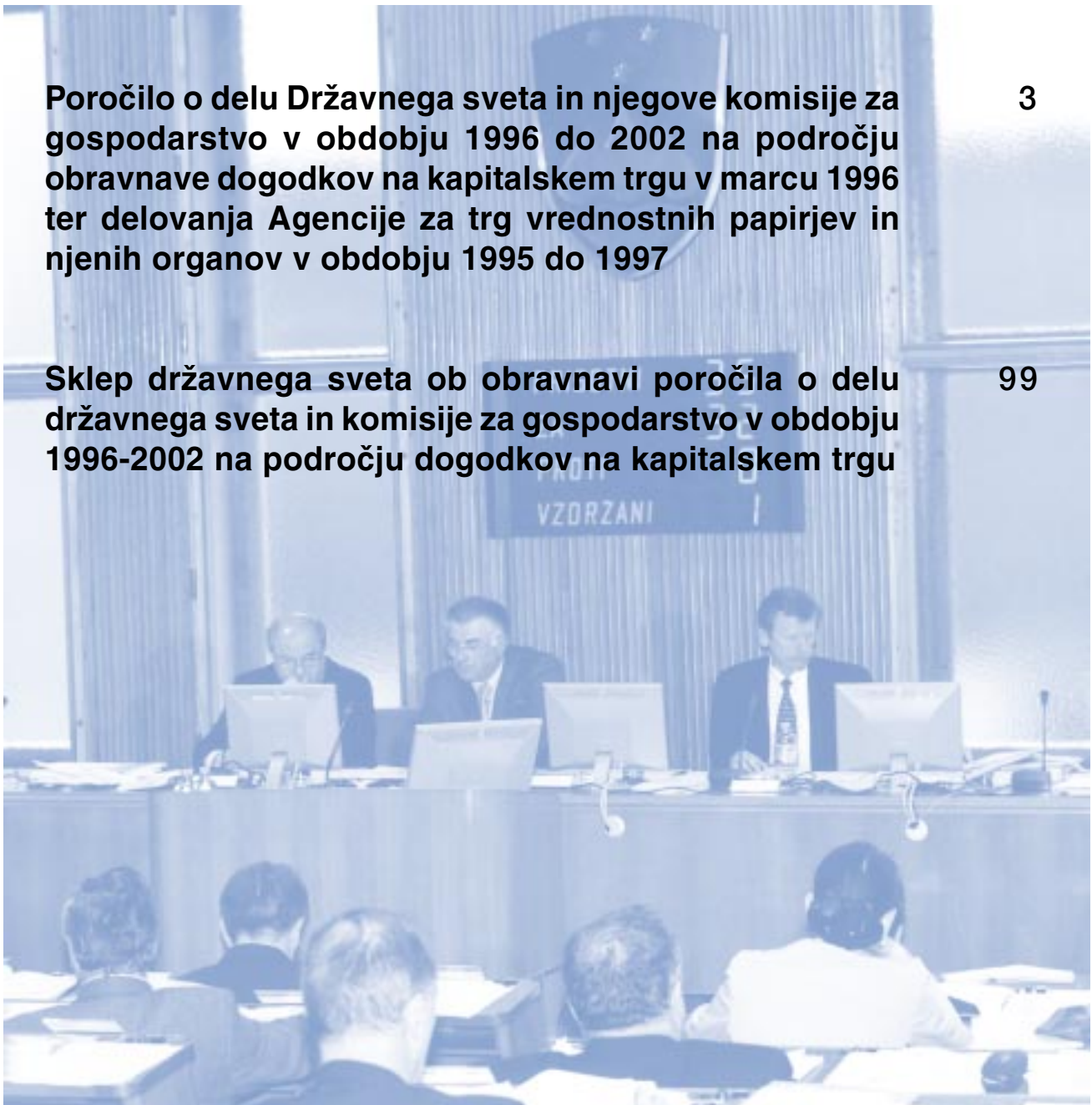
Št. 1

**Poročilo o delu Državnega sveta in njegove komisije za gospodarstvo v obdobju 1996 do 2002 na področju obravnave dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 ter delovanja Agencije za trg vrednostnih papirjev in njenih organov v obdobju 1995 do 1997**

3

**Sklep državnega sveta ob obravnavi poročila o delu državnega sveta in komisije za gospodarstvo v obdobju 1996-2002 na področju dogodkov na kapitalskem trgu**

99





DRŽAVNI SVET  
REPUBLIKE SLOVENIJE

# **POROČILO**

**o delu Državnega sveta in njegove Komisije  
za gospodarstvo v obdobju 1996 do 2002 na področju  
obravnave dogodkov na kapitalnem trgu  
v marcu 1996 ter delovanja Agencije  
za trg vrednostnih papirjev in njenih organov  
v obdobju 1995 - 1997**

Ljubljana, 4. 12. 2002

# KAZALO

<b>SEZNAM KRATIC .....</b>	<b>6</b>
<b>ZAKLJUČKI .....</b>	<b>7</b>
<b>POROČILO .....</b>	<b>9</b>
<b>POVZETEK POROČILA .....</b>	<b>9</b>
1. Obravnava kapitalskega trga in zaščite vlagateljev .....	9
2. Sklepi Strokovnega sveta Agencije 13. marca 1996 .....	9
3. Delovanje Agencije od 14. do 19. marca .....	10
4. Sklepi SS Agencije 20. 3. 1996 .....	11
5. Omejitev premoženja ne poveča števila različnih vrednostnih papirjev .....	11
6. Kršenje lastninskih pravic vlagateljev .....	12
7. Reševanje krize .....	12
8. Odgovornost državnih organov .....	13
<b>UVOD .....</b>	<b>13</b>
<b>PRAVNE OSNOVE .....</b>	<b>16</b>
<b>1. SPREJEMANJE ZAKONOV .....</b>	<b>17</b>
1.1 Razpršenost naložb .....	17
1.2 Prekinitev poslovanja investicijskih skladov .....	19
1.3 Delovanje skrbnika .....	19
1.4 Izvedeni instrumenti .....	20
1.5 Pripombe sekretariata DZ .....	20
<b>2. NESTROKOVNI SVET AGENCIJE .....</b>	<b>22</b>
2.1 Prepletanje strokovnega sveta z vodstvom Agencije .....	22
2.2 Neznanje nenadzorovanih "strokovnjakov" .....	23
<b>3. NEUSKLAJENOST Z ZAKONI .....</b>	<b>24</b>
3.1 Zavajanje javnosti .....	24
3.2 Samovoljna dejanja Agencije .....	25
3.3 Začasna dovoljenja .....	26
<b>4. MOTIVI IN POVOD ZA »UKREPE« .....</b>	<b>26</b>
4.1 Stanje na trgu .....	27
4.2 Podzakonski predpisi .....	28
4.3 Uničite Dadas! .....	29
<b>5. POSLEDICE ZLOMA .....</b>	<b>30</b>
5.1 Kratkoročne posledice .....	31
5.2 Dolgoročne posledice .....	31

<b>6. NEZAKONIT SKLEP .....</b>	<b>32</b>
6.1 Sklepi SS Agencije 13. marca 1996 .....	33
6.2 Na trgu ni bilo hudih motenj .....	35
6.3 Delna likvidacija skladov PD .....	36
6.4 Omejitev premoženja namesto prekinitve poslovanja skladov .....	37
<b>7. ZAVAJANJE JAVNOSTI .....</b>	<b>39</b>
7.1 Zavajajoče in neresnične trditve Agencije .....	39
7.2 Priliv sredstev na borzo .....	43
7.3 Priliv sredstev v vzajemne sklade PD .....	44
7.4 Gibanje tečajev in prometa na borzi .....	46
7.5 Rast sredstev vzajemnih skladov PD .....	47
7.6 Donosnost skladov .....	49
7.7 Tveganost naložb .....	50
7.8 Zaostajanje privatizacije .....	53
7.9 Iskanje pravne forme za prepoved prodaje kuponov vzajemnih skladov PD .....	53
7.10 Preoblikovanje vzajemnih skladov PD .....	54
<b>8. SKRIVANJE IN PONAREJANJE DOKUMENTOV .....</b>	<b>55</b>
8.1 Prikrivanje zaupnega dokumenta .....	55
8.2 Scenarij za uničenje PD z »de facto« likvidacijo vzajemnih skladov .....	57
8.3 Ponarejena listina .....	58
8.4 Zavajanje Strokovnega sveta in sodišča .....	60
8.5 Izigravanje zakona .....	61
8.6 Kredit Priomu .....	64
8.7 Zloraba pravne forme .....	66
8.8 Nezakonito ravnanje Agencije .....	68
8.9 "Spirala" neresnic .....	69
<b>9. REŠEVANJE KRIZE .....</b>	<b>71</b>
9.1 Prenos v skrbništvo .....	71
9.2 "Nezakonito in škodljivo poslovanje PD" .....	72
9.3 "Manipulacije VEP" .....	73
9.4 "Trgovanje med skladi" .....	75
9.5 Prepoved objavljanja VEP .....	76
9.6 Agencija ni hotela reševati premoženja investitorjev .....	77
9.7 'De iure' likvidacija skladov PD .....	78
<b>10. ZAVEDENA SODIŠČA .....</b>	<b>82</b>
10.1 Prevarani sodišči .....	84
10.2 Obnova postopkov .....	87
<b>11. ZLORABA NEUREJENEGA TRGOVANJA S SVEŽNJI .....</b>	<b>88</b>
11.1 Aplikacijski posli .....	88
11.2 Dokončna likvidacija skladov PD .....	89
11.3 Trgovanje s svežnji .....	91

**12. NEENAKOST PRED ZAKONOM ..... 91**

**13. KRŠENJE KAZENSKEGA ZAKONIKA ..... 92**

13.1 Zloraba osebnih podatkov .....	92
13.2 Neresnično prikazovanje dogajanj .....	93
13.3 Zloraba zaupanja .....	94
13.4 Lažne vsebine spisov .....	95
13.5 Zloraba notranjih informacij .....	96
13.6 Nevestno delo .....	97

## **SEZNAM KRATIC**

ABH.....	Abančna borzno-posredniška hiša
ATVP .....	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BPD.....	borzno-posredniška družba
BTC .....	Blagovno trgovski center Ljubljana
Dadas BPH	Borzno-posredniška hiša Dadas
Dadas PS ...	Poslovni sistem Dadas d.d.
DS .....	Državni svet
DZU.....	družba za upravljanje
EEC.....	Evropska gospodarska skupnost
EUR .....	evro
KBM .....	Kreditna banka Maribor
KDI .....	Kmečka družba Investments
KZ .....	kazenski zakonik
MKZ.....	Mladinska knjiga založba d.d..
NLB .....	Nova ljubljanska banka
OTC.....	"prosti trg" delnic (ne ustreza strokovni definiciji)
PD .....	Proficia Dadas d.o.o.
PDU.....	Pooblaščen družba za upravljanje
PID.....	pooblaščen investicijska družba
RS .....	Republika Slovenija
SBI .....	slovenski borzni indeks
SEC.....	Securities and Exchange Commission, ZDA
SIT.....	slovenski tolar
SKB.....	SKB banka
SS .....	Strokovni svet Agencije za trg vrednostnih papirjev
TVP.....	trg vrednostnih papirjev
UL .....	Uradni list
USD.....	dolar ZDA
VEP.....	vrednost enote premoženja
VP .....	vrednostni papir(ji)
ZISDU .....	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, UL RS 6/1994
ZOR.....	Zakon o obligacijskih razmerjih, UL SFRJ 29/78, 39/85, 2/89, 57/89; UL RS 45/95
ZTVP.....	Zakon o trgu vrednostnih papirjev, UL RS 6/1994

## ZAKLJUČKI

1. Kakovost zakonov s področja regulacije kapitalskih trgov je bila slaba, strokovno utemeljene evropske smernice niso bile vgrajene v zakone, čeprav je predlagatelj to obljubljal. Agencija za trg vrednostnih papirjev (Agencija) in nekateri državni organi so z nezakonitim in nestrokovnim delom povzročili več sodnih sporov, odgovornosti pa ne želijo sprejeti.
2. V Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) naj se vgradijo strokovne izkušnje, zapisane v evropskih direktivah in mnenja strokovnih služb Državnega zbora (DZ) ob sprejemanju teh zakonov.
3. Zakoni naj dovolj razumljivo in strokovno uporabljajo pojem »vzajemni sklad«, da ne bodo povzročali zmede na področju investiranja in s tem povezane pravne prakse.
4. V novi zakon o parlamentarni preiskavi naj se vnese določilo, da Državni svet (DS) delegira svojega člana preiskovalne komisije, če je DS pobudnik preiskave.
5. Normalno investiranje preko primarnega kapitalskega trga pri nas ne deluje, nova delovna mesta se posledično ne odpirajo v možnem obsegu, sekundarni trg pa je služil večinoma močnim finančnim institucijam za preraždeljevanje premoženja na račun malih delničarjev.
6. Agencija je »umetno« zniževala cene delnic na trgu in je tik pred borznim prihodom vala privatizacijskih delnic marca 1996 prepovedala vplačila v največje vzajemne sklade, zato se je znatno zmanjšalo povpraševanje na trgu, cene delnic pa so padle na izjemno nizke nivoje.
7. Agencija je s svojim delovanjem spomladi 1996 povzročila polletni borzni zlom, realizirane kapitalske izgube vzajemnih skladov in izgubo premoženja vlagateljev v skladih Proficie Dadas (PD), ki jih je Agencija preoblikovala v nefunkcionalne, izplačilno razprodajne tvorbe in nezakonito izvršila njihovo »de facto« likvidacijo - le brez zakonskih zaščitnih ukrepov za vlagatelje.
8. Posledica agencijskega delovanja so bili nerazvit kapitalski trg in odkupi delnic po nerealno nizkih cenah za »elito«, ki je na ta račun obogatela. Agencija je objektivno delovala predvsem v interesu tega ozkega kroga, ne pa v javnem interesu.
9. Agencija je kršila celo vrsto ustavnih in zakonskih določil ter mednarodnih konvencij, kar je podrobneje navedeno v Poročilu.
10. Vsebinskega nadzora nad delovanjem Agencije ni bilo.
11. Agencija je v eni osebi združevala preiskovalca, izvedenca, tožilca, sodišče in eksekutorja, kar je dobra podlaga za vsakovrstne zlorabe javnih pooblastil. Agencija praktično ni mogla nikdar izgubiti, žrtev pa vedno. Agencija naj postane enakopravna stranka v postopku.

12. Agencija je parlamentarni preiskovalni komisiji in sodiščem prikrla ključne dokumente, ki pojasnujejo njeno odločanje in konstrukte marca 1996: Zapisnik 4. seje Strokovnega sveta Agencije (SS), Predlog sklepov v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Proficia Dadas, analizo »Možni ukrepi v zvezi s nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas« s štirimi prilogami, zapisnik izredne seje SS 28. 3. 1996.
- 13 Agencija je pogosto uporabljala konstrukte, npr. »trgovanje med skladi«, kjer naj bi vzajemni skladi trgovali med seboj in tako manipulirali VEP navzgor, čeprav je logično, da ob stalni knjigovodski vrednosti nekotirajoče prednostne delnice v portfelju lahko en sklad zasluži le toliko, kot drugi izgubi. Če so vsi skladi hkrati zaslužili ali izgubili, je to jasen dokaz, da niso trgovali medsebojno, temveč z drugimi kupci in prodajalci.
14. Ljubljanska borza pred ukinitvijo borznih sestankov ni izdelala sistema za elektronsko trgovanje svežnjev delnic. Agencija ni opozorila na tako stanje, temveč ga je celo čez pol leta izrabila za odvzem dovoljenja Dadasu BPH.
15. Na področju delovanja kapitalskih trgov sta (bili) prisotni uničujoča hiperregulacija in oholost oblastnih organov ob hkratnem neupoštevanju strokovnega znanja in neformalne izobrazbe ter praktičnih izkušenj. Kot iluzija se je izkazalo pričakovanje, da so ugledni strokovnjaki in ljudje z visokimi stopnjami formalne izobrazbe sami po sebi garancija za uspešno delovanje kapitalskega trga in investiranja, ki ju v preteklih desetletjih v Jugoslaviji niso prakticirali.



# POROČILO

## POVZETEK POROČILA

### 1. Obravnava kapitalskega trga in zaščite vlagateljev

Poročilo je sprejel Državni svet Republike Slovenije (DS) in povzema zaključke obravnave v DS, ki se je v obdobju 1996 do 2002 odvijala v DS, zlasti v okviru Komisije za gospodarstvo DS na področjih kapitalskega trga, zakonske ureditve, nadzora trga, delovanja Agencije za trg vrednostnih papirjev (Agencija), zaščite malih vlagateljev ipd. Komisija DS za gospodarstvo je spomladi 1996 prejela pobude in analize, ki so nakazovale, da kapitalski trg ne deluje tako, kot bi moral, da je Agencija za trg vrednostnih papirjev zlorabila javna pooblastila, da so bile kršene lastninske pravice vlagateljev, da zakonodaja s tega področja nima vgrajenih nekaterih ključnih določil, ki so sicer običajna v evropskih in drugih razvitih državah, da uporaba pojma »vzajemni sklad« ni vedno pravno in strokovno dosledna itd. Pravne osnove obravnave temeljijo na Ustavi, Zakonu o DS in Poslovniku DS.

Sprva obravnava v okviru Komisije ni odgovorila na zastavljena vprašanja, ker so bile precej nejasne okoliščine delovanja kapitalskega trga in institucij. Zato je DS sprožil tudi parlamentarno preiskavo, ki naj bi ugotovila odgovornost nosilcev javnih funkcij za dogodke na kapitalskem trgu, vzroke, okoliščine in posledice dogodkov, morebitno odgovornost Agencije, vsebino, kakovost in obseg nadzora nad Agencijo in morebitno izpolnjevanje obveznosti Ljubljanske borze. Predstavniki DS so predlagali Preiskovalni komisiji svoje sodelovanje in še naprej zbirali gradiva, ki bi pojasnila okoliščine, vzroke in dogodke na kapitalskem trgu, zlasti še, ko je postajalo očitno, da Preiskovalna komisija zaradi blokad ne bo zaključila svojega dela. Zaradi volitev se je Preiskovalni komisiji iztekel mandat, svojega dela pa ni dokončala. Predloženo Poročilo DS-u temelji na zbranem gradivu in dokazuje, da je bila zahteva za uvedbo parlamentarne preiskave upravičena, da so bili kršeni zakoni, ustava in mednarodne konvencije, da so nosilci javnih pooblastil zlorabili svoja pooblastila, da so bila sodišča zavedena, da ni bilo vsebinskega nadzora nad Agencijo in da so oblastni organi kršili lastninske pravice vlagateljev.

### 2. Sklepi Strokovnega sveta Agencije 13. marca 1996

Problematika vlagateljev v skladih, ki jih je upravljala Proficia Dadas (PD) je bila še posebej žgoča in je razumljivo, da je Komisija za gospodarstvo DS v začetku aprila 1996 začela obravnavo prav s to temo. Glede problematike vzajemnih skladov PD izhaja iz zbranih gradiv, da je Strokovni svet Agencije (SS) na svoji 4. seji 13. 3. 1996 pod 7. točko **»Odločanje o posamičnih zadevah«** obravnaval eno samo temo: Družbo za upravljanje (DZU) PD. Vodstvo Agencije je v pisni obliki predlagalo Strokovnemu svetu pet sklepov »v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Proficia Dadas«. Predlog tretjega sklepa naj bi sankcioniral te »nepravilnosti«: »Prepovedo se nadaljnje prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov, dokler DZU ne uskladi poslovanja in naložb...«. V primeru nepravilnosti pri poslovanju DZU-ja je imela agencija po zakonu sledeče možnosti:

- izdati odredbo o odpravi nepravilnosti z določenim rokom;
- izreči denarno kazen DZU-ju (ne vzajemnim skladom!);
- pričeti postopek za odvzem dovoljenja za poslovanje DZU, zlasti, če nepravilnosti ne bi bile odpravljene v roku.

Zakon ni dopuščal prepovedi prodaje kuponov v primeru »ugotovljenih nepravilnosti pri poslovanju DZU«. Izvedba tega sklepa bi preoblikovala običajne vzajemne sklade »odprtega tipa« v nefunkcionalne, enostransko zaprte, zgolj razprodajno-izplačilne tvorbe, ki naj bi denar neprekinjeno le izplačevale, vplačila pa imele ustavljena. Dejansko bi bilo tako preoblikovanje le protizakonita, prikrita likvidacija premoženja vzajemnih skladov, ki so bili v lasti vlagateljev. Likvidacija bi potekala ob popolni odsotnosti zakonsko predpisane zaščite premoženja vlagateljev. Strokovni svet se je odločil prepovedati nadaljnje prodaje kuponov, čeprav je vedel, da je predlagani sklep brez pravne osnove. Zato je naročil Agenciji, naj poišče možne pravne temelje, na katerih bi lahko realizirali sprejeto nezakonito odločitev, in preložil nadaljevanje seje za en teden.

SS je hkrati sprejel tudi prva dva predlagana sklepa, ki ju je Agencija realizirala takoj naslednji dan. Napisala je »Sporočilo za javnost«, v katerem pa ni sporočila, kakšno nezakonito odločitev je sprejela, temveč je skušala kar najbolj očrniti vzajemne sklade Proficie Dadas in zavajati javnost z neresničnimi navedbami. PD-ju je izdala tudi odredbo za odpravo pomanjkljivosti, del v roku 8 dni, ostale brez določenega roka.

### 3. Delovanje Agencije od 14. do 20. marca

Do nadaljevanja 4. seje SS je morala Agencija iznajti pravno utemeljitev za 13. 3. 1996 sprejeto odločitev o prepovedi nadaljnjih prodaj kuponov v sklade neke določene DZU. Pravna utemeljitev te odločitve ni bila možna, ker zanjo **ni bilo zakonske podlage**. Zato si je Agencija izmislila drugega krivca za ukrepanje: »kapitalski trg«, na katerem naj bi zaradi počasne privatizacije domnevno nastale bodoče »hujše motnje pri poslovanju vzajemnih skladov«. Za sejo SS 20. marca je pripravila dokument »Možni ukrepi v zvezi s nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas« s štirimi prilogami (»Možni ukrepi«). Zaupni dokument sicer priznava, da hudih motenj ni bilo, opisuje pa podroben načrt, kako bi realizirali 13. marca sprejeto, nezakonito odločitev o prepovedi prodaje kuponov skladov PD. Ta dokument je Agencija prikrla sodiščem, javnosti in preiskovalni komisiji Državnega zbora. Očitno je želela izigrati vzajemne sklade PD in zlorabiti 112/3. člen ZISDU, ki sicer omogoča prekinitev poslovanja vzajemnih skladov za določen čas, če so vsaj hujše motnje na finančnem trgu, ne omogoča pa posega v lastninske pravice vlagateljev in v njihovo premoženje.

V vmesnem času, do nadaljevanja 4. seje SS, je Agencija napisala še en osnutek odredbe, naslovljen na PD. Osnutek druge odredbe je Agencija napisala potem, ko je PD že prejela prvo odredbo in je na Agencijo že poslala obvestilo, da je pričela z odpravljanjem pomanjkljivosti. V drugo odredbo so večino zahtev prepisali iz prve, dodali pa so rok 60 dni in pravni pouk: »Proti tej odredbi ni posebne pritožbe.« Odredba je zahtevala od PD izpolnitev radikalne spremembe strukture naložb v roku, ki ga tudi nobena druga DZU ne bi mogla izpolniti (in ga nobeni drugi vse do danes tudi ni bilo potrebno). Taki roki so bili postavljeni v nasprotju s pravili za izdajanje začasnih dovoljenj iz oktobra 1995 namenoma, da jih PD ne bi mogla

izpolniti. Agencija je v »Možnih ukrepih« že predvidela postopek za odvzem dovoljenja PD, če ne bo ravnala v skladu z drugo odredbo. Potek postopka je Agencija podrobno opisala in izdelala terminski plan odvzemanja dovoljenja že v času, ko druga odredba niti ni bila sprejeta, kaj šele odposlana. Cilj Agencije je bil očitno odvzem dovoljenja DZU PD, druga odredba pa je bila potrebna zato, da je postavila »nemogoče« roke in zahteve tako, da jih PD ne bi mogla izpolniti.

Napisala je tudi predlog sklepa, po katerem bi vsem DZU-jem prepovedali preseganje skupnih sredstev vzajemnih skladov nad 3 mrd SIT. Tistim, ki so ta limit že presegali naj bi prepovedali sprejemati nova vplačila. Agencija je »spregledala«, da DZU-ji zgolj upravljajo vzajemne sklade, ki so v lasti vlagateljev (22/1. člen ZISDU).

#### **4. Sklepi SS Agencije 20. 3. 1996**

SS je 20. marca 1996 sprejel »*Sklep o določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna družba za upravljanje*« (v nadaljevanju »Sklep«), ki je dejansko omejil skupno premoženje vlagateljev na 3,5 mrd SIT, če te sklade upravlja ista DZU in prepovedal nadaljnja vplačila v tiste sklade, ki so že presegli limit. Roka veljavnosti odredbe po 112/3. členu ZISDU Sklep ni vseboval, čeprav ga zakon izrecno zahteva. To nezakonitost je Agencija odpravila po Sklepu Ustavnega sodišča šele 20. junija 1996, ko so skladi PD že realizirali znatne kapitalske izgube. Agencija je nezakonito omejila premoženje vlagateljev in izvedla delno likvidacijo skladov PD, v katerih so vlagatelji takrat že zbrali za 5,9 mrd SIT premoženja. V odgovoru sodišču se je 10. aprila 1996 Agencija sprenevedala, da »*nobeni od družb za upravljanje, katere skladi presegajo omejitvev 3,5 mrd tolarjev ni bilo naloženo, da opravi takojšnjo likvidacijo takšnih skladov.*« Dejstvo pa je, da je Agencija omejila premoženje vlagateljev, izvedla delno likvidacijo skladov, onemogočila zaščitne ukrepe za vlagatelje pri taki likvidaciji, in da je odvzela lastninske pravice vlagateljem, ki so jih slednji že prej pridobili po zakonu in pogodbah o nakupu investicijskih kuponov.

Hkrati je zasedal tudi senat Agencije v isti sestavi kot sam SS. Sprejel je še drugo odredbo o odpravi pomanjkljivosti, naslovljeno na PD z izrecno zahtevo o radikalni »spremembi« naložb na 5 % deleže posamičnih vrednostnih papirjev (VP) z rokom 60 dni. V tistem času je že prvih deset najbolj prometnih delnic pokrilo 93 % borznega prometa, za realizacijo zahteve pa bi potrebovali vsaj 20 likvidnih vrednostnih papirjev.

#### **5. Omejitev premoženja ne poveča števila različnih vrednostnih papirjev**

SS Agencije je omejil višino premoženja vlagateljev v skladih PD na skoraj polovično vrednost, ker je ugotavljal, da imajo »*skladi Proficie Dadas skoncentriranih 40 % vrednosti portfelja v štirih do petih papirjih.*« Agencija pa je »pozabila« zapisati, da so imeli podobne deleže tudi drugi skladi. V naslednjih letih so bili ti deleži pogosto še večji in po Evropskih direktivah sploh niso bili problematični. Delež 40 % v petih papirjih pomeni, da ima vsak od njih povprečno po 8 %. Deleži posamičnih VP tudi po 9 % ali 10 % so bili normalni, čeprav je veljal še vedno 95. člen ZISDU. Očitno je Agencija uporabila za sklade PD prvi odstavek, ki je pisal o največ 5 % deležih, za druge pa je dopuščala drugi odstavek, ki je pisal o 10 % deležih za kotirajoče delnice. Opozoriti je treba, da je bilo na borzi v naslednjih letih mnogo več različnih vrednostnih

papirjev in bi lahko šele tedaj dosegali tako nizke deleže, kar pa ekonomsko ne bi bilo smiselno, zato so imeli vsi skladi po več deležev delnic preko 5 %.

Če ima 10 različnih avtomobilskih znamk enake tržne deleže, vsaka po 10 %, nikakor ne pomeni, da bi z omejitvijo premoženja, namenjenega za nakupe avtomobilov, znižali te tržne deleže. Oblastni sklep o polovični vrednosti nakupov avtomobilov ne bi znižal tržnih deležev na 5 %, število avtomobilskih znamk pa ne bi povečal na 20. Tržni deleži bi ostali enaki. Pri delnicah v portfelju je podobno. Agencijska utemeljitev sklepa, po katerem bi morala PD znižati premoženje skladov od 5,9 mrd na 3,5 mrd SIT je bila nelogičen konstrukt. Na trgu je bilo največ deset likvidnih delnic in znižanje premoženja vlagateljev na polovično vrednost ni moglo podvojiti števila likvidnih delnic in ni prepolovilo njihovih tržnih deležev na borzi in deležev v portfeljih skladov.

## 6. Kršenje lastninskih pravic vlagateljev

Vlagatelji so vplačevali v vzajemne sklade PD tako, da so sklenili z DZU PD »Pogodbo o vplačilu«, katere **sestavni del** so tudi »Pravila upravljanja vzajemnega sklada«, in z virmanom izvršili vplačilo. Pogodbeno je bilo določeno premoženje, katerega lastnik je bil vlagatelj - podpisnik pogodbe. Iz pogodbe izvirajoče lastninske pravice vlagatelja sta med drugim zagotavljala z zakonom usklajena »Postopek likvidacije vzajemnega sklada« (9. točka Pravil) in »Postopek za spremembo pravil upravljanja« (7. točka Pravil). Agencija je izvedla nezakonit postopek likvidacije skladov in spremembo pravil upravljanja, ki jih določa tudi ZISDU (členi 25., 50. do 53. in 45.). Vzajemni skladi PD so bili pogodbeno določeni kot običajni »odprti vzajemni skladi«, ki stalno sprejemajo vplačila, oz. vpisujejo kupone (5. točka) in tudi stalno izplačujejo vrednosti kuponov oz. jih odkupujejo (6. točka). Prepoved prodaje kuponov je odvzem lastninskih pravic vlagateljev iz 5. točke Pravil. 28. marca je Agencija prepovedi vplačil v sklade PD dodala še sklep o prepovedi objavljanja vrednosti enote premoženja (VEP), čeprav je javna objava VEP zakonsko predpisana in tudi pogodbeno pridobljena pravica (4. točka Pravil). Na ta način pa je dokončala »de facto« likvidacijo skladov in odvzela še eno lastninsko pravico, pridobljeno po 9. točki (»Postopek likvidacije«). Agencija je na ta način odvzela pogodbene lastninske pravice vlagateljev v točkah 4 do 7 in 9. Hkrati je kršila tudi ZISDU, ki določa poseben postopek likvidacije in ustrezno zaščito vlagateljev, npr. objavo sklepa o likvidaciji, ustavitev izplačil itd.

## 7. Reševanje krize

Nelikvidnostno krizo skladov in borze, velike padce cen delnic, visoke realizirane kapitalske izgube skladov in izgubo premoženja vlagateljev je inscenirala Agencija, ki je imela javna pooblastila, pa jih ni uporabljala v javnem interesu vlagateljev v vzajemnih skladih, zlasti tistih v skladih PD. Krizo so bili prisiljeni reševati DZU in vlagatelji, kakor so vedeli in znali. Agencija je tudi prikriovala informacije, npr. tisto, da namerava procesirati tudi Dadas BPH. Vlagatelje je zavajala, češ, da je premoženje skladov PD v družbi Dadas PS d.d., čeprav to ni bilo res. Očitno jih je zmanipulirala, da so se samo mesec dni pred pričetkom postopka za odvzem dovoljenja BPH-ja pogodbeno vezali na Dadas PS d.d.

DZU PD je zelo hitro našla in Agenciji tudi predlagala drugo DZU, ki bi prevzela polovico skladov, tako da limit ne bi bil več problematičen, pa Agencija tega predloga sploh ni hotela obravnavati. Zakaj, je očitno. Ne bi uresničila zastavljena cilja: odločitev o prepovedi vplačil in likvidacija skladov PD ne bi bila realizirana. Na koncu so ostale velikanske realizirane kapitalske izgube, Dadas PS d.d. brez utečenega predmeta poslovanja in večtisočglava množica oškodovanih vlagateljev, skupno premoženje vseh skladov v državi pa se je zmanjšalo za 73%.

## 8. Odgovornost državnih organov

Izkazalo se je, da je za razumevanje obravnavanih dogodkov potrebno poseči nazaj, vse do leta 1994 in pregledati postopek sprejemanja zakonov, ZISDU in ZTVP, ki nista upoštevala strokovnih rešitev evropskih smernic, nista upoštevala mnenja pravnih strokovnjakov itd.

Predloženo Poročilo prihaja do zelo podobnih zaključkov kot Študijsko srečanje slovenskih pravnikov oktobra 2002 v Portorožu. Predsednik države Milan Kučan je omenil pomanjkljivo pravno delovanje države pri nas. Ugotavljal je, da »mora vsak državni organ, ki pripravlja katerikoli pravni akt, sprejeti polno odgovornost za njegovo skladnost z ustavo« ter da »država celo sama (bodisi s svojo nepravočasno dejavnostjo bodisi z nezakonitim delovanjem svojih organov) povzroča sodne spore«. Pravniki so prišli do podobnih zaključkov kot Poročilo: »Nezadovoljstvo zaradi nedvomno slabe kakovosti predpisov, ki jih je v zadnjem desetletju sprejemal slovenski zakonodajalec...« Upravičeno je pritrditi dr. Šinkovcu, ki je poudaril »načelo samoomejevanja normodajalcev« in kritiziral »ravnanje, nasprotno javnemu, splošnemu interesu, kjer se skušajo uveljaviti strankarski ali ožji skupinski interesi v obliki zakulisnega ravnanja, spletkarjenja in najpogosteje lobiranja s strani gospodarsko močnejših subjektov«.

## UVOD

Pričujoče poročilo je napisano na podlagi šestinpol-letnega raziskovanja dogajanj pred, med in po zlomu borznega trga v letu 1996. Vsebuje kršitve Ustave RS, zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU, UL RS 6/1994), zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP, UL RS 6/1994), zakona o obligacijskih razmerjih (ZOR, UL SFRJ 29/1978, 39/1985, 2/1989, 57/1989; UL RS 45/1995), kazenskega zakonika Republike Slovenije (KZ), Splošne deklaracije človekovih pravic (OZN, 1948) in Konvencije o varstvu človekovih pravic in temeljnih svoboščin Sveta Evrope (Konvencije, UL RS-MP 7-41/1994, RS 33/1994), ki jih je storila Agencija (za trg vrednostnih papirjev) pred, med in po zlomu borznega trga. Dokumenti so bili zbrani v javnih medijih, v arhivu družbe za upravljanje (DZU) Proficia Dadas (PD), v Državnem svetu, zlasti potem ko je Agencija v letih 1997 - 2001 poslala Državnemu svetu bistveni del dokumentacije, v razgovorih s pričami in z upoštevanjem tujih izkušenj.

Državni svet (DS) je na osnovi predhodno zbranih dokumentov in opravljenih analiz, brez enega samega glasu proti, 19. 11. 1997 zahteval uvedbo parlamentarne preiskave (PP) o vzrokih, okoliščinah in posledicah dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996. Ugotovila naj bi morebitno odgovornost Agencije v letih 1995 do 1997, ki jo je Državni zbor 4. 3. 1998 razširil še na sum zlorabe javnih pooblastil. Preiskovalna komisija (PK) Državnega zbora (DZ) se je obotavljaše lotila dela. Vsebinsko je začela delati šele slabih 11 mesecev po sprejetju zahteve

v DS. V primerjavi z drugimi PK se je sestajala zelo neredno, vsake 2 - 3 mesece.

DS je 22. 7. 1998 določil državnega svetnika, prof. dr. Vodopivca za predstavnika DS pri obravnavi zahteve na seji DZ in njegovih teles, da bi kontaktiral z DZ in mu posredoval argumente, prof. dr. Glavič in M. Novšak sta bila določena kot izvedenca, ki naj bi sodelovala na sejah parlamentarne komisije v zvezi s parlamentarno preiskavo.

Zaradi odstopa predsednika Petroviča in imenovanja novega, ki ni postal dotedanji podpredsednik PK, se leta 1999 ni sestala 8 mesecev. V začetku leta 2000 se je začela sestajati mesečno, vendar ji je zaradi dveletnega oklevanja zmanjkalo časa. Od vsega 14 sej je bila tako prva konstitutivna, 2 korespondenčni, 5 zaprtih za javnost in skupaj 7 zaprtih za predstavnike DS. Ker je PK v nasprotju z mnenjem Ustavnega sodišča (US) o praviloma odprtih sejah največ delala na zaprtih sejah, z eno izjemo (2. seja PK, 8. 10 1998) ni prišlo do soočenja argumentov in s tem tudi ne do popravljanja napak PK. Na dveh od štirih odprtih sej so predstavniki DS lahko predstavili vsebinske razloge za sproženje PP.

PK dejansko ni preiskovala, temveč se je omejila na poslušanje "prič" iz DS, tj. predstavnikov DS in "prič" iz Agencije, tj. potencialnih preiskovancev. PK je sicer poslušala dokazila predstavnikov DS, vendar se je dejansko odrekla raziskovanju. V tajnosti je, še pred "pričanjem" predstavnikov DS in drugih prič, določila 6 vprašanj, ne najbolj primernih, da bi jih preučila in dala o njih mnenje dva izvedenca DZ, eden iz pravne in drugi iz ekonomske stroke. PK je določila domača izvedenca DZ, dr. Zdenko Prohaska in dr. Bojana Zabela, čeprav je predsednik PK po 4. seji PK zagotavljal, da bodo zaradi vpletenosti domačih strokovnjakov angažirali kot izvedenca tujega strokovnjaka. Eden od izvedencev DZ je bil kot docent na Ekonomski fakulteti pod očitnim vplivom takratnega prodekana te fakultete, prof. dr. Dušana Mramorja, predsednika Strokovnega sveta Agencije (SS), drugi je bil v preiskovanem obdobju kot predsednik senata Častnega razsodišča Ljubljanske borze v zadevi Dadas BPH aktivni udeleženec preiskovanih dogodkov.

Oba izvedenca Državnega zbora sta pokazala dokaj slabo poznavanje stroke investiranja. Poročilo je bilo napisano izrazito enostransko in nekritično, nasprotna stališča v njem niso bila upoštevana. Izvedenca DS, dr. Peter Glavič in Miran Novšak sta 6. 9. 2000 napisala kritiko predloženega poročila, v katerem sta ugotovila, da je Agencija ravnala v nasprotju z zakoni in da v poročilu niso bili obravnavani vsi relevantni dokumenti. PK sta predložila (leta 1996 še zaupni) dokument, ki je dokazoval, da 20. 3. 1996 ni bilo izrednega stanja. V njem je bil zapisan scenarij varanja Ustavnega sodišča, zunajzakonske likvidacije vzajemnih skladov Proficia Dadas (PD) in terminski načrt izvedbe vseh teh zlorab javnih pooblastil. Na osnovi dokumentov in omenjene kritike poročila predstavnikov DS je PK predlog "Končnega poročila" na svoji zadnji seji soglasno zavrnila.

Oravnava v DS je pokazala, da je Agencija zlorabila javna pooblastila, da je v prvem polletju 1996 ravnala strokovno nepravilno, uničujoče za kapitalski trg in za domače varčevanje te vrste. Uničenega je bilo dve tretjini kapitala vzajemnih skladov, ki naj bi bili tudi osnova pokojninskega varčevalnega sistema. Povzročena je bila nepopravljiva škoda delničarjem nekaterih družb (Dadas, Primofin, MK-Založba, Finmedia), skupaj okoli 20 milijard tolarjev po cenah iz marca 1996. Nepopravljiva škoda je bila povzročena gospodarstvu, ki je praktično

prenehalo izdajati delnice na primarnem trgu. Posledično se niso odpirala nova delovna mesta brezposelnim državljanom. Vzajemni skladi se niso razvili tako, kot so se v drugih srednjeevropskih državah, zato danes ne morejo odkupovati bank in drugega državnega premoženja. Velika škoda je bila povzročena tistim certifikatskim delničarjem, ki so v letih po zlomu borze prodajali svoje papirje znatno pod ceno, ki bi jo sicer lahko dosegli. Veliko delnic je od septembra 1996 do februarja 1997 prišlo po zelo nizkih cenah v roke tujcev, klientele in dobro obveščenih oseb, ki so za te nakupe jemale kredite v bankah. Vse do leta 2001 si borzni trg od tega udarca ni opomogel. S tem je bil v Sloveniji otežen prehod v nov družbenoekonomski sistem.

DZ je po ZTVP nadzornik Agencije, zato bi ga morala kršenja zakonov in ustave ter ekonomsko škodljivo delovanje Agencije zanimati. Žal je bilo med PK stalno čutiti močan podtalni pritisk protagonistov afere iz agencije na člane PK, zlasti na člane LDS. To je predstavniku DS potrdila sekretarka PK, Marinka Drenovec. Protagonisti so dvakrat skušali na hitro spraviti poročila Agencije za leta 1995 - 1997 skozi DZ. Septembra 2000 so hoteli PK napeljati, da bi na hitro sprejela mnenja "izvedencev" DZ, ki jih je na 4. seji, za javnost zaprti, naročila PK; na seji PK soglasno zavrnjeno končno poročilo je bilo podtaknjeno v poročilo o poteku preiskave in objavljeno v Poročevalcu DZ št. 78 od 12. 9. 2000 (str. 39 - 49) - šele skrbno branje na koncu poročila odkrije, da gre za zavrnjeno poročilo.

Vse raziskovanje se je zato osredotočilo na delo predstavnikov DS, ki so pregledali pridobljene, zelo pomembne dokumente Agencije, Banke Slovenije, Ljubljanske borze in Vlade RS. S pridobljenimi in javnimi viri so uspeli dokumentirati potek dogodkov in razložiti dogajanja. PK je od Agencije pridobila gradivo in ga zapečatila, zato DS-u ni bilo dosegljivo. DS tako ni dobil vseh dokumentov, pridobil pa jih je večino, zlasti najpomembnejše. PK ni soočila potencialnih preiskovancev teh dogodkov (prof. dr. Dušana Mramorja, doc. dr. Nine Plavšak, mag. Igorja Kušarja) z dokazili obravnave v DS.

Agencija je leta 2002 žal odklonila nadaljnje sodelovanje z Državnim svetom in sporočila, da pošilja DS samo tista pojasnila in podatke, ki so splošno znani oz. so del javnih registrov. Priznala je (točki II. in III. dopisa od 26. 2. 2002), da so v gradivu parlamentarne komisije in v njenem arhivu še dodatna gradiva zaupne narave, ki Državnemu svetu niso bila poslana. Preprečitev dokazovanja je med drugim kaznivo dejanje (290. člen KZ). Če bi Agencija delala strokovno in ne bi zlorabila javnih pooblastil, ji prikrivanje dokumentov ne bi bilo potrebno. DS je od Agencije ponovno zahteval manjkajoče dokumente. Če bi bili dostopni, bi bila analiza in poročilo še popolnejša.

DS zaradi neuspešnosti PK in zaradi uspešne aktivnosti svojih predstavnikov sprejema to poročilo o kršenju ustave in zakonov RS ter mednarodnih konvencij s strani nosilcev javnih pooblastil. Zbrano gradivo dokazuje, da je SS Agencije 13. 3. 1996 odločal brez pravne osnove, 20. 3. 1996 pa na osnovi lažno prikazanega dejanskega stanja in da je vodstvo Agencije sodiščem in DZ prikrielo nekatera gradiva oz. predrugačilo in ponaredilo nekatere pravne listine (gradivo za 4. sejo Strokovnega sveta Agencije, 13. in 20. 3. 1996, zapisnike odločilnih sej, nekatere svoje študije in dopise itd.). Hkrati je Agencija kršila vrsto zakonskih določil, zlorabila zaupanje vlagateljev in jih s svojimi ukrepi vede oškodovala.

Po zakonu in po izrecni izjavi Agencije (dopis DZ 21. 7. 1994) se *"delovanje Agencije lahko primerja z delovanjem sodišč. Zakonitost odločitev SS lahko v pritožbenem postopku preverja le Vrhovno sodišče."* Vrhovno in Ustavno sodišče po ZTVP nimata pravice preverjati dejanskega stanja in tega tudi nista napravili. Očitno gre za sodno zmoto in bi bilo pravnomočne sodbe sodišč (Vrhovnega in Ustavnega) potrebno razveljaviti. Obnovo postopka lahko sproži samo Agencija kot prvostopenjsko sodišče ali Državni zbor kot njen nadzornik.

DZ bi moral ugotovitve preiskave upoštevati pri sprejemanju novega ZISDU in noveliranju ZTVP; pri tem gre za upoštevanje strokovnih izkušenj v svetu, zlasti za evropske direktive, za uvajanje sodobnih izvedenih instrumentov, zavarovanja pred riziki, za personalno ločevanje vodstva Agencije in njenega strokovnega sveta, za možnost pritožbe na ugotovljeno dejansko stanje pri postopkih Agencije, vsebinsko kontrolo dela Agencije ipd. Država bo morala več pozornosti namenjati strokovnemu kadrovanju v Agencijo, Agencija pa izobraževanju zaposlenih in notranji kontroli. Sodišča bi morala izobraziti sodnike, država pa tožilce, ki bi imeli pravno in ekonomsko znanje in bi dobro poznali stroko investiranja.

Državnemu tožilstvu je potrebno poslati predloženo Poročilo, ker obravnava odgovornost funkcionarjev Agencije v tistem času glede utemeljenega suma zlorabe javnih pooblastil in zavajanja Strokovnega sveta Agencije, Ustavnega sodišča, Vrhovnega sodišča, parlamenta in Vlade RS, javnosti in vlagateljev ter drugih kaznivih dejanj.

## PRAVNE OSNOVE

Komisija za gospodarstvo in DS sta v dveh mandatnih obdobjih obravnavala to problematiko, ker imata za to zakonsko obveznost in pravno podlago:

- Komisiji za gospodarstvo DS je član te komisije in državni svetnik prof. dr. Peter Glavič že 4. 4. 1996 posređoval gradivo »Razvoj kapitalskega trga v Sloveniji ob ukrepih Agencije«, ki ga je komisija na seji 9. 4. 1996 tudi obravnavala, številna odprta vprašanja pa naslovila na Agencijo za trg vrednostnih papirjev in Ljubljansko borzo;
- **Ustava** Republike Slovenije v 2. členu določa: »Slovenija je pravna in socialna država«, v 15. členu pa »Človekove pravice in temeljne svoboščine se uresničujejo neposredno na podlagi Ustave« in »Zagotovljeni sta sodno varstvo človekovih pravic in temeljnih svoboščin ter pravica do odprave posledic njihove kršitve«;
- pristojnosti DS določa 97. člen Ustave: »DS lahko daje državnemu zboru (DZ) mnenje o vseh zadevah iz njegove pristojnosti« in »zahteva preiskavo o zadevah javnega pomena«;
- **Zakon o DS** v 1. členu določa: »Člane DS kot zastopstva nosilcev socialnih, gospodarskih itd. interesov volijo interesne organizacije";
- v 55. členu določa zakon o DS: »Predsednik DS obvešča predsednika DZ o predlogih, mnenjih in zahtevah, ki jih je sprejel DS iz pristojnosti DZ, in mu pošilja te predloge, mnenja in zahteve v skladu s poslovníkom DZ«;



- v 56. členu zakon o DS določa: »DS in njegova delovna telesa imajo pravico zahtevati od državnih organov pojasnila in podatke v zvezi z zadevami, ki jih obravnavajo« in »DS in njegova telesa sodelujejo z delovnimi telesi DZ in jim dajejo mnenja o zadevah iz njihove pristojnosti.«
- v 58. členu zakon o DS določa: »Vsak član DS ima pravico predlagati DS obravnavo vsakega vprašanja iz njegove pristojnosti in dajati pobude za predloge, mnenja oz. zahteve, ki jih sprejema DS o zadevah iz pristojnosti DZ«.
- **Poslovník DS** pa v 54. členu določa: »Državni svetnik je upravičen do odgovora na pobudo, vprašanje ali zahtevo v roku dveh mesecev.«

## 1. SPREJEMANJE ZAKONOV

Vlada je 30. 9. 1993 določila besedilo predloga ZISDU za drugo obravnavo [1]. V njem je bil spremenjen 30/6. člen predloga za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in DZU od 16. 4. 1992 [2], ki je bil že usklajen z 22. členom direktive Evropske skupnosti (ES), kar je Agenciji marca 1996 olajšalo arbitriranje med uporabo členov 95/1 in 95/2 ZISDU glede strukture naložb. Predlog ZISDU ni opredelil načina določanja izrednih razmer in organa, ki jih ugotavlja, kar je Agenciji omogočilo zlorabo 112/3. člena ZISDU. Prav tako je predlog vseboval nestrokovno in škodljivo spremembo 28/4. člena predloga za izdajo zakona, ki je pisal o začasni prekinitvi poslovanja vzajemnih skladov v izrednih razmerah, in tako ni upošteval upravičenih pripomb zakonodajno-pravne komisije in delovnega telesa DZ. DZ je tak predlog sprejel in je upravljalcem vzajemnih skladov s tem postavil strokovno sporne pogoje dela.

Podobno je bilo s členoma 64 in 65 ZTVP, ki sta za isto stopnjo kršitve (hujše kršenje predpisov o poslovanju z vrednostnimi papirji) Agenciji dajala na voljo dve različno težki sankciji (javna objava kršitve oz. odvzem dovoljenja). Vse to je bilo v nasprotju z 2. členom ustave RS o pravni državi. Na podoben način je predlagatelj dopustil, da je bilo v nasprotju s 7. do 17. členom evropske direktive 85/611/EEC skrajno pomembno delovanje "skrbnika" premoženja vzajemnih skladov zanemarjeno. Predlagatelj ZTVP tudi ni upošteval zelo tehtnih pripomb sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve o zlorabi informacij. Na ta način je bila nestrokovnost vgrajena v ZISDU in ZTVP. V novem ZTVP ni več 147/3. člena, ki zagotavlja delovanje Agencije v javnem interesu in v korist vlagateljev. Menimo, da bi prav to določilo moralo predstavljati jedro zakona in ga je zato treba vrniti v ZTVP.

Dokazili:

1. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 30. 9. 1993, Poročevalec DZ RS 33/1993, str. 5-22.
2. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje, 16. 4. 1992, Poročevalec Skupščine RS 11/1992, str. 14-23.

### 1.1 Razpršenost naložb

Vlada RS je 16. 4. 1992 DZ določila besedilo predloga za izdajo zakona o vzajemnih skladih,

investicijskih družbah in družbah za upravljanje /1/, v katerem je poudarjala pomen vzajemnih skladov za usmerjanje prihrankov in investicij kot finančno alternativo bančnim kreditom (str. 15). Ob lastninski reformi naj bi bil razvoj finančnega trga in njegovih institucij **ena najpomembnejših nalog**. Predlagatelj je ves čas zatrijeval javnosti, da je zakonodaja usklajena in primerljiva z evropsko, čeprav v omenjenih bistvenih točkah ni bila oz. je bila v predlogu za drugo branje spremenjena, in je na ta način zavedel DZ in investitorje.

Prvi predlog zakona /1/ je predvideval, da *"imata lahko tako vzajemni sklad kot investicijska družba največ 5 % svojih naložb v vrednostnih papirjih posameznih izdajateljev"*, čeprav so imeli primerljivi zakoni to mejo postavljeno na 10 %. To je razlagal takole: *"Razlog za uporabo nižjih kriterijev v zakonu je predvsem v slabo razvitem trgu kapitala v Sloveniji s slabo ponudbo vrednostnih papirjev, ki kotirajo in ki bodo v bodočnosti kotirali na domačih borzah."* To kaže na strokovno nerazumevanje delovanja kapitalskega trga, ki ob nerazvitosti zahteva večje tolerance, torej dopušča večjo koncentracijo naložb v najlikvidnejše papirje, ki kotirajo na borzi. Predlog pa je v prvem branju upošteval strokovno utemeljena določila 22. člena direktive ES [2] in luksemburškega zakona, po kateri ima investicijska družba lahko *"izjemoma tudi do 10 % svojih naložb v vrednostne papirje posameznih izdajateljev, če ti VP skupaj ne predstavljajo več kot 40 % naložb sklada"*.

Vlada je 30. 9. 1993 določila besedilo istega zakona za drugo obravnavo [3]. V 95. členu je bil spremenjen 30. člen prvotnega predloga tako, da ni več sledil strokovnim izkušnjam, zapisanim v 22. členu evropske direktive. To opustitev je predlagatelj poslancem zamolčal in s tem ustvaril možnost za "ukrepanje" Agencije marca 1996. Predlog je v obrazložitvi sprememb o tej bistveni opustitvi evropske zakonodaje trdil: "Bolj jasno so bile izdelane določbe o naložbah investicijskih skladov, predvsem glede razpršenosti naložb skladov". ZISDU je bil v takem besedilu sprejet. Ker je kriterije za razpršenost naložb določal drugače, kot so bili navedeni v strokovno pravilni Evropski direktivi, je Agenciji olajšal prevaro, čeprav arbitriranje med členoma 95/1 ZISDU (5 % omejitev za vse papirje) in 95/2 (višja, 10 % omejitev za kotirajoče) Agenciji zakonsko ni bilo dovoljeno. Implicitno: če velja za kotirajoče papirje 10 % omejitev, potem velja za nekotirajoče 5 %, saj so kotirajoči obravnavani v 95/2. členu!

Agencija je za to vedela in je vsa leta od 1995 do danes uporabljala 95/2. člen ZISDU in tolerirala evropske norme [4]. Zakonske določbe 95/2. člena je ignorirala samo enkrat, 20. 3. 1996, proti vzajemnim skladom PD. Agencija je marca 1996 zlorabila prav to spremembo prvotnega osnutka zakona kot opravičilo za napad na vzajemne sklade PD (točke 2.2 do 2.5 *"Možnih ukrepov"* [5]). V *"Možnih ukrepih"* npr. navaja: *"da so v posameznih skladih skoncentrirani le štiri ali največ pet vrednostnih papirjev, ki predstavljajo 40 % vseh naložb posameznega sklada"*; prav ta številka, **40 %** je zgornja omejitev koncentriranosti naložb po 22/2. členu E-direktive in po 30/6. členu predloga za izdajo zakona. V novejšem predlogu ZISDU je bil 23. člen evropske direktive ponovno dobesedno prepisan [6] oz. smiselno v celoti upoštevan [7].

Dokazila:

1. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje, 16. 4. 1992, Poročevalec Skupščine RS 11/1992, str. 14-23.
2. Evropska direktiva 85/611/EEC, 22. člen, Official J. of EC No. L 375/3, 31.12.1985.
3. Predlog zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje, 30. 9. 1993, Poročevalec DZ 33/1993, str. 5-22.
4. Pravila za izdajanje začasnih dovoljenj DZU, ATPV, 18. 10. 1995.

5. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
6. Predlog ZISDU, Poročevalec DZ, 35/2001, 9. 5. 2001, 61. člen, str. 27.
7. Predlog ZISDU, Poročevalec DZ, 71/2002, 16. 7. 2002, 68. člen, str. 27.

## 1.2 Prekinitev poslovanja investicijskih skladov

V zgoraj omenjenem predlogu za izdajo zakona /1/ je pri nadzoru nad poslovanjem investicijskih družb v 30/4. členu zapisano, da *"Ministrstvo za finance (MF) lahko v primeru naravnih katastrof, vojne, ... ali drugih podobnih hujših motenj začasno prekine poslovanje vzajemnih skladov in investicijskih družb."* Ker gre za izreden, drastičen ukrep, je parlament vlado opozoril *"na potrebo o določitvi pravno nespornih opredelitev okoliščin, ki lahko pomenijo prekinitev poslovanja vzajemnih skladov in investicijskih družb"/2,3/.*

V drugi obravnavi istega zakona [4] je predlagatelj spremenil besedilo 28/4. člena predloga tako, da je v 112/3. člen nestrokovno vrnil besede: *"... hujših motenj, izda odredbo, s katero v celoti ali delno začasno prekine poslovanje investicijskih skladov"*. V stroki ni poznana delna prekinitev poslovanja investicijskih družb, temveč se prekine poslovanje v celoti, torej vseh skladov (zadnji tak primer je bil v ZDA po terorističnem napadu 11. 9. 2001). Predlagatelj tudi ni upošteval opozoril delovnih teles parlamenta o pravno nesporni opredelitvi izrednih razmer in ni dovolj natančno opredelil okoliščin in pogojev za prekinitev poslovanja skladov. S tem je Agenciji omogočil zlorabo tega dela 112/3. člena ZISDU 20. 3. 1996 in z njo dogodke, zaradi katerih je potekala obravnava v parlamentu. Izredne razmere so bile opredeljene v podzakonskem aktu šele leta 2000 in to samo za trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti /5/.

Dokazila:

1. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje, Poročevalec Skupščine RS 11/1992, str. 14-23.
2. Poročilo zakonodajno-pravne komisije Skupščine RS k predlogu za izdajo "ZISDU" s tezami (19. 6. 1992).
3. Poročilo začasnega delovnega telesa DZ za gospodarske zadeve (9. 2. 1993).
4. Predlog zakona o investicijskih družbah in družbah za upravljanje, Poročevalec DZ 33/1993, str. 5.
5. Sklep ATVP o pogojih za uvedbo, trgovanje in poravnavo obveznosti iz trgovanja s standardiziranimi finančnimi instrumenti, UL RS 6/2000, str. 718.

## 1.3 Delovanje skrbnika

Na podoben način je predlagatelj dopustil in DZ sprejel besedilo, v katerem je bilo v nasprotju s 7. do 17. členom iste evropske direktive 85/611/EEC skrajno pomembno delovanje "skrbnika" premoženja vzajemnih skladov zanemarjeno. Javnosti je bila zakonska urejenost vzajemnih skladov kljub temu predstavljena kot skladna z evropsko. Na ta način je bila ustvarjena možnost, da bo prišlo do velikega oškodovanja investitorjev zaradi zanemarjene vloge skrbnika oz. odsotnosti potrebnega podzakonskega akta o skrbništvu.

Predlog novega ZISDU v mnogih členih obravnava delovanje "skrbnika" premoženja skladov /1, 2/. V točki 4 na str. 58 oz. 72 predloga priznavata pomen skrbniške funkcije, kot je opredeljena v evropski direktivi. Agencija je v letu 1996 zanikala oz. enačila pomen skrbništva z upravljanjem,

npr. "prenos upravljanja na Priom", čeprav je PD trdila, da gre zgolj za skrbnika. Če bo po predlogu novega ZISDU Agencija npr. odvzela dovoljenje neki DZU, se kuponi do nadaljnjega ne bodo izplačevali, premoženje bo deponiral skrbnik, tako da ne bo šla v razprodajo nobena delnica in investitorji ne bodo oškodovani, sklad (premoženje) in trg pa ne sesuta. V novem predlogu ZISDU je skrbnik obvezno banka, v veljavnem ZISDU pa niti skrbniška funkcija ni bila eksplicitno opredeljena niti pogoji za skrbnika niso bili predpisani, čeprav bi Agencija lahko oz. bi morala sama v podzakonskem aktu natančneje opredeliti skrbnika samega in postopek likvidacije skladov. Tega ni storila, čeprav bi bilo nujno. Zato bi morala pustiti pri miru skrbnika, ki ga je PD 27. 3. 1996 na hitro improvizirala zaradi krize, ki jo je povzročila Agencija, ali pa določiti drugega.

Dokazili:

1. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Poročevalec DZ, 35, člani 48 do 54, str. 24 in 25, 9. 5. 2001.
2. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Poročevalec DZ, 71, člani 53 do 58, str. 20 do 23, 16. 7. 2002.

## 1.4 Izvedeni instrumenti

Direktiva ES 89/592/EEC o terminskih pogodbah, opcijah in finančnih terminskih pogodbah izvedene instrumente izrecno dovoljuje Š1, str. 21Ć in skupina 30 najrazvitejših držav (G-30) je priporočila njihovo izrecno spodbujanje Š1, str. 22Ć. Predlagatelj je v drugi obravnavi ZTVP vztrajal pri prepovedi posojanja vrednostnih papirjev (prodaja na kratko, short selling), čeprav ga je DZ opozoril na nelogičnost prepovedi normalnih špekulacij na borzi [2]. Ta in še bolj drugi instrumenti zavarovanja pred riziki (hedging) so za normalno delovanje kapitalskih trgov nujni. Z njihovo prepovedjo [3] je država onemogočila enega od bistvenih mehanizmov za dušenje borznih nihanj vrednosti portfelja in prisilila DZU, da so iskale drugačne načine za doseganje istega namena.

Zaradi pomanjkanja izvedenih instrumentov za zaščito pred tveganji je nastal invaliden trg, ki ni bil odporen proti nihanjem cen vrednostih papirjev.

Dokazila:

1. Predlog za izdajo zakona o trgu vrednostnih papirjev z osnutkom zakona, 13. 5. 1993, Poročevalec DZ 13/1993, str. 21, 22.
2. Mnenje sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve o osnutku ZTVP, 17. 6. 1993.
3. Predlog zakona o trgu vrednostnih papirjev, 5. 10. 1993, Poročevalec DZ, 34/1993, str. 46.

## 1.5 Pripombe sekretariata DZ

Predlagatelj ZTVP ni upošteval zelo umestnih pripomb sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve /1/:

- Treba je kritično razmisliti o rešitvi, da zoper odločbe, ki jih izdaja direktor Komisije (v zakonu: Agencije) v posamičnih zadevah, ni pritožbe - upošteva se 25. člen ustave taka rešitev ne zagotavlja vsebinsko celovitega pravnega varstva. To je v zadevi PD Agenciji

omogočilo, da je prikazala neresnično dejansko stanje in zavedla sodišči, vrhovno in ustavno!

- V zvezi s 55. členom osnutka (v zakonu 65. člena) opozarja, da gre za odločanje po prostem preudarku, zato bi bilo potrebno v 55. členu osnutka (65. členu zakona) določiti kriterije oz. namen njegove uporabe skladno z odločbama Ustavnega sodišča. V zvezi z zadnjo alineo istega člena postavlja vprašanje, če je pravno korektno da ima Komisija (v zakonu Agencija) možnost odločati po prostem preudarku. To je Agenciji v primeru Dadasa BPH omogočilo arbitriranje med 64. in 65. členom po lastni presoji, v škodo investitorjev.

Glede na judikaturu Ustavnega sodišča (odločbe v zvezi z zakonom o državljanstvu RS) bi bilo v zakon potrebno vgraditi kriterije za uporabo prostega preudarka, s čimer bi bilo omogočeno preverjanje njegove zakonite uporabe. Razmejitev med členoma 64 in 65 ZTVP tako ni bila dovolj jasna, saj sta bili za dobesedno enako opisan zakonski dejanski stan kršitve ("*hujša kršitev predpisov o poslovanju z vrednostnimi papirji*") možni dve bistveno različni sankciji (javna objava kršitve ali odvzem dovoljenja). Določanje meje med hudimi in najhujšimi kršitvami ne bi smelo biti prepuščeno prostemu preudarku Agencije, temveč bi moralo biti določeno v ZTVP. Namesto da bi opredelil kriterije, je Državni zbor črtal besedo "lahko" (odvzame dovoljenje) v 65. členu ZTVP. Ravnanje države je bilo v nasprotju z 2. členom ustave RS o pravni državi. Neustavnega stanja ni nihče problematiziral, Ustavno sodišče v zadevi Dadas BPH pobude sodnika Krivica [2] o tem problemu ni sprejelo, ker mu je ni predlagal tožnik.

Agenciji materialnega stanja načeloma ni bilo potrebno dokazovati. Sama je namreč že po zakonu pristojna za ugotavljanje dejanskega stanja, ki ga posreduje sodiščem, povrh pa ima še status prvostopenjskega sodišča. V eni pravni osebi so torej združeni: strokovni izvedenec, tožilec, sodišče in eksekutor. V takih okoliščinah res ni bilo težko pokončati »nadležnih« vzajemnih skladov. Opozorila sekretariata Državnega zbora za zakonodajo in pravne zadeve so se pokazala za zelo umestna, vendar jih vlada in Državni zbor nista upoštevala. Kdo ju je k temu napeljal in zakaj, bi morala razjasniti preiskovalna komisija Državnega zbora. Krivci za te in druge napake, ki so nato olajšale uničenje vzajemnih skladov PD, so iz ozadja uspešno usmerjali in tudi blokirali delo preiskovalne komisije ter preprečili njeno uspešno delo in dokončanje preiskave.

Predlagatelj ZTVP prav tako ni upošteval zelo umestnih pripomb istega sekretariata DZ o zlorabi informacij [3]. Zato je prišlo do več primerov trgovanja na podlagi notranjih informacij, med drugim tudi pred obema deloma sporne, 4. seje strokovnega sveta Agencije, 13. in 20. marca 1996.

Vlada je v predlogu ZTVP [4] Državnemu zboru predlagala ukrepe v primeru "kršitve predpisov o poslovanju z vrednostnimi papirji", s katerimi Agencija lahko med drugim BPH odvzame dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji (54. člen). V drugi obravnavi zakona je predlagatelj spremenil 54. člen in predlagal v členih 64 in 65 zaostritev, ki za isto stopnjo kršitve (**hujše** kršenje predpisov o poslovanju z vrednostnimi papirji) daje Agenciji na voljo dve različno težki sankciji (javna objava kršitve oz. odvzem dovoljenja za poslovanje). Ko je predlagatelj v drugi obravnavi spremenil člena, bi 64. člen lahko obdržal za kršitve, 65. člen pa

za hujše kršitve in oba podrobneje opredelil. O spremembi 55. člena osnutka ZTVP redlagatelj ni obvestil Državnega zbora, zato je le-ta 26. 1. 1994 sprejel člena 64 in 65 ZTVP [5]. Člena sta v nasprotju z 2. členom ustave RS o pravni državi, kar je ugotovil tudi ustavni sodnik - poročevalec, mag. Matevž Krivic.

Dokazila:

1. Mnenje sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve o osnutku ZTVP, 17. 6. 1993.
2. Odločba Ustavnega sodišča št. Up-348/96, 28. 5. 1998 - odklonilno ločeno mnenje sodnika Matevža Krivica, 12. 6. 1998.
3. Poročilo odbora za finance in kreditno-monetarno politiko, 14. 6. 1993.
4. Predlog za izdajo zakona o trgu vrednostnih papirjev z osnutkom zakona, 13. 5. 1993, Poročevalec DZ 13/1993, str. 10.
5. Predlog zakona o trgu vrednostnih papirjev, 5. 10. 1993, Poročevalec DZ, 34/1993, str. 35.

## 2. NESTROKOVNI SVET AGENCIJE

Agencija je v svojem Strokovnem svetu (SS) imela tudi direktorja in pomočnico direktorja Agencije, ki nista bila niti neodvisna niti strokovnjaka za stroko investiranja, in je s tem kršila 154. člen ZTVP. Tudi drugi člani Strokovnega sveta, med njimi predsednik, so imeli očitno premalo znanja in izkušenj z investiranjem, da bi lahko zadovoljivo opravljali zakonite naloge. Kot iluzija se je izkazalo pričakovanje, da so ugledni strokovnjaki in ljudje z visokimi stopnjami formalne izobrazbe sami po sebi garancija za uspešno delovanje kapitalskega trga in investiranja. Agencija ni poskrbela za potrebno izobraževanje zaposlenih in vodstva, ki ga vsebuje vsak dodiplomski učbenik o investiranju, z računskimi primeri vred. Nadzorni svet Agencije ni opravljal vsebinskega nadzora nad njenim delom.

Strokovni nivo Agencije je očiten na primeru realizacije 4. sklepa SS 13. 3. 1996. SS je sklenil: »Pripravi se predlog sprememb Sklepa o letnem in polletnem poročilu ... v zvezi z vrednotenjem naložb sklada...« Sprememba Sklepa naj bi onemogočala »umetno« povečevanje vrednosti aktive in »fiktivne« transakcije. Agencija je za drugi del seje SS napisala predlog, po katerem bi spremenili vrednotenje navadnih delnic v portfelju skladov na ta način, da »*Navadne delnice, ki kotirajo, se izkazujejo po zadnjem dnevnom tečaju ali zadnji objavljeni knjigovodski vrednosti ali nakupni ceni, in sicer po tisti od teh vrednosti, ki je najnižja.*« Denimo, da bi se neka delnica v skladih po tem predlogu vrednotila npr. po knjigovodski vrednosti 25.000 SIT, čeprav bi bila njena tržna cena 100.000 SIT. Vlagatelj, ki bi prodal kupone, bi dobil izplačilo na osnovi VEP-a, ki bi vseboval le 25 % vračunane tržne cene. Delnica z realno tržno ceno 100.000 SIT pa bi morda ostala v skladu, morda pa bi jo sklad v naslednjih dneh prodal na borzi po tržni ceni. Posledično bi bil vlagatelj ogoljufan za preostalih 75 % vrednosti delnice. Agencijski dokument izkazuje tudi skrajno podcenjujoč odnos do vlagateljev in DZU-jev.

### 2.1 Prepletanje strokovnega sveta z vodstvom Agencije

SS je na svoji 22. seji, dne 5. 10. 1994 vladi predlagal, da direktorja imenuje tudi za člana SS [1]. Ob imenovanju za direktorja Agencije je tako mag. Igor Kušar postal član SS kot neodvisni strokovnjak, čeprav ni imel niti znanja niti izkušenj na področju trga vrednostnih papirjev (delal

je na področju tujih investicij in privatizacije) niti financ na sploh (zato so ga kasneje v Leku predčasno razrešili oz. zamenjali [2]). Mag. Nina Plavšak je bila imenovana v SS kot neodvisna strokovnjakinja, ko je bila zaposlena kot sodnica na gospodarskem oddelku ljubljanskega sodišča. Tudi ona ni imela niti znanja niti izkušenj iz področja investiranja. Ko se je zaposlila v Agenciji ter je postala svetovalka in pomočnica direktorja Agencije, ni bila več neodvisna in bi morala izstopiti iz SS, ker ni več izpolnjevala z zakonom predpisanih pogojev za članico SS (7. člen statuta Agencije). Imenovana uslužbenca Agencije v času ukrepanja Agencije torej nista bila neodvisna strokovnjaka za finančni trg. Neodvisna strokovnjaka bi 13. in 20. marca 1996 morda zavrnila predlagane, sporne ukrepe.

Odgovornost Agencije je še toliko večja, ker je vedela za mnenje Sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve, da "je rešitev, po kateri naj bi bil direktor tudi član SS, pravno sporna. Ista oseba bi se v določenih situacijah namreč pojavljala kot predlagatelj gradiv oz. rešitev, kot član SS pa bi bila udeležena tudi pri odločanju o teh predlogih" [3]. Enako mnenje je Državnemu zboru posredoval tudi Nadzorni svet Agencije [4]. Hkrati je zahteval, da se natančneje določi način in obliko nadzora nad Agencijo. Odbor DZ za finance je na svoji seji 10. 1. 1995 ugotovil, da po mnenju Sekretariata "ti dve funkciji nista združljivi"[5]. Državni zbor je na pritisk vodstva Agencije in predlog Odbora za finance Vladi RS kljub temu naložil, "naj v roku 3 mesecev predloži DZ v sprejem spremembe in dopolnitve ZTVP, s katerimi naj ... predvidi določbo, na podlagi katere bo direktor Agencije hkrati predsednik SS in s tem uslužbenec Agencije" [6]. Preseneča, da je DZ sprejel sporno rešitev, čeprav je bil nanjo opozorjen. Morda je prav zaradi takih "spodrsljajev" Preiskovalna komisija zadevala na številne ovire. Vlada naloženega ni opravila vse do leta 1999; status direktorja v Strokovnem svetu je bil tako ilegalen vse do zloma borznega trga in še tri leta po njem. Sporna rešitev pa je uveljavljena še sedaj.

Dokazila:

1. Zapisnik 22. seje Strokovnega sveta Agencije. Add. 6, 5. 10. 1994.
2. Izgon izganjalca Dadasa, Finance, 10. 3. 1999.
3. Mnenje Sekretariata DZ za zakonodajo in pravne zadeve o statutu Agencije, 9. 1. 1995.
4. Mnenje nadzornega sveta Agencije k statutu Agencije, 9. 1. 1995.
5. Poročilo Odbora DZ za finance k statutu Agencije, 10. 1. 1995.
6. Magnetogram 28. seje DZ, 3. 2. 1995, str. 578-579.

## 2.2 Neznanje nenadzorovanih "strokovnjakov"

Delovanje članov v SS Agencije je pokazalo, da nihče od njih ni bil strokovnjak v investiranju. Nujno bi bilo, da bi člani SS in vodstva Agencije pravočasno prebrali osnovno gradivo o investiranju. Učili naj bi se iz učbenikov in v razvitejših državah, ne na račun premoženja investitorjev. Potrebno je dodati, da je prav predsednik SS Agencije, prof. dr. Dušan Mramor dobil državna in mednarodna sredstva, da bi v letih 1993 do 1995 raziskoval temo *Investicijski skladi: njihov razvoj in poslovanje v Sloveniji* [1]. Iz zaključnega poročila te raziskave se vsakdo lahko prepriča o površnosti in (ne)strokovnosti dela odgovornega nosilca naloge in javnih pooblastil.

Nadzorni svet Agencije (NS) zaradi ne dovolj jasne opredelitve vloge in pristojnosti NS v ZISDU ni vsebinsko nadziral delovanja Strokovnega sveta Agencije [2]. Zato je bila samovolja SS (beri: vodstva Agencije) tudi resnično izvedljiva. NS je na možnost takih odklonov opozarjal

Državni zbor ob sprejemanju statuta v Agenciji [3]: *"NS bi moral kontrolirati delo SS v funkciji izvrševanja z zakonom mu dodeljenih pooblastil."* Vendar je Agencija vztrajala: *"SS ni pod nadzorom NS in tako pod vplivom dnevne politike, ampak sledi samo stroki, za kar poskrbijo člani SS kot neodvisni strokovnjaki... Strokovne odločitve SS lahko presoja samo Vrhovno sodišče Slovenije, kadar gre za odločanje v posamičnih zadevah, oz. Ustavno sodišče, kadar gre za odločanje v splošnih zadevah."* Agencija je Državni zbor prepričala, posledice so trpeli vlagatelji, saj se člani SS niso pokazali niti kot strokovnjaki niti kot neodvisni od dnevne politike. Obe sodišči pa se kljub pisnemu opozorilu dveh ustavnih sodnikov po zakonu nista smeli vtikati v "dejansko" stanje, kot ga je lažno prikazala Agencija.

Dokazila:

1. Zaključno poročilo o rezultatih opravljenega znanstveno-raziskovalnega dela na področju aplikativnega raziskovanja "Investicijski skladi: njihov razvoj in poslovanje v Sloveniji", Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 22. 1. 1996, odgovorni nosilec: doc. dr. Dušan Mramor, 13 strani in priloge.
2. Mnenje Nadzornega sveta Agencije k poročilom o trgu vrednostnih papirjev za leto 1995, 18. 10. 1996.
3. Predlog za soglasje k statutu Agencije, Poročevalec DZ 21/2, 1995, str. 76.

### 3. NEUSKLAJENOST Z ZAKONI

Agencija je kršila 145/1. člen v povezavi s členoma 15/1 in 95 ZISDU ter 191. člen ZTVP, po katerih bi morale družbe za upravljanje (DZU) uskladiti svoje poslovanje in naložbe z zakonom do 31. 12. 1994. O naložbah pišejo člani 93 do 101 ZISDU. Zahteve zakona so bile nerealne, vendar Agencija vladi ni predlagala podaljšanja roka za prehodno obdobje, kot je to npr. storila leta 1999, temveč je svojevoljno opustila tako ravnanje. Vsem DZU je dopuščala naložbe po 95/2. členu ZISDU (in jih dopušča še danes), torej odstopanje od 95/1. člena, kadar je šlo za kotirajoče papirje. Edino izjemo je napravila pri vzajemnih skladih PD 20. 3. 1996, kar je v nasprotju s členoma 14 in 16 ustave RS in 141/1. členom KZ.

#### 3.1 Zavajanje javnosti

145/1. člen ZISDU [1] je zahteval uskladitev poslovanja in naložb do 31. 12. 1994. Agencija bi morala že v letu 1994 ali vsaj v letu 1995 zato zahtevati podaljšanje roka iz 145/1. člena za uveljavitev zakona, kot je to storila leta 1999, ko je datum "13. 3. 1999" nadomestila z datumom "13. 3. 2000" [2]. Namesto tega je popolnoma nerealno in v nasprotju s členom 147/3 ZTVP razmišljala celo o likvidaciji vzajemnih skladov [3].

Agencija v svojem poročilu za leto 1994 [4], ni opozarjala na kakšne pomanjkljivosti. Nasprotno, investitorje je na str. 5 zavajala z navedbo, da "so se morale v letu 1994 prilagoditi zakonu tudi vse družbe, ki so se ukvarjale s poslovanjem z vrednostnimi papirji". Na isti strani je trdila: *"Agencija ugotavlja, da je vzpostavljanje zakonskih in podzakonskih aktov s področja TVP omogočilo boljšo zaščito interesov malih delničarjev. Posle z javno ponujenimi vrednostnimi papirji namreč lahko opravljajo le borzno posredniške družbe in banke, ki izpolnjujejo določene kadrovske, tehnične, finančne in organizacijske pogoje in pridobijo dovoljenje."*



Dokazila:

1. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, UL RS 6/1994, 11. 11. 1994.
2. Zakon o spremembi 143a/1. člena ZISDU, UL RS 26/1999, 15. 4. 1999.
3. Magnetogram 137. seje Odbora DZ za finance in kreditno monetarni sistem, 22. 10 1996, str. 14, 17.
4. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev za leto 1994, ATVP, 28. 6. 1995.

### 3.2 Samovoljna dejanja Agencije

Poročilo za leto 1995 [1], ki ga je SS Agencije sprejel junija 1996, torej po zlomu borznega trga, odkrito navaja drugačno resnico: *"Do konca leta 1995 nobeni od DZU vzajemnih skladov ni uspelo v celoti zadostiti pogojem za pridobitev dovoljenja, pri čemer pa Agencija ugotavlja bistveno izboljšanje poslovanja večine vzajemnih skladov v drugi polovici leta 1995. V letu 1995 nobena DZU ni dobila posebnega dovoljenja za upravljanje vzajemnega sklada."* Odbor za finance in kreditno-monetarno politiko DZ (Odbor za finance) je o tem obvestila šele 22. 10. 1996, po zlomu borznega trga in intervenciji odbora vlagateljev v vzajemne sklade; v poročilu Agencije za leto 1995, ki je bilo napisano junija 1996, po borznem zlomu, neskladje z zakonom ni bilo omenjeno. Odbor za finance je menil, da iz zakona ni razvidno ali ima Agencija pravico samostojno odločati o izdaji začasnih dovoljenj, zato je zaprosil Sekretariat za zakonodajo in pravne zadeve, da poda razlago 145. člena ZISDU v zvezi s 15. členom istega zakona [2]. Sekretariat te razlage iz nerazumljivih razlogov še do danes ni dal.

Poročilo za prvo polovico leta 1996 [3] navaja podobno stanje: *"Razen treh DZU, ki so si že pridobile dovoljenje, večina še ne zadovoljuje zahtevam pogoja po ustrezni strukturi naložb."* V poročilu za celotno leto 1996 [4] piše: *"Osnovna pomanjkljivost, ki je ostala neodpravljena tudi v drugi polovici leta, je bila neuskklajenost naložbene strukture vzajemnih skladov. Neuskklajenost je bila predvsem posledica gibanj na trgu vrednostnih papirjev. Šele ob koncu leta je večina vzajemnih skladov uspela prilagoditi svojo strukturo naložb zakonskim zahtevam."*

Poročilo Agencije za leto 1997 [5] pod točko 1.2.4 piše drugače - da je večina vzajemnih skladov v začetku leta 1997 poslovala še brez ustreznih dovoljenj zaradi neustrezne strukture naložb, DZU naj bi jo izpolnile šele v letu 1997: *"Večina vzajemnih skladov je v začetku leta 1997 poslovala še brez ustreznega dovoljenja za poslovanje. Dejstvo je namreč, da je bilo takrat na organiziranem trgu malo (likvidnih, op. izvedencev DS) vrednostnih papirjev. Glavni razlog, da je bilo v začetku leta dvanajst vzajemnih skladov brez dovoljenja, je bila večinoma neustrezna struktura naložb (zlasti premalo vrednostnih papirjev), ki se je s prihodom novih vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo izboljšala."* Dejansko imajo vzajemni skladi še leta 2002 po več kot 5 % naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja [6], vendar Agencijina letna poročila kršitev 95/1. člena ZISDU od leta 1998 dalje sploh ne omenjajo več.

Dokazila:

1. Letno poročilo o delu ATVP za leto 1995, Poročevalec DZ, 33/1996, str. 39.
2. Zapisnik 138. (korespondenčne) seje Odbora DZ za finance in kreditno monetarni sistem, 22. - 25. 10. 1996.
3. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v prvi polovici leta 1996, Poročevalec DZ 1, 17.1.1997, str. 56.
4. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996 (Poročevalec DZ, 21, 6. 6. 1997, str. 47).
5. Letno poročilo o delu ATVP za leto 1997 (Poročevalec DZ, 42/1998, str. 49, 2. 7. 1998).
6. Struktura portfeljev vzajemnih skladov Rastko in Galileo 30.9.2002, (www.skladi.com)

### 3.3 Začasna dovoljenja

Vzajemni skladi naj bi po mnenju Agencije v letu 1995 in začetku leta 1996 ne mogli izpolniti zahtev zakona o strukturi naložb, ki bi jih morali izpolniti do 31. 12. 1994, zato je Agencija izbrala možnost postopne prilagoditve portfelja naložb vzajemnih skladov zakonskim določbam po pridobitvi začasnega dovoljenja. Agencija do 22. 10. 1996 na to ni opozorila vlade in parlamenta, temveč je svojevoljno tolmačila zakon ter je poleg splošnega dovoljenja po členu 15/1, ki so ga imele vse DZU, namesto posebnega dovoljenja po 35. členu ZISDU v nasprotju z zakonom uvedla za vzajemne sklade takoimenovano "**začasno dovoljenje**" [1], ki ga ZISDU sploh ne pozna, niti ni pravočasno zaprosila zakonodajalca za tolmačenje, ali ZISDU tako možnost omogoča.

Agencija je 18. 10. 1995 izdala pravila za izdajanje **začasnih dovoljenj** [2], v katerih je zaradi stanja na TVP brez vednosti zakonodajalca dovolila odstopanje od zakonsko predpisane strukture naložb iz členov 94, 95 in 97 ZISDU. Dodala je, da bo njihovo strukturo potrebno izboljševati šele **po pridobitvi začasnega dovoljenja**. V pravilih ni bilo nobene omejitve glede višine skladov. Vse do 31. 1. 1996 ni nobena od družb izpolnjevala pogojev za pridobitev "začasnega dovoljenja".

Te svoje akte in stanje pri drugih vzajemnih skladih je mirno prezrla, ko je marca 1996 z navidezno splošnim sklepom protizakonito preoblikovala največje slovenske vzajemne sklade PD. Kot podlago za to preoblikovanje je kot hujše kršitve navajala prav neizpolnjevanje zakonsko predpisane strukture naložb, konkretno členov 93, 94, 95 in 97 [3]. Večina DZUjev v letu 1996 ni izpolnila teh pogojev in ni dobila začasnega dovoljenja, vendar jih Agencija zaradi tega ni preganjala. Še danes imajo vzajemni skladi več kot 5 % svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja [4], Agencija (in revizijske družbe [5]) pa tega niso preganjale. Še več, v 61. oz. 68. členu predloga novele ZISDU je taka možnost izrecno dovoljena [6], kar je v skladu z 22. členom evropske smernice 85/611/EEC [7].

Dokazila:

1. Odgovor Agencije preiskovalni komisiji DZ, 22. december 1998, str. 20.
2. Pravila za izdajanje začasnih dovoljenj DZU vzajemnih skladov, ATVP, 18. 10. 1996.
3. "Možni ukrepi ...", zaupno gradivo za nadaljevanje 4. seje SS Agencije, 20. 3. 1996.
4. Portfelj vzajemnih skladov Alfa. Kmečka družba, KD Toč7. ka, 2/1, julij 2000: Največje naložbe v vzajemnih skladih Kmečke družbe (Rastko, Galileo, Bond). Objave DZUjev v letnih pregledih poslovanja vzajemnih skladov v Kapitalu - npr. 22. 1. 1996, str. 20-24.
5. Vzajemni sklad ALFA. Revizorsko mnenje KPMG Slovenija, 12. 3. 1999; Poročilo pooblaščenega revizorja PriceWaterhouseCoopers, 8. 3. 2002.
6. Predlog ZISDU, Poročevalec DZ, 35, 9. 5. 2001, str. 24-25 oz. 71, 16. 7. 2002, str. 20-23.
7. Council directive 85/611/EEC on the coordination of laws etc., Official J of EC, No. L 375/3, 31. 12. 1985.

### 4. MOTIVI IN POVOD ZA »UKREPE«

Agencija je v letu 1995 opravila več nadzorov nad poslovanjem DZU, vendar skladno s členoma 111 ZISDU in 151 ZTVP Državnemu zboru ni poročala o kakih problemih. Agencija še na

svoji tiskovni konferenci 1. 2. 1996 [1] ni poročala o kakšnih težavah s skladi PD in jih obravnava v DS tudi ni našla, vsaj resnih ne. V resnici se je Agencija po trditvi verodostojne priče že spomladi 1995 odločila, da bo "uničila Sadarja" [2]. Za to so bili trije motivi: previsoke cene delnic za načrtovane "prave lastnike", pospešeno Dadasovo prevzemanje nekaterih podjetij (MKZ, Rogaška), kupovanje delnic podjetij in bank (A-banka, BTC, Kolinska, Petrol), bojazen pred koncentriranjem finančne in s tem tudi gospodarske in domnevne politične moči.

Neposredni povod za ukrepanje 13. in 20. 3. 1996 sta bila na eni strani odliv kapitala iz bank v sklade PD ob velikem znižanju bančnih obresti in padcu deviznih tečajev, na drugi strani pa zamenjava vodstva v MK Založbi. Hkrati je že dva meseca tlelo žgoče in še vedno odprto vprašanje nakupa svežnja 200.000 Abančnih delnic za sklade PD, ki je bil sicer že izpeljan, očitno pa ni bil po godu vodstvu Abanke in zato še ni bil vpisan v delniško knjigo[3]. Premoženje vlagateljev je bilo Agenciji ob tem nepomembno, zato ga ni varovala skladno s 147/3. členom ZTVP.

Dokazila:

1. Največji vlagatelji so borzniki sami, Finance, 2. 2. 1996. Kapitalski trg brez prvotne vloge, Delo, 5. 1. 1996.
2. Pričanje Boštjana Horvata, Krpanova ul. 2, 1360 Vrhnika.
3. Pregled poslov z delnicami ABKR pri Dadas BPH, Natalija Stošicki, Uradni zaznamek z dne 22. 1. 1996.

## 4.1 Stanje na trgu

Agencija je opravila v DZU PD tri inšpekcijske preglede leta 1995 [1-3] in dva v začetku leta 1996 [4,5]. Poleg tega je opravila dva pregleda v Dadasu BPH [6-8]. V letu 1995 ugotovljene nepravilnosti so do konca leta večinoma odpravili. Agencija priznava [9], da so imeli skladi PD do oktobra 1995 svoje delovanje najbolj usklajeno z določbami ZISDU. Med četrtim pregledom, je januarja 1996 po zapisnikih sodeč našla nekaj nepravilnosti, da začasne licence še ni podelila. Glavna razloga sta bila struktura naložb in vrednosti enote premoženja (VEP), ki niso bile izračunane iz knjigovodskih bilanc, ker takoj po Novem letu poknjiženja normalno niso bila tekoča. Deleže, ki so bili večji od zakonsko predpisanih, je Agencija dopustila s svojim navodilom iz 18. 10. 1995 [10]. Ni dokaza, da se je kasneje pojavila koncentracija naložb v posamezne vrednostne papirje, razen v delnice Finmedie in Kolinske, vse dokler Agencija ni zahtevala odpoklica kreditov, ki jih je PD dala Priomu. Četudi bi se pojavila, to ne bi bilo nič neobičajnega takrat in ni neobičajno niti danes, kar dokazujejo takratne in sedanje naložbe drugih skladov. Prevzemi niso možni brez koncentriranja delnic.

Tik pred Agencijinim posegom proti vzajemnim skladom PD, z navidezno splošnim aktom marca 1996, sta pridobili začasno dovoljenje za delovanje samo dve drugi DZU. Agencija javnosti in DZU uradno in javno ni opozarjala na kake napake, nepravilnosti in nezakonitosti. S tem je signalizirala vlagateljem, ki so svoje prihranke vlagali v vzajemne sklade, da gre zaradi zakonsko opredeljenega nadzora Agencije in pospeševanja borznega trga s strani države (npr. z oprostivijo obdavčenja, objavami in izjavami vlade) za relativno varne naložbe.

Dokazila

1. Poročilo o opravljenem nadzoru poslovanja vzajemnih skladov PD 6. - 11. 7. 1995, Agencija, 17.5. 1995.
2. Zapisnik o pregledu pravilnosti poslovanja vzajemnih skladov PD 10.7. in 28.8. 1995, Agencija, 26. 10. 1995.
3. Zapisnik o opravljenem pregledu vzajemnih skladov PD 30.11. in 1.12. 1995, Agencija, 1. 12. 1995.

4. Ugotovitve pregleda vzajemnih skladov PD 16. - 17. 3. 1996, Agencija (4 zapisniki), 19.-25. 1. 1996.
5. Nekaj ugotovitev s pregleda vzajemnih skladov PD 8. in 11. 3. 1996, Agencija, 13. 3. 1996.
6. Uradni zaznamek v Dadas BPH: pregled poslov z delnicami ABKR 22. 1. 1996.
7. Delno poročilo o opravljenem pregledu Dadas BPH 19. 3. 1996, Agencija, 20. 3. 1996.
8. Delno poročilo o opravljenem pregledu Dadas BPH 21. 3. 1996, Agencija, 25. 3. 1996.
9. Pripravljalni spis Agencija na tožbo vlagateljev v vzajemne sklade PD proti R Sloveniji in Agenciji.
10. Pravila za izdajanje začasnih dovoljenj DZU vzajemnih skladov, Agencija, 18. 10. 1996.

## 4.2 Podzakonski predpisi

Agencija ni izdala potrebnih podzakonskih aktov (npr. o zaščiti pred tveganjem, hedging), na drugi strani pa je objavila nekaj podzakonskih aktov, ki so bili neživiljenjski in so zelo otežili delo DZU z vzajemnimi skladi (kontni plan, bilanca z dnevno revalorizacijo, prepoved oblikovanja rezerve). Tako je DZU je posredno prisilila, da so sami razvijali instrumente za izvajanje nejasno opredeljenih ali strokovno pomanjkljivih členov ZISDU, ZTVP, odredb, odločb, sklepov Agencije. DZU so Agenciji pred marcem 1996 postavljale vrsto vprašanj, na katera pogosto niso dobile (uporabnih) odgovorov [1], zato so bile večkrat prepuščene svoji iniciativi. Agencija takih, v stroki znanih operativnih pravil (podzakonskih aktov), vse do leta 2000 ni izdala. Prav tako ni dopustila uporabe izvedenih finančnih instrumentov. Potem pa je nadzirala stvari, ki niso bile opredeljene s pravili, ukrepala je v nasprotju s stroko na razvitih trgih, torej nepravilno in za nazaj. Nepoznavanje stroke so potrdili zaposleni v DZU PD, ki so opazili, da so se inšpektorji v DZU šele učili posla.

Agencija zato ni uvajala trga derivatov, s katerim se povečuje varnost naložb, dušijo nihanja ipd., skladno s standardi stroke v svetu. Še več, s svojimi ukrepi je sproducirala stanje, ki je bilo v nasprotju s 147/3. členom ZTVP o razvoju trga vrednostnih papirjev. Agencija je vztrajala pri enotnem, univerzalnem, promptnem trgu (brez trgov terminskih pogodb, svežnjev, aplikacij, opcij ipd.), kar je bilo strokovno napačno. Vsi kapitalski trgi na svetu poznajo omenjene instrumente - derivate, ki blažijo velika nihanja na trgu in zmanjšujejo tveganje vlagateljev. DZU so si v odsotnosti teh instrumentov pomagale z rezervami iz dobičkov in s prodajami "na kratko", kar je Agencija naknadno proglasila za nepravilno ravnanje.

Zaradi pomanjkanja ustreznih instrumentov so DZU same uvajale instrumente, ki so imeli podoben učinek, kot ga imajo amortizacijski ukrepi na razvitih borznih trgih ("hedging"). Blaženje borznih nihanj s trgovanjem je potekalo že vsa leta pred marcem 1996; tako so takratna Komisija za vrednostne papirje in borzo pri Ministrstvu za finance, policija in takratna Služba družbenega knjigovodstva (SDK) po časopisnih poročilih že leta 1994 raziskovali trgovanje med skladi in Fundusom, in niso našli nepravilnosti - tudi v poročilu Agencije niso omenjene. Očitno je šlo za enak princip blaženja borznih nihanj, kot so jih uporabljali tudi v letih 1995 in 1996. Le da je leta 1996 vlogo Fundusa prevzel Priom, blaženje nihanj pa je potekalo na enak način kot že leta poprej [2]. Agencija je za ta mehanizem vedela, kar dokazuje zapisnik inšpekcije [3]. Kasneje je to proglasila za "trgovanje med skladi" in "manipulacije vrednosti enote premoženja (VEP)".

### Dokazila

1. Dopisi med Agencijo in PD, npr. 24. in 25. 7. 95, 29. 9. 95, 24. 11. 95, 6. in 13. 12. 95, 8. 3. 96.
2. Poročili vlagateljem v vzajemne sklade v upravljanju:

- a) družbe Fundus za leto 1993,
- b) PD z dne 13. 12. 1995;
- 3. Delno poročilo o opravljenem pregledu Dadas BPH 19. 3. 1996, Agencija, 20. 3. 1996.

### 4.3 Uničite Dadas!

Agencija je z razpolovitvijo kapitala skladov PD hotela zavestno uničiti Poslovni sistem Dadas (Dadas PS), tako da bi sesula sklade PD in Dadas BPH. To potrjujeta izjava svetovalke direktorja Agencije, Nine Plavšak enemu od investitorjev, Francu Stropniku [1], in pričanje Boštjana Horvata [2]. Viceguverner Banke Slovenije, g. Janez Košak je na seji komisije za gospodarstvo Državnega sveta 22. 5. 1996 dejal, da bi s podobnim ravnanjem v bančnem sistemu v zadnjih letih lahko spravili v stečaj nekaj bank v Sloveniji. O načrtovani "čistki" priča število nadzorov DZU, ki upravljajo vzajemne sklade [3]: leta 1994 jih ni bilo, leta 1995 jih je bilo 13, 1996. leta 20, leta 1997 pa spet nič, leta 1998 so bili 3, leta 1999 le 1, v letih 2000 in 2001 pa spet nobenega! Od 37 nadzorov v zadnji 8 letih jih je bilo 33 opravljenih v letih 1995/1996!

V začetku marca 1996 je padla dokočna odločitev o likvidaciji PD. Ta odločitev je bila politične narave, saj so vplivne gospodarske in politične strukture ugotovile (motivi):

1. PS Dadas s PD vred se prehitro kapitalsko krepil: skoraj 6 milijard vlog s hitrim tempom naraščanja, nakup obveznic Dadasa v protivrednosti 22 milijonov DEM s strani Petrola, veliki dobički vseh družb.
2. Gospodarska moč družb narašča zaradi lastninjenja: nakup hotela Donat v Rogaški Slatini, kupovanje delnic Kolinske, A-banke, BTC, Petrola idr., depoziti za nakup delnic iz javnih prodaj podjetij, skoraj 1 milijarda vloženih sredstev v odkup delnic Petrola, prevzem Finmedie in preko nje 29. 2. 1996 zamenjava vodstva v Mladinski knjigi založbi (MKZ). Prav slednje je bilo povod za sprožitev ukrepov proti PD, za hkratne očitke Petrolu zaradi nakupa obveznic Dadasa, preverjanje lastništva Kolinske v Dadasu BPH (borzno posredniški hiši). Med pobudniki zasledimo direktorje »ogroženih« podjetij, ki so delovali preko političnih lobijev. Več o tem je zapisal Boštjan Horvat [4], dolgoletni uslužbenec Agencije in njene predhodnice, Komisije za vrednostne papirje in borzo pri Ministrstvu za finance RS.
3. Rastoče cene delnic tik pred prihodom množice privatizacijskih delnic na trg niso bile po godu nekaterim lobijem, ki so si od močno podcenjenih delnic ob pomoči nekaterih strank in osebnih povezav, z bančnimi krediti obetali veliko zaslužiti s preprodajo delnic ali odkupiti delnice lastnega podjetja. Skladi PD pa so prav tem "pravim lastnikom", kot jih je imenoval predsednik SS, močno povečevali stroške nakupa privatizacijskih delnic, ki so jih med drugim odkupovali v nasprotju z zakonom (o dveletnem moratoriju), najprej s tihim in takoj po sesutju skladov tudi z izrecnim soglasjem Agencije [5].
4. Likvidnostna kriza v prvih mesecih leta 1996 [6], iz prakse znani odliv kapitala iz bank na borzno tržišče zaradi velikega znižanja obrestnih mer v letu 1995, zlasti aprila 1995 z negativno inflacijo, ter februarja 1996 zaradi drastičnega znižanja obrestnih mer in ukinitve

vezanih vlog na hranilnih knjižicah [7], so povzročili težave v nekaterih državnih bankah, ki so očitno zahtevale takojšnje in temeljito ukrepanje proti družbi, ki jim je 'jemala' kapital.

5. Beg iz deviznih sredstev na borzo zaradi velikega padca menjalniških tečajev DEM in drugih deviz. Temu so sledili: velika ponudba DEM, odkupi Banke Slovenije in emisija tolarjev.

Prve domneve o interesu, da se očrniijo zasebne borzne hiše z zrežiranimi aferami na trgu vrednostnih papirjev, beležimo ob 'aferi Dadas' februarja in marca 1994 [8]. Končale so se z uničenjem Dadasa PS in Nike.

**Povod** za ukrepanje Agencije je bil med drugim (odliv sredstev iz bank, Petrol, Abanka, Kolinska) prevzem Finmedie in preko nje zamenjava vodstva Mladinske knjige Založbe (MKZ). Pri delnicah Finmedie je šlo za prvi najavljeni prevzem drugega podjetja; prevzemna premija jim je seveda dvignila ceno. Rasla je tudi vrednost delnice MKZ. Takih prevzemov z enako velikim in večjim dvigom cen smo v zadnjih letih doživeli veliko (npr. Mercatorjevi prevzemi konkurenčnih trgovskih podjetij, poskus prevzema Dela, Dolenjske banke, prevzem Tehnuniona, SKB banke, Banke Koper, Pivovarne Union, Leka) [9]. Država ne bi smela dušiti svobode gospodarske pobude in s tem tudi pravice do enakosti iz členov 14 in 22 Ustave ter obglavljati tiste, ki kot prvi prinašajo v naš prostor novosti iz razvitih držav, pa čeprav ustrezne zakonodaje še ni - bolje jo je čimprej in kvalitetno pripraviti.

Dokazila

1. Izjava Franca Stropnika, Finžgarjeva 9, Velenje, Jutranjik, 26. 7. 1998.
2. Priča Boštjan Horvat, Krpanova ul. 2, 1360 Vrhnika.
3. Poročilo o delu ATVP za leto 2001, Poročevalec DZ, 64, str. 92, tabela, 2. 7. 2002.
4. Boštjan Horvat, Ure tiktakajo, kazalci pa stojijo..., Panorama, 4. 4. 1996, str. 12.
5. Zapisnik 7. seje Strokovnega sveta ATVP, točka 5, Koncept organizacije delovanja z delnicami nejavnih družb, 9. 5. 1996.
6. Bilten Banke Slovenija, graf 4.2 - Realne mesečne stopnje rasti denarnih agregatov, oktober 1997, str. 12.
7. Banka Slovenije, pismo Državnemu svetu RS, 4. 4. 2000.
8. Le kaj je zagrešil Dadas?, Finance št. 17, 4. 3. 1994.
9. Gibanje tečajev pri prevzemanju podjetij: Tečajnice LB, Delo, 13. 1. do 26. 1. 1999 in Finance, 27. 1. 1996; Gibanje delnic Mercatorja in Emone Mercurja, Delo, 15. 1. 1999; Profesionalen nakup delnic DB, Večer, 5. 1. 1999 in Se poskuša DB izviti iz objema NKBM?, Delo, 3. 3. 1999; Laščani v prednosti, Delo, 29. 12. 2001; Veter v jadra rasti so prevzemi, Delo, 3. 10. 2002.

## 5. POSLEDICE ZLOMA

Agencija je s svojim ukrepom 20. 3. 1996, ki je podrobno opisan v točki 8 (Skrivanje in ponarejanje dokumentov), povzročila borzni zlom in je s tem kršila 147/3. člen ZTVP, po katerem bi morala delovati v javnem interesu, z namenom zaščite investitorjev in razvoja trga vrednostnih papirjev. Kršila je tudi ustavni določili, da je Slovenija pravna država (2. člen) ter da zakoni, drugi predpisi in splošni akti ne morejo imeti učinka za nazaj (155/1. člen). S tem svojim početjem je sprožila daljnosežne, negativne posledice.

## 5.1 Kratkoročne posledice

Agencija je s svojim ukrepom 20. 3. 1996 ravnala, kot da bi bile izredne razmere na trgu vrednostnih papirjev [1], čeprav jih v resnici ni bilo, in ne da bi pred tem izdala podzakonski akt, ki bi opredeljeval ugotavljanje izrednih razmer in ukrepanje inštitucij (Ljubljanske borze, Agencije, KDD - klirinško depotne družbe) v takem primeru. To je storila šele leta 2000 in še to samo za borzo izvedenih finančnih instrumentov [2]. Če bi Agencija ugotovila motnje na trgu vrednostnih papirjev, bi morala ukrepati na samem trgu, npr. s pospešeno izdajo privatizacijskih delnic, in ne proti vlagateljem v vzajemne sklade. Če bi ugotovila nepravilnosti v DZU, bi morala ukrepati proti DZU in ob tem skladno z zakonom zaščititi premoženje investitorjev. V nobenem primeru ne bi smela uničevati sredstev vlagateljev v vzajemne sklade.

Investitorji v vzajemne sklade PD so zaradi neustreznega ukrepa Agencije v letu 1996 izgubili dve tretjini svojih naložb, tj. blizu 4 milijarde SIT, v letih 1997 in 1998 pa še precejšen del preostanka, tj. nad 1 milijardo SIT. Investitorji PD in drugih vzajemnih skladov, lastniki najprometnejših delnic (Dadas, Primofin, Finmedia, GP Grosuplje, UBK banka, SKB banka) in Petrol, ki je bil takrat še večinsko v državni lasti, so zaradi posega Agencije pretrpeli škodo v višini nad 20 milijard takratnih tolarjev [3]. Preiskava je pokazala, da Agencija za »ukrepanje« (preoblikovanje skladov PD) ni imela resnih razlogov in zakonske podlage; tudi če bi jih imela, ni ravnala tako, da bi zaščitila premoženje investitorjev.

Dokazila:

1. Izjava direktorja Agencije, mag. Igorja Kušarja (Večer, 29. 3. 1996).
2. Sklep o pogojih za uvedbo, trgovanje in poravnavo obveznosti iz trgovanja s standardiziranimi finančnimi instrumenti, UL RS 6/2000, 27. 1. 2000.
3. Peter Glavič, Ocena škode zaradi zloma borznega trga marca 1996, 14. 7. 2001.

## 5.2 Dolgoročne posledice

Agencija je s svojim posegom marca 1996 povzročila: takojšnjo prekinitve varčevanja v vzajemnih skladih, drastično zmanjšanje povpraševanja po delnicah, povečanje rizične bojazni pri povprečnih vlagateljih in posledično borzni zlom. S tem je zavrla razvoj trga vse do prihoda tujih vlagateljev. Nekatere delnice si do leta 2001 niso opomogle in še danes ne dosegajo svoje knjigovodske vrednosti, druge so trajno izgubile vrednost. Agencija je zaustavila razvoj primarnega trga, tj. izdajanje novih delnic. Uničila je zaupanje malih vlagateljev, zato so vzajemni skladi dosegli realne vrednosti kapitala iz marca 1996 šele v drugi polovici leta 2001. Tako je bilo koncem leta 2000 v vzajemnih skladih na prebivalca [1]:

Slovenija .....	25 EUR (koncem junija 2002 znaša 75 EUR) [2]
Poljska .....	33 EUR
Češka, Madžarska .....	205 EUR
J. Afriška republika .....	434 EUR
Portugalska .....	1.862 EUR
Finska .....	2.942 EUR
Danska .....	6.496 EUR
Avstrija .....	10.274 EUR

Švica .....	12.387 EUR
ZDA .....	25.570 EUR

Gospodarske posledice porušenja sekundarnega trga so bile daljnosežne in uničujoče. Ko je Agencija sproducirala afere in povečala rizičnost vlaganj na borzi, je investicijsko varčevanje preusmerila v potrošnjo in na nepremičninsko področje. S tem se je zmanjšala možnost odpiranja novih delovnih mest in zaposlovanja brezposelnih. Nakupi dragih avtomobilov in potovanja v tujino so povzročili negativno plačilno bilanco države. Izdaje delnic na primarnem trgu so zamrle, ustanavljanje novih delniških družb in dokapitalizacija obstoječih sta se ustavila, nezaposlenost je ostala sorazmerno visoka in se je le počasi zmanjševala. Vzajemni skladi finančno niso sposobni kupovati domačih bank in drugih družb, ki tako prehajajo v roke tujcev po dokaj nizki ceni.

Cene stanovanj so padle od 192 tisoč SIT na kvadratni meter v letu 1995 na 189 tisoč SIT v letu 1996 [4], očitno tudi zato, ker so ljudje prodajali nepremičnine, ki jih niso nujno potrebovali, oziroma odlagali z nakupom nepremičnin, v vmesnem času pa so denar investirali na borzi. Cene nepremičnin so se po letu 1996, oziroma po borznem zlomu, znatno povišale in nepremičninski lobi je odlično zaslužil. Makroekonomist, mag. Veljko Bole je že opozoril, kako hitro se kapital preliva iz enega trga na drugi. Državno tožilstvo bi moralo raziskati, če je šlo za sodelovanje glavnih akterjev sproduciranih afer (predvsem članov SS Agencije) z nepremičninskim lobijem, saj je bila svetovalka direktorja Agencije, dr. Nina Plavšak kasneje proglašena za častno članico Nepremičninske zbornice. Je tudi solastnica družbe ABC Nepremičnine, d.o.o. in preko nje Informacijske borze nepremičnin, d.o.o.[3]. Drugi častni član zbornice je prof. dr. Miha Juhart, sedanji predsednik Strokovnega sveta Agencije.

Dokazila:

1. Vzajemni skladi, VEP za tekoči dan in števila enot v obtoku, Večer, 1. 8. 2001, 3. 1. 2002 in 21. 3. 2002.
2. Fantastični donosi in rast sredstev, Večer, 12. 7. 2002.
3. Delni redni izpisek iz sodnega registra, ABC Nepremičnine in Informacijska borza nepremičnin, 13. 12. 2000.
4. V prihodnji triletki 5200 novih stanovanj, Delo, 5. 10. 2002.

## 6. NEZAKONIT SKLEP

Agencija je na 4. seji Strokovnega sveta Agencije (SS), ki je bila 13. 3., najprej sprejela odločitev o prepovedi nadaljnje prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD brez zakonske podlage. Nato pa je v drugem delu te seje, 20. 3. 1996 v tajnosti domnevala bodoče hujše motnje pri poslovanju vzajemnih skladov (»Možni ukrepi v zvezi s nepravilnostmi...«), z namenom ukrepati proti DZU PD, za katero je ugotavljala kršitve členov 93, 94, 95 in 97 ZISDU, ki so se vsi nanašali na strukturo portfeljev vzajemnih skladov. »Pojasnila Agencije za trg vrednostnih papirjev v zvezi z uporabo posameznih določb ZISDU o naložbah investicijskih skladov in obvezni hrambi vrednostnih papirjev investicijskih skladov« je Strokovni svet Agencije sprejel šele na tej isti seji, 20. 3. 1996, ko je tudi »sankcioniral« napake v naložbah skladov PD. V primeru nepravilnosti poslovanja (napačne strukture portfeljev skladov) določene DZU je imela Agencija po zakonu (ZISDU) sledeče možnosti:



- izdati odredbo o odpravi nepravilnosti v določenem roku (112/1. člen);
- izreči denarno kazen DZU-ju (ne vzajemnim skladom!);
- pričeti postopek za odvzem dovoljenja za poslovanje DZU (zlasti, če nepravilnosti ne bi bile odpravljene v postavljenem roku).

Agencija je v »Možnih ukrepih...« zavajala SS, da je možno ukrepati v zvezi z omenjenimi nepravilnostmi poslovanja DZU PD tudi s prepovedjo prodaje investicijskih kuponov skladov, oziroma z omejitvijo obsega skladov (v pomenu premoženja vlagateljev) po členu 112/3 ZISDU, ki je pisal le o izrednih razmerah v državi (naravne katastrofe, vojne, civilni nemiri, zaprtje bank ali borze, hude motnje v transakcijah z devizami ali vrednostnimi papirji ali druge podobne hujše motnje). Take razmere je zakon tudi zahteval za ukrepanje Agencije v primerih, če bi po tem členu izdala odredbo, s katero bi v celoti ali delno **začasno prekinila poslovanje** investicijskih skladov, ne pa npr. omejila 5,9 mrd. že zbranega premoženja vlagateljev na 3 mrd, kot je priporočala Agencija Strokovnemu svetu v Prilogi 3 »Možnih ukrepov...«. Omejevanje premoženja vlagateljev je bil očitno le nezakonita metoda, ki naj bi Agenciji omogočila, da bi lahko v svojem Sklepu zapisala, da vsi skladi, ki so že zbrali premoženje nad postavljenim limitom, ne smejo več sprejemati nadaljnjih vplačil. Na ta način bi vendarle realizirala nezakonito, 13. 3. 1996 sprejeto odločitev o prepovedi nadaljnjih prodaj kuponov vzajemnih skladov DZU PD.

V »Možnih ukrepih...« je Agencija tudi napisala, kako bodo sprejeti ukrep obrazložili Ustavnemu sodišču v primeru ustavnega spora: z bodočimi hujšimi motnjami pri poslovanju vzajemnih skladov, češ, da se sprejeti Sklep nanaša na vse vzajemne sklade v državi zaradi počasnejšega poteka privatizacije. Na taki osnovi je SS sprejel ter 28. 3. 1996 razglasil prepoved prodaje investicijskih kuponov štirih vzajemnih skladov PD, ki so bili edini prizadeti. Zakonsko predpisanega roka veljavnosti ukrepa SS tudi ni določil. Do ustavnega spora je potem res prišlo, Agencija pa je sodišču prikrila omenjene »Možne ukrepe«. Preiskava je pokazala, da na borzi ni šlo za hude ali hujše motnje po 112/3. členu ZISDU. Če je Agencija že prepovedala prodajo kuponov, bi po 112/4. členu ZISDU morala hkrati prepovedati tudi odkup investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD, torej prekiniti njihovo poslovanje (točka 7.3). Hkrati bi morala po 112/3. členu določiti rok veljavnosti te prepovedi, kar je naredila šele na izrecno zahtevo ustavnega sodišča tri mesece po prepovedi. Polodprti skladi so po ZISDU (52. člen) samo skladi v likvidaciji, ki pa jih po členih 49 do 54 spremljajo ukrepi za zaščito imetnikov investicijskih kuponov - tem ukrepom se je Agencija izognila tako, da je 'de facto' likvidacijo 'de iure' utajila in s to utajo potem zavajala sodišča in javnost.

## 6.1 Sklepi SS Agencije 13. marca 1996

Glede problematike vzajemnih skladov PD izhaja iz zbranih gradiv, da je SS Agencije na svoji 4. seji 13. 3. 1996 pod 7. točko »Odločanje o posamičnih zadevah« obravnaval eno samo temo: poslovanje DZU Proficia Dadas. Vodstvo Agencije je v pisni obliki predlagalo Strokovnemu svetu pet sklepov »v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Proficia Dadas«, ki jih je SS očitno tudi vse sprejel (dva je Agencija realizirala že naslednji dan, druge pa do 20. marca):

- a) »Prepovedo se nadaljnje prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov, dokler DZU ne uskladi poslovanja in naložb...«. Dejstvo je, da je bila odločitev sprejeta brez zakonske podlage.

Zakon ni dopuščal prepovedi prodaje kuponov v primeru »ugotovljenih nepravilnosti pri poslovanju DZU«. Izvedba tega ukrepa preoblikuje običajne vzajemne sklade »odprtega tipa« v nefunkcionalne, enostransko zaprte tvorbe, ki naj bi denar neprekinjeno le izplačevale, vplačila pa imela ustavljena. Strokovni svet je očitno vedel, da je sklep brez pravne osnove, zato je naročil Agenciji, naj poišče možne pravne temelje, na katerih bi lahko realizirali sprejeti sklep in preložil nadaljevanje seje za en teden. Preoblikovanje vzajemnih skladov tudi krši, oz. odvzame lastninske pravice vlagateljem, čeprav so bile te pravice zagotovljene z zakoni in pogodbo o nakupu kuponov skladov.

- b) »Objavi se obvestilo za javnost, v katerem se opozori vlagatelje na tveganje pri investiranju v vzajemne sklade.« Sklep je Agencija realizirala že 15. marca z objavo »Sporočila za javnost«, v katerem so močno očrnili poslovanje vzajemnih skladov PD, toda predvsem z namigovanji in neresnicami, relevantnih podatkov pa ni bilo. Javnosti tudi niso obvestili, kakšen izjemno problematičen in nezakonit sklep so sprejeli (prepoved prodaje kuponov skladov PD).
- c) »DZU se izda odredbo za odpravo pomanjkljivosti«, del v roku 8 dni, ostale brez določenega roka. Naslednji dan (14. 3.) je Agencija sklep že realizirala in napisala odredbo, naslovljeno na DZU Proficia Dadas.
- d) Pripravi se gradivo »Pojasnila Agencije v zvezi z uporabo določb ZISDU o naložbah in upravljanju z naložbami vzajemnih skladov«, ki je bilo do 20. marca tudi pripravljeno.

Do nadaljevanja 4. seje SS je morala Agencija iznajti pravno utemeljitev za 13. 3. 1996 sprejeti sklep o prepovedi nadaljnjih prodaj kuponov v sklade neke določene DZU. Pravna utemeljitev te odločitve ni bila možna, ker zanjo **ni bilo zakonske podlage**. Zato si je Agencija izmislila drugega krivca: »kapitalski trg«, na katerem naj bi vladale bodoče »hujše motnje pri poslovanju vzajemnih skladov«. Očitno je želela izigrati vzajemne sklade PD in zlorabiti 112/3. člen ZISDU, ki sicer omogoča prekinitev poslovanja DZU-jev za določen čas, ne omogoča pa posega v lastninske pravice vlagateljev in v njihovo premoženje. Za sejo SS 20. marca je pripravila omenjeni dokument »Možni ukrepi v zvezi s nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas« s štirimi prilogami. Zaupni dokument sicer priznava, da hudih motenj ni, opisuje pa podroben načrt, kako zlorabiti 112/3. člen ZISDU, da bi realizirali 13. marca sprejeto, nezakonito odločitev o prepovedi vplačil v sklade PD. Ta dokument je Agencija prikrla sodiščem, javnosti in preiskovalni komisiji.

V vmesnem času, do nadaljevanja 4. seje SS, je Agencija napisala še en osnutek odredbe, naslovljen na PD. Osnutek druge odredbe je Agencija napisala potem, ko je PD že prejela prvo odredbo in je na Agencijo že poslala obvestilo, da je pričela z odpravljanjem pomanjkljivosti. V drugo odredbo so večino zahtev prepisali iz prve, dodali pa so rok 60 dni in pravni pouk: »Proti tej odredbi ni posebne pritožbe.« Odredba je zahtevala od PD izpolnitev

zahtev v roku, ki jih glavnina DZU-jev ni mogla izpolnjevati. Agencija je v »Možnih ukrepih...« že predvidela postopek za odvzem dovoljenja Proficij Dadas, če PD ne bo ravnala v skladu z odredbami. Potek postopka je Agencija podrobno opredelila in tudi grafično ponazorila terminski plan odvzemanja dovoljenja že v času, ko druga odredba niti ni bila sprejeta, kaj šele odposlana. Cilj Agencije je bil očitno odvzem dovoljenja DZU PD, druga odredba pa je bila potrebna zato, da je postavila »nemogoče« roke in zahteve tako, da jih PD ne bo mogla izpolniti. Napisala je tudi predlog sklepa, po katerem bi vsem DZU-jem prepovedali preseganje skupnih sredstev vzajemnih skladov nad 3 mrd SIT. Tistim, ki so ta limit že presegali naj bi prepovedali sprejemati nova vplačila.

## 6.2 Na trgu ni bilo hudih motenj

Obraznava je pokazala, da trditve Agencije o hudih motnjah niso bile resnične [1-3]. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 1996 ne piše o kakšnih hudih motnjah, za dogodke v marcu 1996 pa piše, kaj se je v resnici zgodilo: »Agencija je sprožila **preoblikovanje skladov PD**« [4]. Delo je 20. 3. 1996 poročalo o znižanju deželnega investicijskega tveganja (country risk), ki ga je objavila revija Euromoney [5]. Cena delnic je v poprečju komaj presegala knjigovodsko vrednost podjetij, ki so takrat kotirala na borzi [6]. Celo na konservativni dunajski borzi je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnic 1,62 [7]. Tržna cena slovenskih bančnih delnic je bila marca 1996 npr. pod knjigovodsko vrednostjo iz konca leta 1994 (SKB 67 %, ProBanka 82 %, UBK 88 %); leta 2001 je dosegla Banka Koper na trgu 250 % knjigovodske cene [8], kar je normalno v svetu, npr. Société Générale je prevzela Komerčni banko v Pragi za 320 % knjigovodske vrednosti [9].

Delnice vseh družb so bile mo no podcenjene. Delnica Leka je bila aprila 1996 vredna 6.000 SIT ([10] str. 83),  e leto dni kasneje se je njena tržna cena vrtela okoli 50.000 SIT in leta 2002 dosegla 105.000 SIT. Delnica Pivovarne Union je bila aprila 1996 vredna 5.000 SIT, junija istega leta  e skoraj 9.000 SIT, leta 2000 je bila 40.000 SIT, decembra 2001 se je dvignila na 87.000 SIT. Podobne donose bi lahko naštevali za **april 1996/junij 2002** : Mercator (od 2.500 na 23.000 SIT), Kolinska (od 800 na 4.700 SIT), Droga (od 8.000 na 62.600 SIT), Etol (od 5.000 na 29.800 SIT), Helios (od 3.000 na 65.600 SIT), Krka (od 5.000 na 39.600 SIT), Petrol (od 7.000 na 33.600 SIT), Sava (od 3.000 na 25.000 SIT).

Vrednost Slovenskega borznega indeksa, SBI je bila celo nominalno (1589 točk) in kljub inflaciji znatno nižja kot leta 1994 (1802 točki) in tudi nižja, kot je bila novembra 1995 (1590 točk) [6]. Poleg tega je Agencija  e v poročilu za leto 1994 [11] predvidela, da bo prodaja privatizacijskih delnic "povzročila padec tečajev" in ugotovila, da podjetja odlašajo s prihodom na borzo zaradi strahu pred mo nimi prevzemi podjetij.

Agencija ni napravila kakršnekoli strokovne analize, ki bi bila potrebna, in bi po standardih obsegala analizo trga, osnovno analizo vrednostnih papirjev, tehnično analizo s kazalniki P/E, T/K idr. Šele po taki analizi bi lahko ugotavljala,  e so delnice precenjene. Agencija ni sprejela sklepa o obstoju izrednih razmer ali hudih motenj na trgu vrednostnih papirjev. Nasprotno, v naslednji točki bomo dokazali, da je 20. 3. 1996 Agencija sama zapisala zelo sporno domnevo, da bo do hujših motenj pri poslovanju vzajemnih skladov prišlo v bodočnosti.

Kljub normalnemu stanju je Agencija istega dne začela z nestrokovnim preoblikovanjem skladov PD, ki je uničilo premoženje vlagateljev v vzajemne sklade PD in je s tem deželni riziko Slovenije dejansko izredno povečala. Zaradi insiderstva v Agenciji je 14. 3. 1996, prvi dan po sklepu Agencije o prepovedi prodaje investicijskih kuponov PD, SBI začel takoj padati in so skladi do objave sklepa, 27. 3. 1996 že izgubili skoraj pol milijarde kapitala [12] - razprodaja z vsemi posledicami je bila ob objavi sklepa že v polnem teku.

Trg se je dotlej glede na okoliščine normalno razvijal in tudi vzajemni skladi so poslovali v mejah, ki se v tržnem sistemu smatrajo za normalne. Ker so po podatkih Banke Slovenije obrestne mere za vpogledne in dolgoročne depozite s 1. 1. 1996 padle [13], npr. v Novi KBM za okoli 6 %, na varčevalnih knjižicah pa celo za slabih 12 %, oboje absolutno, je normalno sledil odliv iz bank na borzo, ko so ob pripisu januarskih obresti vlagatelji to ugotovili (banka jih o znižanju ni posebej obvestila). Zato je v februarju porasel priliv sredstev v nekatere vzajemne sklade PD, ki pa je v prvi polovici marca že upadal. Taka reakcija trga je opisana v vseh resnih učbenikih investiranja, Ameriška centralna banka uporablja višino obrestne mere za zaviranje ali spodbujanje borznega tržišča. Iz zaupnega dopisa Agencije (5. 4. 1996) različnim državnim organom [14] sledi, da je Agencija vpliv obrestne mere na priliv kapitala na borzno tržišče poznala in se je torej v spornih sklepih in izjavah javnosti sprenevedala. Agencija je vedela, da "investitorji hitro reagirajo na tržne priložnosti" [15] - torej je morala vedeti, da se bo to zgodilo tudi po spremembi obrestnih mer in po opozarjanjih kupcev delnic 15. 3. 1996 [16].

Dokazila:

1. Zahteva za uvedbo PP in GPP 1, Državni svet RS, 20. 10. 1997.
2. Odbor investorjev, Gradivo za parlamentarno preiskavo - GPP 1, 3. 3. 1999.
3. M. Novšak, Analiza parlamentarnega preiskovanja in delo predstavnikov DS, januar 2001; Od višine se zvrsti, april 2002.
4. Letno poročilo 1996, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, str. 20.
5. Naložbe v Sloveniji so vse manj tvegane, Delo, 20. 3. 1996.
6. Predlog stališč do dela ATVP, P.Glavič Komisiji državnega sveta za gospodarstvo, 24. 9. 1996.
7. Borzna primerjava - Delnice slovenskih podjetij so podcenjene, Večer, Premoženje, Maj 2001, str. 15.
8. Vroča pogajanja o Banki Koper, Finance, 22. 6. 2001.
9. Societe Generale drago prevzela Komerčni banko, Finance, 29. 6. 2001.
10. Poročilo Agencije o stanju na TVP v prvi polovici leta 1996, Poročevalec DZ 1/1997, str. 59+81, 17.1.1997.
11. Poročilo o stanju na TVP za leto 1994, str. 5, ATVP, 28. 6. 1995.
12. Miran Novšak, Bilanca skladov 15.3./27.3. 1996, po dnevni poenostavljeni bilanca stanja RD Podboršek
13. Dopis Banke Slovenije DS dne 4. 4. 2000.
14. Zaupna informacija o ukrepih Agencije v zvezi z vzajemnimi skladi, ATVP, 5. 4. 1996.
15. Poročilo Agencije o stanju na trgu VP v letu 1995, Poročevalec DZ 33/1996, str. 12.
16. Previdno pri naložbah v sklade, sporočilo Agencije za javnost, Delo, 15.3.1996.

### 6.3 Delna likvidacija skladov PD

Agencija lahko po členih 34 in 45 ZISDU samo potrjuje pravila poslovanja vzajemnih skladov, ne sme pa jih sama preoblikovati. Agencija je s svojim sklepom o omejitvi skladov na 3,5 milijarde SIT [1], ko so že imeli 6 milijard SIT premoženja, vzajemne sklade "odprtega tipa" preoblikovala v izplačilno - razprodajne likvidacijske tvorbe, "enostransko odprte" vzajemne sklade, ki denar le izplačujejo in, razen skladov v likvidaciji (glej 52. člen ZISDU), niso opisani v nobeni strokovni literaturi. Taki skladi v praksi sploh ne morejo delovati in so v teoretičnem pogledu popoln nesmisel. Agencija je ta nesmisel potem javnosti, investitorjem in sodiščem prikazovala kot "milejše ukrepe", ki so dobro delujoče sklade preoblikovali v likvidacijske sklade,

toda brez zakonsko predpisanega postopka likvidacije. Taki "milejši ukrepi" v ZISDU niso predvideni in so v nasprotju s 147. členom ZTVP.

S tem ko je Agencija »de facto« likvidirala za 2,5 milijarde SIT premoženja vzajemnih skladov PD, ne da bi to delno likvidacijo »de iure« imenovala s pravim imenom, se je izognila ukrepom iz ZISDU za zaščito vlagateljev:

- po 51. členu imetniki investicijskih kuponov po objavi sklepa o likvidaciji od DZU ne morejo več zahtevati izplačilo vrednosti investicijskega kupona, skladi postanejo torej obojestransko »zaprti«;
- po 49. členu imetniki investicijskih kuponov ne morejo zahtevati razdelitve premoženja vzajemnega sklada, skladi PD pa so se delili med Dadas PS in Kmečko družbo;
- ko Agencija ni sprejela sklepa o likvidaciji vzajemnih skladov v upravljanju PD, se je izognila imenovanju likvidacijskega upravitelja in smiselni uporabi določb zakona o likvidaciji o njem;
- izognila se je možnosti iz 54/1. člena ZISDU, da upravljanje skladov takoj prenese na drugo DZU (kot sta ponudili PD in DZU Pulsar) in pooblasti banko iz 18. člena ZISDU, da izvede vsa opravila, potrebna za prenos upravljanja.

Agencija je s pravnimi triki ta zakonsko predvidena dejanja opustila (točka 7.3). Da je šlo resnično za (delno) likvidacijo skladov PD, je Agencija sama napisala v svojem dopisu Ustavnemu sodišču [2]: »S sklepom nobeni DZU, katere skladi presegajo 3,5 milijarde tolarjev, ni bilo naloženo, da opravi takojšnjo **likvidacijo** takšnih skladov.« Likvidacija torej za Agencijo ni bila sporna; njeno mnenje, da prepoved sprejemanja vplačil »v ničemer ne omejuje poslovanja družbe«, pa je strokovno nevzdržno.

Dokazili:

1. Sklep ATVP o določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov 20.3.1996, UL RS 17/96, 29.3.1996.
2. Odgovor na pobudo, dopis Agencije ustavnemu sodišču, 10. 4. 1996, str. 8.

## 6.4 Omejitev premoženja namesto prekinitve poslovanja skladov

Če bi v resnici prišlo do izrednih razmer, bi Agencija morala **prekiniti poslovanje** skladov in **ne omejiti** (beri: delno likvidirati) **premoženja investitorjev**, torej kršiti njihovih lastninskih pravic, kot je v resnici storila. V primeru izpolnjevanja zakonsko določenih pogojev bi morala po 112/3. členu ZISDU prekiniti poslovanje vseh vzajemnih skladov in po 112/4. členu ZISDU prepovedati odkup **in prodajo** investicijskih kuponov, ne pa da je udarila z navidezno splošnim aktom, v resnici pa s posamičnim ukrepom, ki je zadel vzajemne sklade ene same DZU in kršil lastninske pravice investitorjev. Z zlorabo pravne forme, brez vsakega zakonskega pooblastila je nedopustno posegla v lastninska razmerja investitorjev in nastala je ogromna škoda.

Med **prekinitvijo poslovanja** (sklada kot firme) in **omejitvijo** (beri: delno likvidacijo) premoženja (sklada kot skupa premoženja), ki je zakon ne dovoljuje, je bistvena razlika - po končani prekinitvi poslovanja sklad nadaljuje s poslovanjem ne glede na višino sredstev, pri omejitvi

premoženja bi moral premoženje vlagatelj razprodati zaradi vnovčevanja kuponov. Agencija je sprejela znižanje premoženja investitorjev kot (protizakonit) stalen ukrep in ne kot sklep časovno omejenega trajanja prekinitve poslovanja! Razpolagala je z vsemi strokovnimi službami in je morala vedeti ne samo, kakšno je stanje v PD, temveč tudi, kakšne bodo posledice njenega delovanja (beri: spletk in zavestno nastavljenih pasti za investitorje). Da je Agencija vedela za posledice, dokazujeta tako zapis Agencije [1], da bi: *"likvidacija vzajemnih skladov najverjetneje pomenila pomembno zmanjšanje premoženja investitorjev v vzajemne sklade."* kot tudi izjava predsednika SS Agencije [2]: *"Res je, da je Agencija s tem, ko je ... zavarovala predvsem nove vlagatelje, ... starim vlagateljem onemogočila normalen izstop iz skladov."*

S tem ko Agencija je izpuščala samostalnika *"poslovanja"* in *"premoženja"* za besedo *"omejitev"*, si je omogočala poljubno, nezakonito interpretacijo in manipulacijo zakona. Država je v predlogu novele ZISDU iz leta 2001 [3] opozorila na to, kar bi pravniki morali vedeti že leta 1996: *"V naši zakonodaji uporaba pojma sklad ni vedno pravnosistemsko dosledna. Sklad je namreč skup določenega premoženja, ki nima lastne pravne osebnosti in se upravlja z določenim namenom."* Dejansko ima poimenovanje *"vzajemni sklad"* tudi v borzno najbolj razvitih državah dva različna pomena, odvisno od konteksta. Če je npr. govora o višini skladov, je mišljeno premoženje, če pa je govora o poslovanju skladov, je mišljena firma *"sklad X"*, ki posluje. Veljavni ZISDU v 112/3. členu določa, da Agencija lahko začasno prekine poslovanje investicijskih skladov, ne pa da omeji premoženje investitorjev ali ga celo požene v razprodajo z izmišljanjem limita pod že doseženo višino zbranih sredstev. Iz konteksta sledi, da se *'sklad'* v 3. in 4. odstavku 112. člena ZISDU uporablja v pomenu *"investicijski sklad, ki posluje"*; ne gre za *'skup premoženja'*, katerega ni mogoče *"začasno prekiniti"*. Agencija je omejila predvsem premoženje investitorjev, ne pa kapitala DZU ali njenega poslovanja direktno. Zlorabila je pravnosistemsko nedosledno uporabo pojma *'sklad'*, na ta način posegla v *'skup premoženja'* in tako kršila človekove pravice lastnikov, tj. investitorjev.

Treba je torej razlikovati vzajemni sklad kot *'skup premoženja'*, ki ne posluje, od vzajemnega sklada kot *'firme'* (Rastko, Diver), ki posluje. Cilj Agencije je bil očitno uničiti vzajemne sklade PD kot *'firme'* in temelj Sadarjeve moči z uničevanjem vzajemnih skladov kot *'skupa premoženja'* v lasti investitorjev. To pa je v nasprotju z zakoni, ustavo in mednarodnimi konvencijami. Agencija je morala zaobiti zakonske določbe ZISDU, če je hotela uničiti vzajemne sklade. V ta namen je manipulirala z zakonom in uporabila tri pravne trike:

1. Najprej se je sprenevedala, da ne razume, kaj pomeni »investicijski sklad, ki posluje«, in ga je razumela kot vzajemni sklad (»skup premoženja«) v lasti investitorjev. ZISDU v 112/3. členu piše o »začasni prekinitvi poslovanja investicijskih skladov«, torej o skladih, ki poslujejo, in je iz konteksta popolnoma očitno, da ni govora o skladih kot »skupu premoženja«. Agencija je kljub temu neodgovorno in nezakonito posegla v to premoženje in ga trajno uničila.
2. Zakon zahteva v primeru izrednih razmer začasen, časovno omejen ukrep. Pri agencijskem tolmačenju prekinitve poslovanja v 112/3. členu nastopi težava, ker premoženja investitorjev ni možno »začasno« prekiniti. Zato je bil potreben drugi trik, ki je bil prav tako v nasprotju z zakonom - potrebno je bilo izpustiti rok veljavnosti pri (»začasni«) prekinitvi

poslovanja in tako zavesti javnost in sodišča. Izpustiti rok je tipičen primer manipulacije zakona in nezakonitega delovanja Agencije.

3. Tretja težava je nastala z dejstvom, da poslovanja sklada kot 'skupa premoženja' ni mogoče »prekiniti«, ker pač ne posluje. Zato si je izmislila »omejitev poslovanja« skladov, čeprav zakon tega izraza sploh ne pozna.

Agencija tako ni niti "*začasno prekinila poslovanja skladov*" (kot piše v zakonu), niti ni "*omejila poslovanja skladov*" (kot si je sama izmislila), temveč je dejansko "omejila", tj. **likvidirala del premoženje investitorjev** (vzajemne sklade kot 'skup premoženja') v nasprotju z zakonsko predpisanim likvidacijskim postopkom.

Dokazila:

1. Odgovori na vprašanja in trditve, ATVP, prispelo iz Državnega zbora na Državni svet 22. 12. 1998, str. 21.
2. "Na Ljubljanski borzi preveč špekulantov", razgovor z Dušanom Mramorjem, Finance 31/3, 14. 4. 1996.
3. Predlog ZISDU - prva obravnava, Poročevalec DZ RS 27/35, 9. 5. 2001, str. 59 oz. 28/71, 16. 7. 2002, str. 73.

## 7. ZAVAJANJE JAVNOSTI

Po prvem delu 4. seje SS Agencije (13. 3. 1996) je stekla priprava javnosti za nameravano prepoved prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD. Ker je šlo 'de facto' za (delno) likvidacijo skladov, je bilo pričakovati stečaj skladov in zlom borznega trga zaradi razprodaje vrednostnih papirjev. Agencija je zato želela javnost psihološko pripraviti na bodoče dogodke in si oprati roke nad bodočim dogajanjem. Hkrati je bilo potrebno preko medijev začeti s stigmatiziranjem investitorjev v vzajemne sklade, ki naj bi bili sicer nedolžna, vendar zaradi višjih ciljev nujna žrtev predvidenega "ukrepanja" Agencije, formalno v zaščito neznanih, bodočih investitorjev, dejansko v korist klientele, »pravih« lastnikov razdeljenega družbenega premoženja.

### 7.1 Zavajajoče in neresnične trditve Agencije

Na prvem delu 4. seje, 13. 3. 1996 je SS Agencije sklenil, da se objavi "obvestilo za javnost", ki pa ni bilo v gradivu za sejo in ga SS torej ni niti videl niti odobril, temveč ga je odobril direktor Agencije. Agencija ga je 15. 3. 1996 objavila v dnevnem tisku z naslovom "*Previdno pri naložbah v sklade*" [1]. Gre za navidezno sporočilo za javnost, v resnici pa za zavajajoče in neresnično gradivo, s katerim je začela z medijsko ofenzivo, da bi opravičila posledice svojega sklepa o prepovedi vplačil v sklade PS in prikrla dogovorjeno (delno) likvidacijo njihovega premoženja. Pri tem je skušala očrnuti vzajemne sklade PD in DZU PD, investitorje pa prikazati kot nevedneže in neumneže (mobbing [2]).

Pri »mobbingu« gre za »premišljene metode pritiska: ... omejiti, osramotiti, onemogočiti, degradirati ali celo uničiti žrtev »mobbinga«. Med vrstami nasilja so poznane tudi:

- »informatijsko (pomanjkanje informacij, dezinformacije, napačne oz. zastarele informacije, prilagojene informacije ...),
- finančno, v primeru Agencije izguba premoženja investitorjev v skladih,
- strokovno (omalovaževanje znanja in izkušenj, nekonstruktivna in neutemeljena kritika),
- poslovno, v primeru Agencije zavajanje investitorjev pri sproženju takojšnje tožbe proti Agenciji.

Agencija v Sporočilu [1] piše o *večjem porastu denarnih vlog v posamezne sklade v mesecu februarju, predvsem tiste, ki jih upravlja PD*. Porast denarnih vlog je bil povezan z drastičnim znižanjem obrestnih mer, zlasti za vloge na varčevalnih knjižicah [3], in padcem deviznih tečajev. V točki 7.2 (Priliv sredstev na borzo) dokazujemo, da ni šlo za posebno visok priliv v vzajemne sklade. Priliv je bil jeseni 1996, ko je prepoved novih vplačil investicijskih kuponov še veljala, trikrat tolikšen, pa Agencija ni ničesar sporočala in tudi na trgu se ni zaradi tega nič posebnega zgodilo. Razlika je le v tem, da so bili jeseni prilivi sredstev **tujih** vzajemnih skladov, proti katerim Agencija niti ni mogla niti si ni upala "ukrepati".

Agencija trdi, da *pri vzajemnih skladih večji pričakovani donos pomeni tudi večje tveganje, da bo naložba prinesla investitorju izgubo*. To v takratnih okoliščinah ni bilo res. Delnice so bile na slovenskem borznem trgu izrazito podcenjene, kar se je pokazalo pri realiziranih donosih vzajemnih skladov pred "ukrepi" Agencije marca 1996, pri rasti vrednosti delnic v letih od 1997 do 2002 [4] in pri prevzemih podjetij v zadnjih letih. Prav v letu 1996 so prihajale na trg tudi privatizacijske delnice, za katere se je pričakovalo, da bodo na voljo po 30 % nominalne vrednosti [5], kar se je tudi res dogajalo. Donosi vzajemnih skladov zadnjih 10 let v nobenem letu, razen v letu 1996 (ko je Agencija "ukrepala"), niso bili realno (kje šele nominalno) negativni. Zato tudi pričakovanja v letu 1996 niso bila pesimistična - investitorji pa seveda niso mogli predvidevati, da si bo Agencija upala v nasprotju s 147/3. členom ZTVP sesuti trg vrednostnih papirjev in uničevati sredstva investitorjev v vzajemnih skladih, ki so v letu 1996 padla za 73 % (od 8,5 na 2,3 milijarde SIT).

Trditev Agencije, da *"kuponi v vzajemnih skladih, ki prinašajo bistveno več od povprečnega dobička, kot ga lahko ustvarijo podjetja, dolgoročno ne morejo imeti realne oz. ekonomsko utemeljene podlage"*, je prav tako strokovno nevzdržna in dokazuje nepoznavanje stroke investiranja. Donose konkretnih skladov opredeljujejo konkretne bilance skladov, ki vsebujejo vedno le pretekle poslovne dogodke, nikakor pa ne povprečnih bodočih dobičkov nekih podjetij.

Poleg tega je gospodarstvo po recesiji ob osamosvojitvi prav takrat začelo pozitivneje poslovati. Zavajajoči izraz "dolgoročno" za prva dva meseca leta 1996 torej ni pomenil nič od napisanega, morda bi bil umesten čez kakšnih 10 let, torej res dolgoročno. Prozorno je seveda 15. 3. 1996 objavljati nekaj o "dolgoročnosti", da bi upravičili, kar je Agencija po tajnem sklepu SS nameravala narediti čez pet dni (20. 3. 1996). Agencija je očitno manipulirala s frazami o dolgoročnosti, da bi prikrla kratkoročne cilje.

Agenciji očitno tudi ni bilo jasno, da se povprečni dobiček podjetij meri z vrednostjo v tolarjih, donosi vzajemnih skladov in donosi na kapital pa z deležem v odstotkih. Gre za dva vsebinsko različna pojma, ki ju ni mogoče enačiti. Večina dobička podjetij ostane v podjetju in na davčni upravi, delničarji in skladi dobijo le del dobička v obliki dividend. Na primer, delničar LEK-a



dobi za celo leto dividendo 1000 SIT na delnico, cena delnice pa naraste od 45.000 SIT na 105.000 SIT. V tem primeru je donos, izvirajoč iz dobička podjetja, le 2,2 %, donos izvirajoč iz naraščanja cene delnice, pa 133 %.

Glavnina donosa skladov pride od razlike v ceni delnice na trgu, mnogo manj od dividend iz preteklih dobičkov, bodoči dobički podjetij pa na vrednost vzajemnih skladov sploh ne vplivajo. To še zlasti ne velja na nastajajočih trgih, kot je bil takrat slovenski zaradi podcenjenih delnic [6]. Za primerjavo naj napišemo, da je v obdobju januar - april 1996 borzni indeks v Pragi porastel za 33 %, v Varšavi za 65 % in v Budimpešti za 88 % [7], kar ne pomeni, da so npr. poljska podjetja v treh mesecih ustvarila 65 % dobička na kapital. Naj dodamo, da je Slovenski borzni indeks (SBI) od 3. 1. do 13. 3. 1996 porasel samo za 14 %, skladi PD pa so za rastjo SBI zaostajali! Že zgoraj je omenjeno, da so bile leta 1996 delnice na trgu podcenjene in je bila verjetnost za dvig cen delnic mnogo večja od verjetnosti za padec cen delnic.

Trditev tudi dokazuje, da Agencija ni razlikovala med delnico in podjetjem, kar velja v tujini za začetniški diletantizem. Sklad npr. kupi delnice podjetja z izgubo in jih proda po višji ceni potem, ko se izguba zmanjša, ali pa sploh izgine. Sklad doseže donos kljub temu, da podjetje sploh nima dobička, ali pa je celo še vedno v izgubi. Sklad Rastko je v letu 2002 dosegal donose tudi preko 70 %, pa to nikakor ne pomeni, da so podjetja, katerih delnice so v portfelju, tudi sama dosegala 70 % donose na kapital. Očitno sta donos vzajemnega sklada in dobiček podjetij dva različna pojma, ki ju Agencija ni želela razumeti in razlikovati, sicer bi se ji sesul eden od konstruktov, naperjen proti skladom PD. Mnogi skladi (tudi Rastko) so dosegali v letu 2002 dnevne donose od 6 % do 7 %, potem, ko je Novartis objavil ponudbo za prevzem Leka, pa to nikakor ne pomeni, da je Lek samo tisti dan dosegel enak dnevni donos na kapital.

*"Tveganje naložbe v vzajemni sklad nosi investitor sam"* trdi Agencija. To je seveda res - investitor nosi višje tveganje kot varčevalec v banki, vendar investitorji ne bi smeli nositi tveganja nezakonitega in neodgovornega delovanja Agencije kot nadzornice trga zaradi manipulacije državnega organa s trgom, kar se je dogodilo v Sloveniji, ki je sicer preko države propagirala razvoj tržnega sistema in borze. Izgube investitorjev v vzajemne sklade PD v letu 1996 so bile posledica nezakonitega in ekonomsko uničujočega početja SS Agencije na seji 13. 3. in 20. 3. 1996 ter v neprimernih "ukrepih" Agencije po njem, ki so sledili 28.3., 3.4., 17.4. itd. in povzročili borzni zlom, razvrednotenje premoženja investitorjev in propad vzajemnih skladov PD. Pri tako nizko ovrednotenih delnicah na borzi in zunaj nje, kot so bile marca 1996, drugega rizika skoraj ni bilo, kar je potrdilo dogajanje v naslednjih letih.

Namigovanje na *"nadpovprečno visoke stopnje donosa, ki jih izkazujejo oz. obljublajo upravljalci vzajemnih skladov PD"* in *"tisto, kar je že na pogled prelepo, da bi bilo res, ponavadi to tudi ni"* je čisto sprenevedanje in emocionalna očrnitev na najnižjem nivoju. Zasluzki v teh skladih niso bili izjemni, temveč normalni. Agencija zavaja s *»priložnost za zagotovljene izjemne zasluzke«*, čeprav je npr. sklad Rastko takrat dosegel v skoraj treh mesecih od 3. 1. do 20. 3. prav nič izjemnih 9 % donosa. Agencija je očitno potrebovala medijsko manipulacijo za izvedbo svojega konstrukta češ, da naj bi nepravilnosti v poslovanju skladov povzročile izjemno visoke donose skladov PD. Agencija je v svoji manipulacijski vnemi tudi *»pozabila«* zapisati, da je imel npr. sklad Rastko v zadnjem trimesečju leta 1995, torej v času, ko še ni bilo *»nepravilnosti v poslovanju DZU PD«* za 43 % višji donos (12,9 %).

Agencija se spreneveda z »Zaradi večjega porasta denarnih vlog v vzajemne sklade v mesecu februarju...«, saj je samo eden od štirih skladov PD dosegel večje prilive, kar pa ne preseneča, saj je bil še malo prej tako majhen, da mu je grozila likvidacija, ker ni dosegal predpisanega minimuma. Sklad Diver je npr. februarja doživel večji odliv sredstev kot vsi drugi skladi v državi skupaj, Agencija pa je zavajala javnost s silnimi »prilivi v sklade PD«.

Agencija se je tudi sprenevedala s »kupi po primerni ceni ali pa morda po previsoki in s tem posredno dviguje vrednost sklada in donos kupona...« in »vrednostnih papirjev, ki ne kotirajo na borzi in jih vsak vzajemni sklad lahko kupuje po cenah, ki jih ne določata ponudba...«, s čimer je neresnično trdila, da skladi PD kupujejo nekotirajoče delnice po izmišljeno visokih cenah in s tem večajo vrednost sklada in donos. Agencija se je pretvarjala, da ne pozna računovodskih standardov, po katerih se tovrstni vrednostni papirji vrednotijo po nižji ceni od obeh: knjigovodske ali nabavne. Prednostna delnica Probanke (PRBI) ni kotirala na organiziranem trgu, zato so jo v skladih vrednotili vedno po knjigovodski vrednosti, katero so po bilanci izračunavali v Probanki, ne pa v Proficii. Tudi, če bi bila nakupna cena višja od knjigovodske, bi ostala vrednost v skladu še vedno na knjigovodski vrednosti. Prodajne cene pa itak ne vplivajo na vrednotenje nekotirajočih delnic v portfelju, ne glede na to, ali je prodajna cena večja ali manjša od knjigovodske vrednosti.

V "zahtevi za uvedbo parlamentarne preiskave" (str. 3) je navedenih več primerjav z donosnostjo tujih skladov [8]. Takratne naložbe so bile dobre, omogočale bi visoke in nadpovprečne donose - tako je npr. sklad Rastko, ki je od PD prešel na Kmečko družbo, dosegel maja 2002 enoletni donos 63,32 % [9]! Donosi med 30 % in 50 % so bili doseženi v mnogih vzajemnih skladih prejšnja leta [10] in tudi pozneje (točka 7.6, Donosnost skladov), poznajo jih tudi v drugih državah; tako so npr. vzajemni skladi v ZDA dosegli leta 1995 povprečno nad 35 % donos [11] - pri tem dolar praktično ni poznal inflacije, ki je bila pri nas visoka (13,5 % leta 1995 in 9,9 % leta 1996, marca 1996 je znašala 1,3 %)[12].

Poleg tega 22. 1. 1996 v reviji Kapital, na katero se sklicuje Agencija, ni šlo za "obljubljanje" donosov temveč za "pričakovane" donose, kar je bistvena razlika - v letu 1996 se pričakovanja niso uresničila prav zaradi nezakonitega in neodgovornega početja Agencije. Naj dodamo, da so skladi PD imeli v letu 1995, torej v letu ko so "imeli vzajemni skladi PD svoje delovanje najbolj usklajeno z določbami ZISDU" [13], donose (brez Hermana Celjskega) med 40,11 % in 57,01 %. Torej donosi v prvih treh mesecih leta 1996 niso izstopali; dejansko so bili dokaj skromni, če upoštevamo, da so bili prej in kasneje [4]: dnevni tudi nad 7 % (26. 8. 2002), mesečni donosi nad 10 % (julija 2002), letni pa nad 70 % (maja 2002).

Dokazila:

1. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.
2. »Mobbing« stane nemško gospodarstvo najmanj 12 milijonov evrov, Delo, 27. 8. 2002.
3. Pojasnila Banke Slovenije v zvezi z vprašanji Državnega sveta od 9. 3. 2000, 4. 4. 2000.
4. Donosi vzajemnih skladov v letih od 1993 do 2002, fotokopije iz dnevnega tiska.
5. Ustaviti poplavo delnic, Mija Repovž, Finance 47, 29. 6. 1994.
6. V zadnjem letu za četrtno manjše premoženje, Finance, 19. 7. 1996.
7. D. Mramor, Primary Privatization Goals in Economies in Transition, Delovni zvezki 7, str. 13, Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
8. Zahteva za uvedbo parlamentarne preiskave, 20. 10. 1997, str. 2-5.
9. Letni donosi vzajemnih skladov Kmečke družbe, Delo 7. 5. 2002.
10. Poslovanje slovenskih vzajemnih skladov v letu 1995, Kapital, 22. 1. 1996, str 20-24.

11. Ugodni trendi na svetovnih borzah, Kapital, 5. 2. 1996, str. 45.
12. Bilten Banke Slovenije, oktober 1997, str. 63.
13. Odgovor ATVP na tožbo vlagateljev v vzajemne sklade, 11. 11. 1999, str. 7.

## 7.2 Priliv sredstev na borzo

Čeprav je Agencija argumente za priliv sredstev na borzo oz. v vzajemne sklade PD utemeljila kasneje (v odgovorih Ustavnemu sodišču, Vrhovnemu sodišču, odgovorih na tožbo vlagateljev v sklade PD), jih obravnavamo tukaj, ker naj bi bili razlog za hujše motnje na trgu in za sprejem nezakonitega sklepa SS Agencije z dne 20. 3. 1996.

Neto priliv 3,4 milijarde SIT v 7 mesecih, ki je prikazan v prilogi 2 odgovora Agencije [1], ni posebno visok in tudi na takratnem slovenskem trgu ni bil neobičajen. Vpliv drastičnega znižanja obrestnih mer in padca tečaja DEM na rast borznih vlog in zaslužkov smo že opisali in ga je Agencija poznala. Po podatkih Banke Slovenije so tujci v letu 1996 kupili neto za 119,8 milijonov DEM vrednostnih papirjev [2], kar bi zneslo po srednjem tečaju BS 10,8 milijarde SIT, torej povprečno 900 milijonov mesečno v primerjavi s 486 milijoni povprečno mesečno pri skladih PD. Tujcev se tudi niso upali vprašati, če njihovi skladi morda presegajo 3,5 milijardno omejitev, čeprav so še v času veljavnosti sklepa o 3,5 milijardni omejitvi nakupili npr. septembra 1996 za več kot 20 milijonov DEM vrednostnih papirjev in oktobra za več kot 30 milijonov DEM [2]. To je bilo v nasprotju z ustavno določbo o enakosti pred zakonom (glej točko 12, Neenakost pred zakonom).

Dodatni priliv v sklade PD v višini 3,4 milijarde SIT je majhen tudi v primerjavi s povečano tržno kapitalizacijo delnic na **organiziranem trgu**: 43 milijard (mrd) SIT v letu 1995 in 68 milijard SIT (od 110 mrd na 178 mrd SIT) v letu 1996 [3]. Temu je potrebno dodati še neorganiziran trg. Kljub temu so cene delnic po uničenju vzajemnih skladov PD strmoglavile, kar je bil tudi očiten namen delovanja Agencije [4]: *"Eden izmed namenov omejitev za tuje portfeljske naložbe, da se **koncentriranje lastništva doma opravi brez tujega portfeljskega kapitala in po nižjih cenah, je bolj ali manj dosežen.**"* Maja 2002 so imeli vodilni menedžerji v lasti 11,40 % delnic v velikih podjetjih, 16,69 % v srednje velikih in 34,02 % v malih! [5]

Že koncem leta 1994 sta Bole in Mramor izračunala [6], da bo potrebnih za odkup privatizacijskih delnic letno 2,5 mrd DEM, torej 200 mrd SIT; od tega je bilo predvidenega priliva samo 700 mio DEM ali 56 mrd SIT letno. Manjkalo je torej 140 mrd SIT letno, sicer bi "cena delnic upadla na okoli 30 % vrednosti". Leto in pol kasneje, prav v letu prvega navala delnic na borzni trg in z začetkom prodaje na "sivem trgu" pa naj bi 3,4 mrd SIT, zaradi inflacije vredne manj kot 3,0 mrd SIT po cenah iz konca leta 1994, pomenile motnjo na trgu! Agencija bi investitorje morala spodbujati k investiranju, ne pa prepovedati nakupa investicijskih kuponov nekaterih vzajemnih skladov.

Agencijo moti 3,4 milijardni priliv v sklade PD, ki je majhen ne samo v primerjavi z naložbami tujih vzajemnih skladov in prilivi privatizacijskih delnic, temveč tudi v primerjavi z naložbami borzno-posredniških družb (BPD) in bank [7]. Dne 30. 9. 1995 je bilo preko njih investiranih 91,7 milijard SIT, od tega je bilo 50,6 milijard SIT lastnih naložb BPD in bank. V kotirajoče VP je bilo investiranih za 43,7 milijard SIT, v nekotirajoče pa 41,8 mrd SIT. Od 1. 1. 1995 do 30. 9.

1995 so se lastne naložbe BPD in bank povečale za 14,3 mrd SIT, bank za 11,9 in BPD za 3,4 mrd SIT. V primerjavi s tem so bila celo februarska vplačila v vzajemne sklade PD majhna. Neutemeljeno ukrepanje Agencije kaže le na njen namen uničenja vzajemnih skladov PD.

Če primerjamo celotna sredstva, ki so bila investirana preko BPD in bank v vrednostne papirje, beležimo 30. 9. 1995 kar 91,7 mrd SIT [7], 30. 6. 1997 pa 191,5 mrd SIT [8]. Podatka za 31. 12. 1996 Agencija ni objavila; je že vedela, zakaj - sredstva v vzajemnih skladih so upadla iz 8,5 mrd SIT marca 1996 na 2,3 mrd SIT decembra 1996 [3], torej za 73 %.

Borzna kapitalizacija se je kljub zlomu trga zaradi prihoda novih delnic povečala od 108,4 mrd SIT v marcu 1996 na 116,5 mrd SIT ali za 8,1 mrd SIT [9], kar je bistveno več od 3,4 mrd SIT v 7 mesecih. Sredstva vzajemnih skladov PD v višini 3,4 milijarde SIT res niso bila nekaj izrednega in za finančni trg motečega, še posebej če bi upoštevali tudi depozite v bankah in nakupe nepremičnin, avtomobilov.

Agencija pretirava, da bi opravičila svoje pogubno delovanje za premoženje malih investitorjev, ki je bilo za razliko od certifikatske privatizacije vplačano v gotovini, iz trdo zasluženih prihrankov in zaupajoč v tržni sistem in pravni red, ki ga je proklamirala država. Danes vemo, da je bila to le kulisa - kapitalizem je bil namenjen redkim "praviim lastnikom", ki jim je bilo (ne)hote dovoljeno bogateti na račun razlastninjanja "raje", "ovac". Primarni trg in financiranje novih delovnih mest se zato sploh nista razvila.

Če bi SBI res prekomerno naraščal (pa ni), bi Agencija investitorjem lahko priporočila, da (del) pritoka sredstev v vzajemne sklade preusmerijo v bančne depozite ali po dogovoru z državo v državne obveznice, kjer bi čakali na privatizacijo, toda za vse sklade enako. Država bi lahko pospešila prihod privatizacijskih delnic na trg in predložila zakon o prevzemih, ki bi podjetjem olajšal prihod na trg. Agencija in država bi lahko opravili še vrsto zadev, samo v premoženje investitorjev ne bi smeli poseči - pa sta prav to naredili ter s tem kršili lastninske pravice investitorjev in oškodovali investitorje v vzajemnih skladih PD!

Dokazila:

1. Odgovor ATVP na pobudo PD Ustavnemu sodišču za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa, 10. 4. 1996.
2. Banka Slovenije - Finančna statistika, Finančni trgi, oktober 1998, str. 12.
3. Poročilo o stanju na TVP v letu 1996, ATVP, Poročevalec DZ, 21, str. 20, 6. 6. 1997.
4. Draško Veselinovič, Gospodarski vestnik, 24. 5. 2001, str. 8.
5. Koliko so lani zaslužili menedžerji, Večer, 2. 7. 2002.
6. Ustaviti poplavo delnic, Mija Repovž, Finance 47, 29. 6. 1994.
7. Poročilo o stanju na TVP v letu 1995, ATVP, Poročevalec DZ, 33, str. 11, junij 1996.
8. Poročilo o stanju na TVP v letu 1997, ATVP, Poročevalec DZ, 42, str. 72, 3. 7. 1998.
9. Ljubljanska borza, Tržna kapitalizacija, Bilten Banke Slovenije, februar 1999, str. 46 in junij-julij 2002, str. 49.

### **7.3 Priliv sredstev v vzajemne sklade PD**

Navajanja Agencije glede rasti sredstev v vzajemnih skladih so pristranska. V tržnem sistemu sama rast sredstev in različna hitrost rasti ne moreta biti problematična. Nokia je v letu 2000 podvojila svoj delež v svetovni mobilni telefoniji. Ali to pomeni, da bi bilo potrebno prepovedati vplačila za prodajo njenih mobilnih telefonov, ali bi jo morali celo uničiti? Ali Agencija misli

podobno za Telekom zaradi Mobitela? Če je ATPV menila, da si PD pridobiva monopolni položaj, naj bi sprožila protimonopolni postopek, kot ga je MKZ po prevzemu Finmedie (danes tak prevzem ne bi bil več problematičen, kot kaže primer Perutnine Ptuj).

Točno 6 let kasneje, med 31. 7. 2001 in 20. 3. 2002, smo zabeležili npr. med vzajemnimi skladi naslednji porast sredstev [1]:

Delniški, KBM Infond .....	307 mio SIT ali 466 %, .....	tj. 5,66-kratnik
S.P.D., KBM Infond .....	166 mio SIT ali 170 %, .....	tj. 2,70-kratnik
Alfa, Probanka .....	930 mio SIT ali 96 %, .....	tj. 1,96-kratnik
Skala, Krekova družba .....	412 mio SIT ali 95 %, .....	tj. 1,95-kratnik.

Rast je bila daleč največja pri najuspešnejšem skladu (Galileo 1200 mio SIT, Rastko 404 mio SIT, Kmečka družba skupaj nad 1600 mio SIT), povečanja pa so bila podobna, kot so bila pred 6 leti. Vendar so slednja še dva meseca, do konca maja 2002 rastla in preseгла tista iz istega obdobja 1995/1996.

Sklad Herman Celjski je bil leta 1996 po rasti izjema, saj je bil julija 1995 po obsegu sredstev nepomemben (0,4 % vseh sredstev) in je bil zaradi padca pod zakonsko dovoljeno spodnjo mejo obsega sredstev (50 mio SIT) malo prej prenešen iz celjske BPH na uspešno družbo PD. Sedanji prvaki med skladi so v upravljanju bančnih DZU, nebančni skladi (PD, Nika) pa so uničeni.

PD ni mogla preusmerjati sredstev v različne sklade, saj je to stvar investorjev - oni vplačajo vrednost investicijskega kupona v izbrani sklad izbrane DZU ali vložijo denar v banko, ki si jo sami izberejo. Investor si lahko da izplačati investicijski kupon enega sklada in izplačano vrednost nato vplača v drugi sklad. Pričakovana donosnost sklada je seveda eno od meril za njegovo odločanje, ni pa edino. Pretekli donosi so bili le en element pri oceni pričakovanih bodočih donosov. Drugi, pomembnejši, so bili: podcenjenost delnic, tveganost trga, pričakovanja glede razvoja povpraševanja (pričakovani prevzemi podjetij, pokojninski skladi). Povečanje vloženih sredstev v vzajemne sklade na splošno in še posebej v sklade PD je imelo dva vzroka:

- banke so močno znižale obrestne mere [2], kar ima povsod v svetu za posledico odliv denarja iz depozitov na borzo - Agencija je to dejstvo poznala in ga je v zaupni informaciji državnemu vrhu skupaj s padanjem menjalniškega tečaja DEM tudi navajala [3];
- na trg so prihajale podcenjene privatizacijske delnice, ki so investorjem obetale [4] in v naslednjih letih tudi resnično dale visoke dobičke, vendar zaradi Agencijinih kršitev lastninskih pravic investorjem ne lastnikom vzajemnih skladov PD.

Dokazila:

1. Vzajemni skladi, VEP za tekoči dan in števila enot v obtoku, Večer, 1. 8. 2001, 3. 1. 2002 in 21. 3. 2002.
2. Banka Slovenije, pismo Državnemu svetu RS, 4. 4. 2000.
3. Zaupna informacija o ukrepih Agencije v zvezi z vzajemnimi skladi, 5. 4. 1996, str. 4.
4. Ustaviti poplavo delnic, Mija Repovž, Finance 47, 29. 6. 1994.

## 7.4 Gibanje tečajev in prometa na borzi

Na Ljubljanski borzi v obdobju 1994/1996 ni bilo tendence povečanja **tečajev** (SBI), temveč rahlega upadanja [1]. Primarni trend se na borzah računa za obdobje od 1 leta do 3 let, trimesečna nihanja v nasprotni smeri se imenujejo "korekcije tečajev", dnevna nihanja so za individualnega investitorja popolnoma nepomembna. Nove kotacije privatizacijskih delnic, ki naj bi močno znižale cene, so kot Damoklejev meč visele nad borznim trgom. Kratkoročno nihanje SBI in tržnih cen delnic v prvem kvartalu 1996 ni presegalo normalnih nihanj na borzah. Na tujih borzah so nihanja podobna, podobne so tudi rasti VEP (točka 7.6, Donosnost skladov), še posebej, če odštejemo inflacijo, ki je bila v prvih mesecih leta 1996 med 1,2 % in 1,5 % mesečno, v letu 1995 skupno 13,7 % [2]. Agencija je prikazovala povečanje tečajev delnic in VEP vzajemnih skladov zavajajoče, saj je delala primerjavo s 15. 1. 1996, ko je bil na trgu dosežen minimum polletnega obdobja. Če bi primerjala najmanj 3-mesečno gibanje tečajev (kot je sama zahtevala v sklepu o obveščanju javnosti [3], sprejetem na isti seji SS kot prepoved nadaljnjih vplačil v sklade PD, 13. 3. 1996), bi ne mogla napisati takih sklepov. Še manj bi to lahko storila, če bi upoštevala daljše obdobje, npr. polletno, letno ali triletno, kot to zahteva od leta 2001 [4].

Padec slovenskega borznega indeksa (SBI) se je začel 14. 3. 1996 [5, 7], prvi trgovalni dan po prvem (popoldanskem) delu 4. seje SS Agencije [6], na kateri so sprejeli odločitev o prepovedi prodaje investicijskih kuponov PD. SBI je že na dan pisanja "sporočila", 14. 3. 1996 padel za 0,94 %, na dan objave za 0,52 %, naslednji dan že za 2,3 % in je v slabem tednu zdrsnil za 5,4 %, od 1589 na 1503 točke [7].

**Promet** na borzi je bil od začetka leta do 12. 3. 1996 pol manjši kot v zadnjem četrtletju 1995. Od normalnih 200 milijonov SIT dnevno je porasel na skoraj 800 milijonov SIT že en dan pred sejo SS, 12. 3. 1996, na dan seje, 13. 3., in je bil nadpovprečen tudi 14. 3. 1996 [8]. To kaže na že večkrat omenjeno trgovanje na osnovi notranjih informacij iz Agencije. Kaže tudi na namerno sesutje vzajemnih skladov, saj so 13. 3. 1996 očitno že sprejeli predlog sklepa iz gradiva za 4. sejo SS o ustavitvi vplačil v vzajemne sklade PD. Ob nelikvidnosti skladov in navalu dobro obveščenih institucionalnih investitorjev je prišlo do razprodaje delnic, posledično do hiperponudbe papirjev na trgu in sesutja njihovih cen.

Podobno se je zgodilo ob sprejemanju sklepa 20. 3. 1996, ki je bil nekaterim udeležencem borze očitno sporočen istega dne, pred sejo, DZUjem 25. 3. in javnosti v časopisih šele 28. 3. 1996.

Dokazila:

1. Graf gibanja tečajev SBI z vrisanim trendom rahlega upadanja tečajev.
2. Banka Slovenije, Bilten 6/10 (1997), str. 63, 3.8 Cene življenjskih potrebščin.
3. Sklep o poročanju in obveščanju javnosti o poslovanju investicijskih skladov, 11. člen, UL RS 16/96, str. 1258.
4. Sklep o spremembi sklepa o poročanju in obveščanju javnosti o poslovanju investicijskih skladov, 1. člen, UL RS 43/2001, str. 4843;
5. Večer, 16. in 30. 3. 1996 ter Delo, 18. 3. 1996;
6. Zapisnik 4. seje strokovnega sveta ATVP, 13. 3. 1996 z nadaljevanjem 20. 3. 1996.
7. Ljubljanska borza, izpis Slovenskega borznega indeksa od 3. 1. 1994 do 26. 10. 2001.
8. Delo, Promet z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi, 16. in 23. 3. 1996.

## 7.5 Rast sredstev vzajemnih skladov PD

Gibanje sredstev vzajemnih skladov, ki ga je zbrala in prikazala Agencija sama [1], kaže, da so njene trditve o tem, da so prilivi tekli samo v sklade PD, neresnične, saj so sredstva večine vzajemnih skladov od julija 1995 do februarja 1996 rasla, nekatera tudi znatno (v milijonih SIT, MSIT, in %):

Neli II .....	od 220 MSIT ....	na 517 MSIT .....	+135 %
Diver .....	od 1110 .....	na 2320 .....	+109 %
Modra kombinacija .....	od 99 .....	na 165 .....	+66 %
Vipek .....	od 64 .....	na 95 .....	+47 %
Nika SPD .....	od 51 .....	na 75 .....	+47 %
Zajček .....	od 149 .....	na 206 .....	+38 %
Polžek .....	od 316 .....	na 405 .....	+28 %
Dolenjski vzajemni .....	od 83 .....	na 107 .....	+28 %
Piramida .....	od 824 .....	na 1020 .....	+24 %
Pika .....	od 157 .....	na 194 .....	+24 %
Rastko .....	od 722 .....	na 887 .....	+23 %
Alfa .....	od 49 .....	na 57 .....	+19 %

Nižjo absolutno vrednost sta imela samo sklada Galileo in Hrast, druga Nikina sklada sta stagnirala. Dva Proficiina sklada sta bila res na vrhu, eden pa je bil na dnu. Herman Celjski julija 1995 ni bil pomemben (0,4 % sredstev vseh skladov), rasel je zaradi velikega dobička pri kupljenih delnicah Kolinske. Poleg tega je potrebno pripomniti, da ne gre za neto prilive temveč za vsoto novih vplačil in rasti vrednosti zaradi rasti SBI. Če je rast VEP znašala od 3. 1. do 19. 3. 1996 8,1 %, pri 3,8 mrd SIT premoženja skladov znese porast 308 mio SIT. Če temu dodamo še več kot 600 mio SIT neto odliva sredstev iz sklada Diver v začetku leta 1996, ki so se večinoma prelila v sklad Herman Celjski, so številke čisto drugačne, kot jih prikazuje Agencija. Trditev, da so vsi ostali vzajemni skladi v januarju in februarju 1996 pridobili le 60 milijonov SIT, tudi ne drži - iz tabele 2 odgovora Agencije [1] je očitno, da so (brez Taurusa, ki je nehal poslovati) pridobili 202 mio SIT. Sklad NLB Piramida je sam pridobil 180 mio SIT. Agencija seveda zamolči podatke, kako so sredstva vseh vzajemnih skladov po borznem zlomu padla od 8,5 na 2,3 milijarde SIT, čeprav je nekaterim VEP do konca leta 1996, po prihodu tujih investitorjev, ponovno zrasla. Razlaga različnih hitrosti rasti sredstev v skladih PD je obširno obravnavana v gradivih za parlamentarno preiskavo [2] in je tu ne bomo ponavljali. Agencija je zamolčala tudi dejstvo, da so imeli trije vzajemni skladi PD (Diver, Neli, Rastko) rast donosov bistveno počasnejšo od rasti SBI in da tudi donos Hermana Celjskega ni dosegel rasti SBI (glej točko 8.3, Manipulacija VEP).

V prejšnjem razdelku smo omenili primerljive podatke za isto obdobje 6 let kasneje (od 31. 7. 2001 do 30. 3. 2002). "Neto prilivi" vzajemnih skladov so bili v prvih treh mesecih leta 2002 kar 6 mrd SIT [3], od tega je imel največji sklad Galileo/KD v obdobju od 3. 1. do 20. 3. 2002 kar 2,04 mrd SIT denarnih prilivov [4] (od 31. 12. 2001 do 30. 4. 2002 za 3,0 mrd SIT), kar je primerljivo z rastjo 1,7 mrd SIT Hermana Celjskega/PD. S to razliko, da prilivi v Galilea še tečejo (v prvih 8 mesecih leta 2002 se je skupna vrednost vzajemnih skladov povečala za 27 milijard SIT - od 14,6 na 41,2 mrd SIT, novi prilivi so maja 2002 znašali več kot 3 mrd SIT, v 8

mesečih pa 17 mrd SIT), sredstva vlagateljev v PD pa je Agencija grobo uničila. Če podatke o mesečni rasti v tabeli 2 primerjamo npr. z rastmi v letih 2001/2002 [4]:

februar 1996 / julij 1995 .....	2,66 mrd SIT za PD skupaj
februar 2002 / julij 2001 .....	2,3 mrd SIT za vse sklade skupaj
maj 2002 / december 2001 .....	15,0 mrd SIT za vse sklade skupaj
november 2002/december 2001 .....	35,5 mrd SIT za vse sklade skupaj,

potem je očitno, da v letih 1995/1996 ni šlo za kakšno izjemno rast vzajemnih skladov. Če upoštevamo še sredstva od prodaje Simobila, Banke Koper, Pivovarne Union, Leka idr. ter tuja in domača (pokojninski skladi) vlaganja na slovenski borzni trg, potem je položaj zelo podoben onemu izpred 6 let, kljub šestnajstkratniku borzne kapitalizacije [5]. SBI je zato zrasel od konca julija 2001 do 20. 3. 2002 za 28 %, skoraj za polovico tega, za 13 % od 1. 1. 2002 do 20. 3. 2002 (v istem obdobju leta 1996 za 15 % pri večji inflaciji) in je hitro rasel še naprej (od 31. 12. 2001 do 4. 6. 2002 za 37,1 %, od 31. 7. 2001 do 4. 6. 2002 za 55,2 %).

26. 8. 2002 je SBI porasel za 8,67 %, PIX za 6,28 %, 12 vzajemnih skladov pa med 4,97 % in 7,15 % [6], pa zato ni nihče "ukrepal". 30. 5. 2002 je vzajemi sklad Galileo največje DZU, ki ima z 61 % podoben delež vzajemnih skladov, kot ga je PD imela leta 1996, izkazoval 76,2 % donos v zadnjih 12 mesecih pri nižji inflaciji, kot je bila leta 1996. Pet drugih skladov je istega dne izkazovalo letne donose nad 60 %. V prvih 3 mesecih leta 2002 so imeli skladi donose nad 20 %. Podobne primere je mogoče zelo pogosto najti tudi v tujini. Povečanje ni bilo nič posebnega, vsekakor ni šlo za izredne razmere. Rezultati so bili 1995/1996 za 7-mesečno obdobje zgolj spodbudni, še zlasti glede na prihajajoče privatizacijske delnice.

Skratka, marca 1996 je šlo za tipično manipulacijo Agencije, ki so ji nasedla sodišča, državni organi in mediji. "Strokovnjaki" v SS Agencije očitno niso imeli potrebnega ekonomskega znanja in izkušenj o tržnem gospodarstvu ter so se zato pod pritiski nekaterih krogov pridružili "strokovni" službi Agencije pri uničenju skladov kot premoženja vlagateljev. Ni mogoče pričakovati, da bi investitorji v vzajemne sklade PD nosili stroške za učenje na napakah "uglednih strokovnjakov" Agencije!

Kljub hitri rasti skladov v zadnjem letu je imel 31. 8. 2002 povprečen slovenski državljan v vzajemnih skladih okoli 90 EUR; na Češkem in Madžarskem so imeli že koncem leta 2000 205 EUR, na Portugalskem 1062 EUR, na Finskem 2942 EUR itd. (točka 5.2). Čehi so od marca 1997 do marca 2001 povečali obseg kapitala kar za 477 %, od tega samo v letu 1999 za 169 %. Na Hrvaškem so vzajemci uradno šele od leta 1999, vendar so v tem kratkem času bistveno bolj zaživel kot v Sloveniji [5]. Če ne bi bilo nezakonitega in nestrokovnega delovanja Agencije v marcu 1996, bi lahko bili bližje bivšim komunističnim, srednjevropskim državam.

Dokazila:

1. Odgovor Agencija na pobudo PD Ustavnemu sodišču za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa, 10. 4. 1996, Priloga 2.
2. Gradivo za parlamentarno preiskavo, GPP 1 (str. 19-23).
3. Delo, 6. 4. 2002 in Večer, 3. 4. 2002.
4. Vzajemni skladi, VEP za tekoči dan in števila enot v obtoku, Večer, 1. 8. 2001, 3. 1. 2002 in 21. 3. 2002.
5. Ljubljanska borza, Tržna kapitalizacija, Bilten Banke Slovenije, feb. 1999, str. 46 in junij-julij 2002, str. 49.
6. Delo, 23. 4., 30. 6., 31. 5. in 27. 8. 2002; Večer, 23. 4. in 10. 5. 2002; Premoženje (Večer), junij 2002; Finance, 8. 5. 2002.



## 7.6 Donosnost skladov

Agencija je trdila, da je prišlo do bistveno **povečanega priliva sredstev** v vzajemne sklade, ki naj bi ga vzpodbudila **visoka izkazana stopnja donosov** teh skladov v upravljanju PD [1], ni pa znala povedati, kaj je povzročilo veliko večje nakupe bank in BPHjev na borznem trgu (glej točko 7.2, Priliv sredstev na borzo). Od 31. 7. 1995 do 29. 2. 1996 so se sredstva vzajemnih skladov PD povečala od 2,1 na 5,5 milijarde SIT ali za 166 % in njihov delež od 44,8 % na 65,3 % [2]. Isto se dogaja tudi sedaj, čeprav vzajemnih skladov PD ni več - enak položaj imajo sedaj skladi Kmečke družbe, ki je 31. 12. 2000 upravljala 6,8 mrd SIT sredstev vzajemnih skladov ali nad 64 % vse vrednosti [3], v začetku septembra 2002 pa že 22 mrd SIT sredstev in je imela 61 % tržni delež - uspešnejši pritegnejo več kapitala. Uspešnost pa se spreminja s časom:

Datum objave .....	Vzajemna sklada z najvišjima donosoma v zadnjem letu dni	
28. 1. 1994 .....	119,00 % Rastko/Dadas .....	92,03 % Galileo/PM&A
30. 12. 1994 .....	72,6 % Zajček/ABH .....	50,01 % Galileo/PM&A
29. 12. 1995 .....	57,01 % Diver/PD .....	51,83 % Neli/PD
<b>12. 3. 1996 .....</b>	<b>13,86 % Herman C/PD .....</b>	<b>8,64 % Neli/PD</b> <b>oba od 1. 1. 1996</b>
30. 12. 1996 .....	21,74 % Galileo/KD .....	18,43 % Vipek/Avip
30. 12. 1997 .....	29,25 % Galileo/KD .....	28,76 % Rastko/KD
30. 12. 1998 .....	31,32 % Hrast/KBM .....	31,19 % Galileo/KD
30. 12. 1999 .....	28,86 % Nika SPD/KBM .....	28,25 % Rastko/KD
29. 12. 2000 .....	24,24 % Alfa/Probank .....	22,04 % Skala/Krekova družba
28. 12. 2001 .....	35,16 % Delniški/KBM .....	28,88 % Galileo/KD
30. 5. 2002 .....	76,20 % Galileo/KDI .....	69,15 % Delniški/KBM
30. 5. 2002 .....	65,90 % Rastko/KDI .....	63,87 % Živa/PS

in v zadnjih 3 mesecih:

**30. 5. 2002 .....** **36,55 % Galileo/KD .....** **36,54 % Rastko/KD**

Op.: podatki iz zadnjega dne v letu, ko donosnost skladov naraste tudi za 5 %, praviloma niso objavljeni!

V letu 1994 ni bil rekorder v donosih kateri od skladov PD (donosi med 31,2 % in 49,7 %), temveč ABH-jev Zajček z 72,6 % - pa Agencija takrat ni intervenirala. V letu 1995 so bili donosi skladov PD med 13,1 % in 57 %, 5 drugih je doseglo donose med 25 % in 31 % [4]. Pričakovani donosi vzajemnih skladov PD za leto 1996 v višini 30 % do 50 % torej niso bili nič izrednega, še posebej glede na sveže izkušnje z nakupi delnic Kolinske in prihajajočo množico certifikatskih delnic. V letu 1996 je po zlomu borznega trga donosnost skladov močno padla in si zaradi tega in zaradi ukrepov Banke Slovenije v letu 1997 pet let ni opomogla. V zadnjem času so bili npr. najuspešnejši pri Probankinem skladu Alfa, ki je v letu 2000 dosegel 30,8 % donos ob manj podvrednotenih delnicah, kot so bile leta 1996, in nižji inflaciji [5] in beleži v letu 2000 potrojeno čisto vrednost sredstev vzajemnih skladov [6]. V letu 2001 je bil najuspešnejši KBM Infond/Delniški s 30,12 % donosom [6]. Koncem maja 2002, ko so bile razmere precej podobne onim v marcu 1996 ali v juniju 1994 (le inflacija je bila mnogo nižja), je imel najuspešnejši Galileo nad 76 % donosnost, šest skladov je imelo donosnost zadnjega leta

nad 60 %, štirje nad 50 %, samo dva sta imela manj kot 30 %! V prvem polletju 2002 je bila povprečna donosnost vzajemnih skladov pri bistveno nižji inflaciji: letna 45,90 % in polletna 24,94 % [7]!

Poleg tega je potrebno dodati, da niso bili vsi skladi PD enako uspešni - pred leti največji Rastko se je v letu 1995 povečal za 40,1 %, Herman Celjski pa samo za 13,3 %. Rast donosov sklada PD Herman v začetku leta 1996 je pripisati predvsem nakupu delnic Kolinske, katerih tečaj se je od januarja do februarja 1996 podvojil. Taki donosi tudi v svetu niso nič neobičajnega - v 2. četrletju leta 2001 je npr. sklad Circus Capital Technology zrasel za 75,0 %, Russian Prosperity za 53,6 %, Prosperity Club Fund za 47,4 % [8]. *"Družina vzajemnih skladov ... omogoča lahek in cenen prehod iz enega sklada v drugega, ki ima drugačno vrsto, stopnjo donosnosti in rizičnosti naložb; investitorju nudi večjo likvidnost, DZU pa ohranja vrednost kapitala in s tem privablja nove investitorje,"* je vedel mentor specializantke in predsednik SS Agencije, prof. dr. Dušan Mramor [9].

Potrebno je omeniti pogosto manipulacijo Agencije glede donosnosti skladov. Upravljalec skladov PD naj bi *"obljubljajal, da bodo donosi v letu 1996 znašali od 30 % do 50 %"* [10]. Agencija se pri tem sklicuje na revijo Kapital z dne 22. 1. 1996 [11]. Uredništvo Kapitala je DZUjem zastavilo vsakoletnih, že standardnih 10 vprašanj, med njimi je bilo 9. vprašanje: "Kakšne donose pričakujete v letu 1996?" Agencija se je sprenevedala, da ne ločuje med obljubljenimi (promised?) in pričakovanimi (expected) donosi ali pa razlike resnično ni poznala. Drugi skladi so pričakovali nižje donose (povprečno med 18,4 % in 27,6 %), vendar so bile najvišje vrednosti spodnje in zgornje meje med "nad 20 %" in "35 %", kar ni bistveno manj kot pri PD. Ob tem je potrebno dodati, da je ista revija na 38. strani pisala: "Temni oblaki na daljši rok. Sramežljivo naraščanja tečajev vseh delnic, razen delnice Primofina, tečaj delnice Dadas že nekaj časa v negativnem trendu, ...". Investitorji so torej dobivali različne informacije o pričakovanih donosih.

Dokazila:

1. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.
2. Odgovor ATVP na pobudo PD Ustavnemu sodišču za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa, 10. 4. 1996.
3. Poročilo o stanju na TVP v letu 2000, ATVP, Poročevalec DZ, 61, str. 108-109, 9. 7. 2001.
4. Donosi vzajemnih skladov v letih od 1993 do 2001, fotokopije iz dnevnega tiska.
5. Delo, 8. 9. 2001 (in drugi dnevnik), vsakodnevna preglednica VEP "Vzajemni skladi".
6. Vzajemni skladi, Spremembe VEP v odstotkih, Delo, 3. 1. 2002 in 31. 5. 2002.
7. Poslovanje slovenskih vzajemnih skladov v prvem polletju, Fantastični donosi in rast sredstev, Večer, 12. 7. 2002.
8. Časnik Finance, 125, 19. 7. 2001, str. 8.
9. B. Bezjak, Računovodske rešitve v investicijskih skladih, specialistično delo, mentor D. Mramor, Univerza v Ljubljani, 1994, str. 10.
10. Odgovori na vprašanja in trditve, Agencija, prispelo iz Državnega zbora na Državni svet 22. 12. 1998, str. 5.
11. Poslovanje slovenskih vzajemnih skladov v letu 1995, Kapital, revija za borzno in davčno svetovanje, 22. 1. 1996, str. 20-24.

## 7.7 Tveganost naložb

Agencija omenja, da je naložba v vzajemne sklade bolj tvegana v primerjavi z bančnim depozitom [1]. Neodgovorno je bilo, da je država leta 1993, v drugi obravnavi ZISDU, zameglila sicer jasne kriterije iz predloga za izdajo zakona, ki so bili primerljivi z evropskimi, čeprav je bil kapitalski trg znatno manjši od trgov v evropskih državah. DZUji se 5 % omejitve 95/1. člena ZISDU niso držali pri kotirajočih delnicah takrat in se je očitno ne bi mogli držati danes. Višja,

10 % omejitev za kotirajoče papirje je zapisana v 95/2. členu ZISDU in je bila navedena npr. tudi v pravilih in prospektu vzajemnega sklada Herman Celjski [2].

Predloga novele ZISDU iz let 2001 in 2002 [3] zato v 61/5. oz. 68. členu ponovno navajata jasna in strokovna evropska merila (22/2. člen direktive) [4]:

- a) izpostavljenost investicijskega sklada do posamezne osebe ne sme presegati 10 % vrednosti premoženja investicijskega sklada, in
- b) vsota vseh izpostavljenosti investicijskega sklada, ki presegajo 5 % vrednosti premoženja investicijskega sklada, ne sme presegati 40 % vrednosti premoženja investicijskega sklada.

Na trgu je v tistem času prvih 10 vrednostnih papirjev pokrivalo 93 % vsega borznega prometa in so bili tudi v borznem indeksu SBI. Če bi katera koli DZU hotela imeti likviden portfelj, bi na vsak tak papir odpadlo povprečno 9,3 % sredstev. To ni bilo niti nezakonito (95/2. člen ZISDU) niti škodljivo in ne motnja - bilo je enostavno stvar ponudbe, dejstvo v letih 1995 in začetku 1996. Z zameglitvijo izpostavljenosti od evropskih 10 % na nedosegljivih slovenskih 5 % (kar bi zahtevalo vsaj 20 likvidnih delnic, in še to samo za sklade PD), se tveganost portfelja tudi teoretično ne bi bistveno izboljšala. Slovenski borzni trg s svojimi močno podcenjenimi delnicami ni bil uravnotežen in varianca ni bila pravo merilo za rizičnost portfelja. Agencija je z nezakonito razlago 95/1. člena ZISDU tveganost slovenskega trga (rizičnost države) izjemno povečala.

Agencija je nezakonito uporabila določila 95/1. člena ZISDU samo proti vzajemnim skladom PD, za druge pa je takrat in vse do danes pravilno uporabljala 95/2. člen. PD je imela za takratne razmere praviloma **razpršen in likviden** portfelj, ki je bil z občasnimi odstopanji verna slika sestave SBI ter je z delnicami Kolinske in MKZ le kratkotrajno presegel omejitve, ki so bile določene z ZISDU in tudi z 22. členom direktive Evropske skupnosti [3]. Enake sestave portfeljev so imeli takrat in jih imajo še danes drugi vzajemni skladi [5]. Agencija sama navaja, da je imelo 31. 3. 1996 kar 10 od 13 vzajemnih skladov večje število naložb, ki so presegale 5 % delež pri posameznem izdajatelju po 95/1. členu ZISDU - imeli so od 1 do 9 naložb, v povprečju 4,2 naložbe, ki so ta delež presegale [5]. Ravnanje Agencije 20. 3. 1996 zato ni bilo v skladu s proklamirano politiko uvajanja tržnega gospodarstva, borze in evropskega pravnega reda; v imenu takih neodgovornih dejanj uničiti premoženje malih investitorjev pa je bilo kriminalno dejanje. ATVP bi se morala zavedati, da vzajemni skladi PD niso Sadarjev kapital, temveč so to bila sredstva 3500 investitorjev in njihovih družinskih članov, zato ni škodovalo le eni osebi (Davorinu Sadarju), temveč tisočem državljanov.

V gradivu za 4. sejo SS Agencije, "*Možni ukrepi*" [7] je na str.2 navedena kot hujša kršitev dejstvo, da so imeli skladi med 23 % in 31 % denarnih sredstev! Na str. 4 je presežek nad zakonsko dovoljenimi 25 % denarnih sredstev celo omenjen kot možna bodoča utemeljitev za odvzem dovoljenja DZU PD za upravljanje vzajemnih skladov, ki bi jo Agencija poslala US. Iz zgoraj omenjenega gradiva Agencije [5] je razvidno, da je imelo nad 25 % sredstev v denarju in depozitih 7 od 13 drugih vzajemnih skladov, eden celo nad 50 % in pet nad 40 %. To se ujema s prikazom strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30. 6. 1996 [6], po katerem so depoziti znašali povprečno 31,3 % vseh sredstev.

Podatki Agencije o koncentraciji naložb PD v času pred ukrepanjem Agencije so zavajajoči. Deleži naložb v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi (v kotacijah A in B), so ostali med 31. 7. 1995 in 29. 2. 1996 pri skladih Diver in Neli približno enaki, pri Rastku se je delež znižal, pri Hermanu, ki je bil problematičen zaradi premajhnega vpisa kuponov, se je zvišal. Hkratno izboljšanje deleža posameznega izdajatelja za en sklad in poslabšanje vsote deležev vseh skladov PD lahko smatramo glede na rastoča sredstva vzajemnih skladov v obdobju od novembra 1995 do marca 1996 za sprejemljivo.

**Rizičnosti trga** se ne da odpraviti z večjo razpršitvijo naložb. Tveganje pri naložbah v vzajemne sklade v Sloveniji je po dosedanjih izkušnjah najbolj odvisno od ravnanja državnih organov. Njihov vpliv poveča rizičnost trga in je neprimerno večji, kot je vpliv razpršitve naložb. To dokazuje ne samo borzni zlom, ki ga je Agencija povzročila v drugi polovici marca 1996, temveč tudi druga dejanja države do investorjev na borzi. Določilo o največ 5 % deležu posameznih papirjev je v primerjavi s tveganjem glede državnih ukrepov nepomembno in ga je Agencije sama relativizirala s pravili za izdajanje začasnih dovoljenj [8]. Upošteva nevarnost ukrepov Agencije in Banke Slovenije je bila 10 % omejitev praktično enako varna kot 5 % [9].

Zmanjšanje obsega kapitala, ki je investiran v delnice, nima vpliva na ponudbo različnih vrst vrednostnih papirjev glede širine izbora. Na trgu je lahko le malo različnih papirjev, pa je njihova ponudba mnogo večja od povpraševanja. Prepoved vplačil kuponov prav nič ne poveča števila različnih papirjev. Prav nasprotno, likvidnost trga se zmanjša, z njo pa se zmanjša tudi število likvidnih vrednostnih papirjev, primernih za nakupe skladov. Agencija je dobro vedela, zakaj ni več različnih papirjev na borzi - podjetja so se bala prevzemov, še preden bi "pravi" lastniki poceni kupili dovolj velike deleže, zakona o prevzemih pa še ni bilo. Z omenjeno nelogično in nestrokovno hipotezo, češ da prepoved vplačil poveča razpršenost naložb, čeprav jo le zmanjša, je Agencija zavajala sodišča in javnost. Agencija naj bi bila prepričana, da znižanje sredstev skladov od 6 na 3,5 milijarde SIT poveča razpršenost naložb, tj. izbiro likvidnih papirjev. V resnici višina premoženja nič ne vpliva na izbiro, znižanje obsega premoženja pa ogroža likvidnost, saj kupcev ni več.

Dejansko je Agencija zavajala sodišča in javnost z izmišljenim konstruktom, da z »omejitvijo premoženja« skladi dosežejo večjo razpršitev naložb. Nizke deleže posamičnih vrednostnih papirjev v portfelju omogoča dovolj veliko število različnih in likvidnih vrednostnih papirjev, ne pa višina premoženja vlagateljev. Če je na trgu npr. deset različnih znamk avtomobilov in imajo vse enak tržni delež, ima vsaka 10 % delež, ne glede na vrednost nakupljenih avtomobilov. Če bi država omejila nakupe avtomobilov na polovico, bi vsaka znamka še vedno obdržala enak delež, 10 %, le število prodanih vozil bi bilo manjše. Pol manj prodanih avtomobilov ne bi znižalo tržnega deleža vsake od desetih znamk avtomobilov na 5 %. Podobno je pri delnicah, le da je še huje: pol manj premoženja za nakupe delnic pomeni nižjo likvidnost trga in posledično znižanje števila likvidnih papirjev, primernih za naložbe skladov. Znižanje premoženja vlagateljev ne poveča števila različnih delnic, ne spremeni tržnih deležev delnic v borznem prometu in tudi ne spremeni deležev teh delnic v portfeljih skladov.

Za 5 % deleže v portfelju je potrebnih vsaj 20 različnih, dovolj likvidnih papirjev, bilo pa jih je samo 10. Agencija je v svojem poročilu za leto 1994 [10] (str. 9) sama zapisala: "Deset najbolj trgovanih delnic v letu 1994 predstavlja 92,3 % celotnega prometa delnic." Popolnoma enaka številka je zapisana tudi v poročilu Agencije za leto 1995 [11]. V prvi polovici leta 1996 je po

podatkih Agencije [12] 10 najprometnejših delnic predstavljalo 92,5 % skupnega prometa z delnicami. Indeks SBI je v teh letih sestavljalo 10 do 14 najprometnejših delnic - če so bile te dobre za sestavljanje SBI, bi morale biti tudi za portfelj vzajemnega sklada. Gibanje obeh je tesno povezano.

Dokazila:

1. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.
2. Prospekt za javno ponudbo investicijskih kuponov vzajemnega sklada Herman Celjski, DZU PD, 30. 12. 1994. Pravila upravljanja vzajemnega sklada Herman Celjski, DZU PD. Oboje iz arhiva ATVP.
3. Predlog ZISDU - prva obravnava, Poročevalec DZ RS 27/35, 9. 5. 2001, str. 27 oz. 28/71, 16. 7. 2002, str. 26-27.
4. Evropska direktiva 85/611/EEC, Official Journal of EC No. L 375/3, 31. 12. 1985.
5. Jovan Lukovac, Upravljanje portfeljev investicijskih skladov, Tabela 2, referat na 13. tradicionalni konferenci Ljubljanske borze, Bernardin, 19. - 21. 5. 1996
6. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v prvi polovici leta 1996, Poročevalec DZ, 1, str. 64, 17. 1. 1997.
7. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
8. ATVP, Pravila za izdajanje začasnih dovoljenj DZU, 18. 10. 1995.
9. Miran Novšak, Investiranje, Društvo ekonomistov Maribor, 1999, sl. 1.
10. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev za leto 1994, ATVP, str. 9, 28. 6. 1995.
11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev za leto 1995, ATVP, str. 9 in 22, Poročevalec DZ 33/1996.
12. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v prvi polovici leta 1996, ATVP, str. 59 in 81, Poročevalec DZ 1/1997, 17. 1. 1997.

## 7.8 Zaostajanje privatizacije

O strukturi naložb smo že pisali v točki 7.7 (Tveganost naložb) ter zavrnilo argumente Agencije. Ti so šibki, ker so bile v času ukrepa Agencije tik pred kotacijo številne privatizacijske delnice in obveznice [1], med njimi delnice: Dolenjske banke (22. 3. 1996), Mercatorja (4. 4. 1996), Tovarne sladkorja Ormož (12. 4. 1996), Grosista Gorica (22. 4. 1996), Lesnine Emmi, Kompas hotelov, Slovenijalesa, Droge, Pinusa, Lisce, Loke idr., ki bi bistveno olajšale problem premalega števila likvidnih delnic. Zaostajanje privatizacijskega procesa za jasno sprejetimi in uzakonjenimi roki ne more biti stvar DZU in še manj investitorjev, ki so verjeli državi in podpirali njene odločitve o uvajanju tržnega gospodarstva, borznega trga, privatizacije, o povečanem varčevanju ipd. Ko je Ustavno sodišče ugotovilo, da je sklep Agencije od 20. 3. 1996 nezakonit, ker ne vsebuje roka veljavnosti, je Agencija 12. 6. 1996 naknadno določila 31. 10. 1996 kot rok veljavnosti, ker naj bi **"mesec prej, konec septembra potekel rok za vlaganje lastninskih certifikatov."** **"Do takrat bodo opravljene vse javne prodaje delnic, ... To bo povečalo ponudbo delnic in s tem možnosti za naložbe skladov"** [2], ki pa jih je po uničenju PD ostala samo še četrtnina! Torej je marca 1996 šlo za problem privatizacije in ne za nepravilnosti v PD! DZUji niso imeli vpliva na privatizacijo, država ga je imela.

Dokazili:

1. Letno poročilo za 1996 Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, Ljubljana, str. 26 in 27.
2. Vzajemni skladi omejeni do konca oktobra, Delo, 13. 6. 1996.

## 7.9 Iskanje pravne forme za prepoved prodaje kuponov vzajemnih skladov PD

13. 3. 1996 je SS Agencije sprejel predlagani sklep o prepovedi nadaljnje prodaje investicijskih

kuponov vzajemnih skladov PD brez pravne podlage [1]. Zato je vodstvo Agencije očitno dobilo dve nalogi:

- a) da objavi obvestilo za javnost [2], ki naj bi očitno pripravilo javnost na predvideno delno likvidacijo skladov PD,
- b) da do nadaljevanja seje čez teden dni pripravi kaj bolj verodostojnega za ukrepanje proti PD.

20. 3. 1996 je bila sprejeta odločitev o največjem obsegu vrednosti sredstev vzajemnih skladov v višini 3,5 mrd SIT in nič o "manipulacijah PD". Vendar ta sklep ni bil objavljen vse do 28. 3. 1996. Za sejo 20. 3. pripravljeno gradivo ni vsebovalo kakih novih "nepravilnosti" v PD. Inšpekcija Agencije je 13. 3. 1996 ugotovila, da so med sredstvi tudi dana posojila oz. terjatve od prodanih vrednostnih papirjev podjetju PRIOM d.o.o., vendar je Agencija 19. 3. 1996 šele zahtevala od APPNI v Mariboru bilance podjetja, ki jih je dobila 25. 3. 1996 - torej te niso mogle biti osnova za odločitev 13. ali 20. 3. 1996, pač pa je Agencija 14. 3. 1996 zahtevala vračilo posojila Priomu in uskladitev strukture naložb PD z zakonom. Drugim skladom take odločbe ni poslala, čeprav so imeli enaka ali še večja, s sklepom Agencije od 18. 10. 1995 dovoljena odstopanja od zakonsko predpisane strukture. Agencija je PD 14. 3. 1996 izdala odredbo o postopni uskladitvi naložb skladov, torej tudi navedeni odmiki niso mogli biti osnova za ukrepanje proti skladom PD.

Dokazili:

1. Predlog sklepov v zvezi s 7. točko dnevnega reda "Odločanje o posamičnih zadevah", 4. seja SS ATVP, 13. 3. 1996, točka 3.
2. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.

## 7.10 Preoblikovanje vzajemnih skladov PD

Vlagatelji so sklepali z DZU PD »Pogodbe o vplačilu«, katerih sestavni del so bila tudi »Pravila upravljanja«. Vzajemni skladi so bili pogodbeno določeni kot običajni »odprti« skladi, ki neprekinjeno sprejemajo vplačila oz. vpisujejo kupone (5. točka Pravil) in tudi neprekinjeno izplačujejo vrednosti kuponov (6. točka). Tako vrsto skladov pa je določal tudi ZISDU. Iz pogodbe in zakona izvirajoče lastninske pravice vlagateljev so zagotavljale: »odprt« vzajemni sklad, z zakonom usklajen postopek likvidacije vzajemnega sklada (9. točka Pravil) in postopek za spremembo Pravil upravljanja (7. točka). Postopek likvidacije in spremembo pravil upravljanja določa tudi ZISDU. Običajne sklade »odprtega tipa« je Agencija preoblikovala v enostransko zaprte tvorbe, ki jih nikjer na svetu ne poznajo in niso živlensko sposobni finančni posredniki, saj bi stalno samo izplačevali denar, nikdar pa ga ne bi sprejemali. Na ta način pa je vlagateljem odvzela pogodbeno pridobljene lastninske pravice (točke 5, 6 in 7) do »odprtega sklada« in normalnega izstopa iz tovrstnega sklada. Vlagatelji agencijskega preoblikovanja vzajemnih skladov [1,2] niso nikdar pričakovali, sicer ne bi vlagali v sklade in podpisovali pogodb. Agencija je na ta način kršila oz. odvzela z zakonom in s pogodbami pridobljene lastninske pravice vlagateljev:

- V bistvenih točkah je spremenila »Pravila upravljanja« in s tem odvzela pogodbeno pridobljene pravice vlagateljev, čeprav Agencija za spremembo pravil nima nobenih zakonskih pooblastil (7. točka);

- 28. marca je Agencija prepovedala objavljanje VEP (vrednost enote premoženja), čeprav je javna objava VEP zakonsko predpisana in tudi pogodbeno pridobljena pravica (4. točka);
- s prepovedjo vplačil in prepovedjo objave VEP je Agencija izvedla »de facto« likvidacijo skladov in odvzela še eno lastninsko pravico, pridobljeno po 9. točki (Postopek likvidacije), hkrati je tudi kršila zakon (ZISDU), ki določa poseben postopek likvidacije in ustrezne zaščitne mehanizme vlagateljev, npr. hkratno ustavitev vplačil in izplačil takoj na začetku postopka;
- Agencija je odvzela tudi pogodbeno pridobljeno pravico do nadaljnjih vplačil (5. točka) po osebni izbiri vlagatelja glede višine vplačila in izbire sklada.

Dokazili:

1. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 1996, str. 20.
2. Pravila upravljanja vzajemnega sklada Diver, Proficia Dadas d.o.o., družba za upravljanje investicijskih skladov, Šlandrova 10, Ljubljana

## 8. SKRIVANJE IN PONAREJANJE DOKUMENTOV

Takratno vodstvo Agencije je predrugačilo pravne listine z namenom, da bi se taka javna listina uporabila kot prava; s tem je kršilo 256. člen KZ. Tako je spravilo v zмотo Ustavno in Vrhovno sodišče, da sta ti v javni sodbi potrdili lažno listino, čeprav je vodstvo Agencije vedelo, da je lažna; s tem je kršilo 258. člen KZ. Prav tako je takratno vodstvo Agencije prikrilo spodaj navedeno, zaupno gradivo 4. seje SS Agencije pred preiskovalno komisijo, tako da ta kljub visokim stroškom ni mogla dokončati svojega dela; s tem je Agencija osumljena skrivanja uradne listine po 307. členu KZ.

### 8.1 Prikrivanje zaupnega dokumenta

V zaupnem dokumentu "*Možni ukrepi (v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas)*" [1], ki je bil predložen SS 20. 3. 1996 na osnovi sklepa iz prvega dela te seje (13. 3. 1996) [2], je SS sprejel predlog o prepovedi nadaljnjih vplačil investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD; da je šlo za posamičen ukrep je očitno tako iz naslova dokumenta [1] kot tudi iz dnevnega reda seje, saj so sklep sprejeli pod točko 7 - Odločanje o posamičnih zadevah [3]. Dokument ni bil znan niti sodiščem niti vladi niti preiskovalni komisiji DZ niti javnosti vse do julija 2000, ko ga je Agencija posredovala DS na njegovo izrecno zahtevo in predno je ponovno zaprla svoje arhive pred DS in s tem pred javnostjo. Na osnovi tega dokumenta je preiskovalna komisija DZ na svoji zadnji seji 6. 9. 2000 soglasno zavrnila predloženo *Poročilo preiskovalne komisije o sumu zlorabe javnih pooblastil...* To poročilo je bilo kasneje, kljub nasprotnemu sklepu komisije, v Poročevalcu DZ nepričakovano objavljeno [4], in se Agencija kljub neveljavnosti nanj že sklicuje [5].

Zaupni dokument [1] navaja kot ugotovljeno dejansko stanje, ki je bilo podlaga za ukrepanje, naslednji kršitvi PD:

- a) kredit družbi Priom,
- b) strukturo naložb (kršenje členov 93, 94/1, 95/1, 97/1 in 97/2).

V zvezi s tem je SS Agencije sprejel sklep, da se "PD izda odredba o odpravi pomanjkljivosti v zvezi z vrnitvijo kredita Prioma z rokom 8 dni ter odredba o odpravi pomanjkljivosti v zvezi s strukturo naložb vzajemnega sklada z rokom 60 dni" (sklep 2, add 7) [3]. Taki odredbi sta bili PD izdani, prva z datumoma 14. 3. 1996 [6], druga z datumom 20. 3. 1996 [7]; slednja je bila verjetno odposlana v petek, 22. 3., PD jo je prejela v ponedeljek, 25. 3. 1996. Te kršitve torej niso mogle biti vzrok za sprejem Sklepa št. 4 o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov (add. 7) [3].

Isto velja tudi za *Pojasnila*, ki jih je Agencija predlagala 14. 3. 1996, sprejela 20. 3. 1996 [8] in jih DZUjem posredovala domnevno (datuma ni) 22. 3. 1996. Pojasnila z dne 22. 3. se bistveno razlikujejo od onih z 20. 3. (dodan je razdelek o terjatvah, pojavijo se nezakonite "povezane osebe" in svojevoljno tolmačenje členov 99 in 95/4 ZISDU, izgine 25 % omejitev naložb v denarna sredstva iz 95/1. člena ZISDU, ki so jo presegali skoraj vsi skladi, izgine tudi v zaupnem dokumentu omenjena "hujša kršitev" PD), kar je zahtevalo še dva dni dela! Zato tudi Sklep ni bil odposlan naslednji dan po seji.

*"Pojasnila v zvezi z uporabo posameznih določb ZISDU o naložbah investicijskih skladov"* ne morejo veljati za nazaj. Takrat naj bi bilo za "izredno stanje" krivo pomanjkanje delnic. V resnici je bilo papirjev dovolj, skromen je bil le izbor likvidnih papirjev, ki sam po sebi ne povečuje cen. Teh bi moralo biti v idealnem primeru za 5 % deleže vsaj 20, bilo pa jih je samo 7, torej komaj tretjina potrebnih. Vendar so na trg prihajali novi, ki so obetali izboljšanje likvidnosti in večjo razpršitev tveganj. Agencija je dobro vedela, da nekatera podjetja odlašajo s prihodom na borzo [9]; skupaj z drugimi državnimi organi bi to dogajanje lahko pospešila, prav gotovo pa zanj ni mogla kriviti PD ali investitorje v vzajemne sklade.

Pojasnila [8] niso bila podzakonski akt ZISDU. Agencija ni bila pooblaščenca za izdajo tovrstnega podzakonskega akta, podrobneje lahko ureja posamezna vprašanja samo, kadar je v ZTVP, ZISDU ali drugem zakonu tako določeno. Tudi če bi v tem primeru šlo za zakonito uredbo, bi morala biti le-ta objavljena v Uradnem listu (UL) RS in bi lahko veljala samo za naprej, ne za nazaj. Priložena pojasnila niso bila objavljena, nimajo niti datuma niti podpisa. Sprejeta so bila na 4. seji SS Agencije, 20. 3. 1996, torej na isti seji kot Sklep o "omejitvi" (pravilneje: znižanju) **premoženja investitorjev** na 3,5 milijarde SIT. DZUji so jih prejeli 25. 3. 1996, torej po spornem početju Agencije.

V Pojasnilih je npr. trditev (točka 1.3/3), da sme biti denarni depozit naložen samo pri bankah, kar pa niti v 38. niti v katerem drugem členu ZISDU ni navedeno. Nasprotno, *Sklep Agencije o vsebini letnega in polletnega poročila o poslovanju investicijskega sklada* ima v bilanci stanja med sredstvi pod točko 4. "dana posojila in depozite" [10], iz česar očitno izhaja pozitiven odnos podzakonskega akta Agencije do posojil in depozitov.

Tudi 95/1. člen ZISDU ne piše o 5 % omejitvi denarnih sredstev v obliki denarnega depozita, temveč o vrednostnih papirjih istega izdajatelja. O denarnih sredstvih piše 94/2. člen ZISDU, ki pa postavlja 5 % kot spodnjo mejo in torej dopušča več kot 5 % delež likvidnih, denarnih



sredstev. Podobne polresnice in prevare je odkrili tudi mag. Matevž Krivic kot ustavni sodnik-poročevalec [10].

Ob tem opozarjamo na pogosto antidatiranje dokumentov Agencije (npr. gradivo za ustavno sodišče od 12. 4. 1996) oz. njihovo izdajanje brez navedbe datuma (npr. *Pojasnila*).

Dokazila:

1. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas" s 4 prilogami in delnim poročilom o opravljenem pregledu Dadas BPH dne 19. 3. 1996 v zvezi z vzajemnimi skladi na upravljanju pri Proficiji Dadas.
2. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 13. 3. 1996: "Predlog sklepov v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Profica Dadas".
3. Zapisnik 4. seje strokovnega sveta ATVP, 13. in 20. 3. 1996.
4. Poročilo preiskovalne komisije DZ o poteku in ugotovitvah preiskave ter razlogih, zaradi katerih parlamentarna preiskava o sumu zlorabe javnih pooblastil, za vzroke, okoliščine in posledice dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 in uresničevanju zakonskih nalog Agencije za trg vrednostnih papirjev v obdobju 1995-1997, vključno z vsemi njenimi organi, ni bila končana, Poročevalec DZ 78 (2000), str. 39-49, 12. 9. 2000.
5. Pismo Agencije št. 654/01-AB Cvetki Nograšek, Celovška c. 189, Ljubljana, 31. 5. 2001.
6. Odredba ATVP o odpoklicu kreditov Priomu v roku 8 dni in pričetku izboljševanja strukture naložb v vzajemnih skladih PD, 14. 3. 1996.
7. Odredba ATVP o odpravljanju različnih pomanjkljivosti v rokih od 8 do 60 dni, 20. 3. 1996.
8. Pojasnila ATVP v zvezi z uporabo posameznih določb ZISDU in obvezni hrambi vrednostnih papirjev investicijskih skladov, sprejeto 20. 3. 1996, izdano verjetno 22. 3. 1996?
9. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1995, Poročevalec DZ, 33, str. 32, junij 1996.
10. Matevž Krivic, Ločeni mnenji k ustavnima sodbama U-I-77/96 in Up 348/96.

## 8.2 Scenarij za uničenje PD z »de facto« likvidacijo vzajemnih skladov

Če bi Agencija v PD ugotovila pomanjkljivo dokumentacijo, če PD ne bi predložila ustreznih dokazil in pogodb, potem bi Agencija morala ravnati po ustreznih členih zakona proti odgovornim osebam in PD ali uporabiti druge pravno dovoljene poti, ne pa skonstruirati domnevno bodoče izredno stanje v državi (na trgu vrednostnih papirjev) [1], z zlorabo pravne forme (112/3. člena ZISDU) poseči v premoženje investitorjev in ga "omejiti" (tj. nezakonito delno likvidirati) na 59 % [2], s čimer je kršila lastninske pravice investitorjev in povzročila razprodajo delnic, padec njihovih cen in realizirano izgubo skladov.

Agencija je pri pregledih DZU PD dne 8. in 11. 3. 1996 ugotovila nekatere pomanjkljivosti v strukturi naložb skladov PD po členih 94, 95 in 97 ZISDU ter nezavarovan kredit družbi PRIOM. Zato je 14. 3. 1996 izdala odredbo za njihovo odpravo. Poznala je seveda 95/2. člen ZISDU in strokovno utemeljeno evropsko direktivo 85/611/EEC, ki določa kot največjo izpostavljenost sklada do posamezne osebe 10 % vrednosti premoženja sklada in kot vsoto takih izpostavljenosti največ 40 % te vrednosti (točka 7.7, Tveganost naložb). Agencija je dobro vedela, da bo PD prišla v nerešljivo zanko, ker ne bo mogla izpolniti nenadne, nezakonite (tudi nestrokovne in neevropske) zahteve Agencije iz 95/1. člena ZISDU (največ 5 % naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja).

Dejstvo, da je bilo Agenciji vnaprej jasno, da bodo z njenim Sklepom oškodovani predvsem vlagatelji v vzajemne sklade DZU PD, je priznal takratni predsednik SS Agencije, prof.dr. Dušan Mramor: »*To ni lahka odločitev, ko si enkrat v takem položaju, da moraš odločiti, da pač ti*

*ljudje bodo izgubili...*« [5] s čimer je menil vlagatelje v vzajemne sklade PD in vlagateljsko premoženje (sklade).

Gradivo za sejo SS 20. 3. 1996 je vsebovalo scenarij za uničenje in likvidacijo skladov PD [1]. Likvidacija zaradi kakršnekoli "napake" PD je bila programirana, kar dokazujeta:

- a) točka 3.1: "Če DZU ne bo ravnala v skladu z odredbo o odpravi pomanjkljivosti, bo v skrajnem primeru potrebno opraviti postopek odvzema dovoljenja in likvidacijo vzajemnih skladov. Postopek je opisan v točki 4." in
- b) točka 4. Postopek odvzema dovoljenja, v kateri Agencija med razlogi za možen odvzem dovoljenja v dokumentu omenja: "... če DZU ne bo ravnala v skladu z odredbami o odpravi pomanjkljivosti, bi prišla v poštev razloga iz 1. ali 2. alinee 118. člena ZISDU" (če DZU ne ravna v skladu z odredbo Agencije ali huje krši določbe ZISDU).

V točki 4 je bil določen tudi terminski plan odvzema dovoljenja, ki bi se z odločbo Vrhovnega sodišča končal v T + 83 dneh. Dejansko se je končal v T + 76 dneh! Agencija še ni vedela, katero od točk bo najprimerneje uporabiti za odvzem dovoljenja. Vendar ni bilo potrebno čakati odrejenih 60 dni na dan T - po prenosu skladov v skrbništvo Priomu je izkoristila hitrejšo rešitev z rokom T = 8 dni (28. 3. 1996, prenos v skrbništvo, točka 9.1)! Namesto v 143 dneh je stvar končala v 84 dneh. Seveda je bilo potrebno tudi "prepričevanje" na sodiščih, da je lahko izigrala več zakonov.

Vsaj 3 člani SS, ki sodelujejo v vrhu oblasti in nadzoru borznega trga od začetkov privatizacije in razvoja borze do danes, so to zadevo dobro poznali, saj so že dve leti pred temi dogodki pisali, da je borzno zakonodajo v Sloveniji potrebno omiliti ("reduce the strictness of the regulations) in skladom dovoliti 20 % (namesto 10 %) omejitev pri vlaganju kapitala v delnice ene družbe ("20 % of their assests into the shares of one company") [4]. Vedeli so, da vzajemni skladi praktično ne morejo izpolnjevati neživljenjskih določil domače zakonodaje glede vlaganj v delnice ("practically impossible for mutual funds to conform with a 'strict' interpretation of the law"). Vedeli so, da bo obilje delnic znižalo njihove cene in imelo negativen učinek na primarni trg. Dovolili so, da je bil kapitalski trg uporabljen kot orodje za hitro prerazdeljevanje in koncentriranje lastništva na osnovi nizkih začetnih cen delnic!

Dokazila:

1. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
2. Sklep ATVP o določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov, 20. 3. 1996, UL RS 17/96, 29. 3. 1996.
3. Odredbi ATVP o odpravi pomanjkljivosti v DZU PD, 14. in 20. 3. 1996.
4. A. Rop, I. Kušar and D. Mramor, Privatization in Slovenia - 1994, CEEPN Ann. Conf. Ser. 5, 386-407, 1994.
5. Magnetogram 137. seje Odbora Državnega zbora za finance in kreditno-monetarno politiko, 22. 10. 1996

### 8.3 Ponarejena listina

Investicijski sklad sme imeti po 95/1. členu ZISDU do 5 % svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja, po 95/2. členu pa do 10 % vrednostnih papirjev istega izdajatelja, če kotirajo na borzi. Agencija je pri citiranju členov v "Možnih ukrepih ..." [1] (namenoma) izpustila citiranje

95/2. člena ZISDU, ki dovoljuje do 10 % naložb v vrednostne papirje istega izdajatelja. S tem je zavedla člane SS Agencije, ki so na mizo dobili samo citat 95/1. člena s 5 % omejitvijo.

Naj navedemo dodatni dokaz o neresničnosti trditev v dokumentu "*Možni ukrepi*". V razdelku "2. *Ugotovljeno dejansko stanje, ki je podlaga za ukrepanje*", so bile v točkah 2.2 do 2.5 navedene kršitve 94., 95. in 97. člena ZISDU glede naložbene strukture vzajemnih skladov PD (točka 7.7, Tveganost naložb). V točki 3.2 smo že citirali letna poročila Agencije, iz katerih sledi, da so imeli »neustrezno« strukturo naložb vsi vzajemni skladi in skladi PD niso bili kakšna posebna izjema. Velika večina skladov je še v letu 1997 poslovala brez ustreznega dovoljenja in skladi PD tudi v tem pogledu niso bili izjema.

Namesto možnih zakonitih ukrepov je Agencija izigrala 112/3. člen (za izredne razmere v državi), omejila premoženje vlagateljev in s tem preoblikovala običajne vzajemne sklade odprtega tipa v enostransko zaprte in nefunkcionalne tvorbe, ki naj bi denar samo izplačevale. Vzajemni skladi so finančni posredniki, ne pa izdelovalci denarja. Na ta način je Agencija nezakonito preoblikovala običajne vzajemne sklade v zgolj izplačilno - razprodajne, ki so premoženje le izgubljali. Skladi so postali v bistvu likvidacijski skladi, le brez zakonsko predpisanega postopka in brez predpisanih zaščitnih ukrepov za vlagatelje ter brez zakonsko predpisanih razlogov. Agencija je s tem odvzela lastninske pravice vlagateljev, ki so jih slednji že prej pridobili s Pogodbo o nakupu kuponov in z zakonom. Izsiljena odprodaja VP ob hkratnem borznem zlomu je povzročila velike realizirane kapitalske izgube skladov in zmanjšanje premoženja vlagateljev.

»Neustrezna« struktura portfelja določenega vzajemnega sklada bi bila kvečjemu napaka upravljalca tega sklada, torej določene DZU, ne pa bodoče hujše motnje pri poslovanju vseh vzajemnih skladov. Agencija kasneje proti drugim DZU-jem (z izjemo Nike) ni podobno ukrepala, zato so ti skladi imeli in še imajo strukturo, ki je ekonomsko smotrna [6] in je skladna tako s 95/2. členom ZISDU kot z evropsko direktivo (85/611/EEC, 22. člen) [7]. Agencija je očitno želela realizirati prepoved vplačil v sklade Proficie Dadas, za katero se je SS odločil že 13. marca 1996 brez zakonske podlage. Pod 7. točko (Posamično zadevo) so obravnavali »Predlog sklepov v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Proficia Dadas«, ki je v tretji točki pisal o ukrepanju zoper DZU PD: »Prepovedo se nadaljnje prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov, dokler DZU ne uskladi poslovanja in naložb vzajemnih skladov in pridobi dokončnega dovoljenja za poslovanje vzajemnih skladov.« Strokovni svet je 20. 3. 1996, ko je sprejemal sporni sklep, le nadaljeval obravnavo iste, 7. točke (Posamične zadeve) dnevnega reda iste seje, ki jo je začel že 13. 3. 1996.

V *Možnih ukrepih* [1] so pod točko 3.3. izrecno zapisali: "*Da bi preprečili nadaljnje vpisovanje investicijskih kuponov (torej zaščitili vsaj bodoče investitorje), je mogoče sprejeti enega od spodaj navedenih ukrepov.*" Agencija je torej odpisala premoženje obstoječih investitorjev, ki jih štiti 147/3. člen ZTVP. Ta člen ne govori o bodočih investitorjih, temveč samo o investitorjih, torej dejanskih, obstoječih. Še več, na isti strani je Agencija zapisala: "*Zaradi počasnejšega poteka privatizacije ... obseg kapitalizacije borznega trga vrednostnih papirjev narašča počasneje kot narašča obseg vzajemnih skladov. Slednje pa bo privedlo do hujših motenj ...*". Do 27. marca 1996 je bilo končanih 78 javnih prodaj delnic, prodaja je bila v teku za 6 podjetij, v aprilu je bilo napovedanih še 10 javnih prodaj [6]. Poleg tega so prav tiste dni na trg prihajali

novi papirji iz privatizacije [7] (22. 3. Dolenjska banka, 4. 4. Mercator, 12. 4. Tovarna sladkorja Ormož, 22. 4. Grosist Gorica, maja Slovenijales, Lesnina Emmi in Kompas hoteli, junija Droga, Pinus, Loka in Lisca) in še več obveznic. Skupaj je bilo v prvem polletju za 2,2 mrd SIT javnih ponudb za denar in za 4,5 mrd SIT javnih ponudb po zakonu o lastninskem preoblikovanu podjetij (Poročevalec DZ 1/1997, str. 79-80).

Dokument "*Možni ukrepi*" in letno poročilo Ljubljanske borze [8] dokazujeta, da tega dne izrednih razmer po 112/3. členu sploh ni bilo in zato ni bil izpolnjen zakonsko predpisan pogoj za uporabo 112/3. člena (preoblikovanje skladov in odvzem lastninskih pravic vlagateljem pa sta sploh v vsakem primeru nezakonita). Nasprotno, od objave strašilnega obvestila Agencije za javnost, 15. 3. 1996, oz. pravilneje od sklepa o "uničenju Sadarja" in očitne zlorabe te notranje informacije na borznem trgu, 12. 3. 1996, so tečajji na trgu strmo padali [9]. Danes nas čudi, da je Ustavno sodišče (US) prezrlo mnenje ustavnega sodnika mag. Matevža Krivica, ki je ob sodbi US v odklonilnem ločenem mnenju zapisal o izrednem stanju: "... v odločbi (Agencije) manjka ugotovitev, da so bili izpolnjeni pogoji (po 3. odstavku 112. člena) in zakaj." [10]

Dokazila:

1. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
2. Poročilo o delu ATVP za leto 1996, Poročevalec DZ 21/1997, str. 47.
3. Poročilo o delu ATVP za leto 1997, Poročevalec DZ 42/1998, str. 49.
4. DZU Probanka, Portfelji vzajemnega sklada Alfa, 31. 3. in 30. 6. in 30. 9. in 31. 12. 2001. Kmečka družba, KD Točka, 2/1, julij 2000: Največje naložbe v vzajemnih skladih Kmečke družbe (Rastko, Galileo, Bond). KBM Infond, Naložbe vzajemnih skladov Delniški, S.P.D., Hrast, 31. 3. 2002. Objave portfeljev v letnih pregledih poslovanja vzajemnih skladov v Kapitalu - npr. 22. 1. 1996, str. 20-24.
5. Evropska direktiva 85/611/EEC, 22. člen, Official J. of EC No. L 375/3, 31.12.1985.
6. Končanih 78 javnih prodaj delnic, Kapital, 1. 4. 1996, str. 26, 27.
7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996, Poročevalec DZ, 21, str. 32, 6. 6. 1996.
8. Letno poročilo 1996, Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, str. 20.
9. Slovenska borzna indeksa SBI in LB 13, Delo, 30. 3. 1996.
10. Odločba ustavnega sodišča št. U-I-77/96 o zakonitosti sklepa ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996; odklonilno ločeno mnenje sodnika Krivica, 3. 6. 1996.

## 8.4 Zavajanje Strokovnega sveta in sodišča

Po izjavi člana SS in predstavnika Banke Slovenija, Aleša Žajdele na zaslišanju pred preiskovalno komisijo Državnega zbora [1], člani SS Agencije niso bili izrecno opozorjeni, da je trenutni kapital vzajemnih skladov PD s 6 milijardami SIT močno presegal sprejeto omejitev vrednosti skladov, 3,5 milijarde SIT. Dejal je: "*Nismo želeli poseči v že zbrane vloge in mislim, da tudi skladi Proficie niso presegali te meje*". Skrben pregled dokumentov, ki so bili predloženi SS na 4. seji 13. in 20. 3. 1996 Š2,3Ć, in zapisnika [4] kaže, da so člani SS gradivo za sejo dobili "na klop" in se niso imeli časa seznaniti z dejanskim stanjem vlog - tako jih je vodstvo Agencije zavedlo tudi v tem pogledu.

Na 4. seji SS Agencije je bil določen največji dovoljeni obseg sredstev vzajemnih skladov v višini 3,5 mrd SIT. Agencija v predlogu ni napisala, da skladi PD za 2,5 mrd SIT presegajo to vsoto, je pa za to vedela [5]. 3,5-milijardna zgornja meja naj bi bila določena tako, da so delniško tržno kapitalizacijo 39 milijard SIT delili s številom DZU (11) [6]. To je najprej nezakonito, saj

112/3. člen, na katerem temelji sklep Agencije, ne piše o DZUjih temveč o skladih. Če bi Agencija delniško tržno kapitalizacijo 39 milijard SIT delila s številom skladov (17) in dobljeno vrednost nato pomnožila s številom skladov PD (4), bi dobila "omejitev" 9,2 (in ne 3,5) milijarde SIT in problema sploh ne bi bilo. Na ta, večkratno napačen način so dobili neke vrste povprečno delniško kapitalizacijo na vse sklade ene DZU, ne pa povprečne delniške kapitalizacije enega sklada. Ker so imeli skladi PD nadpovprečne vrednosti premoženja, saj so obsegali 64 % vsega kapitala vzajemnih skladov, je omejitev visoko presegala njihovo trenutno stanje.

Vzeti delniško tržno kapitalizacijo in jo deliti s številom DZUjev je dodatno strokovno napačno, ker so na trgu različni udeleženci (ne samo vzajemni skladi) in ker imajo DZUji različne deleže (po številu skladov in po obsegu kapitala). Trditev Agencije se v celoti sesuje, če vemo, da je bil v gradivu [4] za sejo 20. 3. 1996 predlagan največji obseg sredstev vzajemnih skladov posamezne DZU v višini 3,0 mrd SIT! Utemeljitev so v tej in drugih zadevah iskali na seji in kasneje, ko je prišlo do (ne)pričakovanih težav.

Če bi Agencija (mimo zakona) omejila višino skladov, tj. "skup premoženja" investorjev ene DZU npr. na 12 milijard SIT ob času, ko je bilo zbranih za 6 milijard premoženja, kakšnih večjih posledic ali škode za investitorje ne bi bilo. Če pa Agencija npr. omeji višino premoženja investorjev (zakon ji tega ni omogočal) na 3 milijarde, v trenutku, ko je že zbranih 6 milijard, pa to pomeni, da DZU lahko samo še razprodaja velike količine papirjev (najmanj za 3 milijarde SIT), dokler omenjeno premoženje ne bi padlo na 3 milijarde. Agencija je sicer trdila, da ni zahtevala takojšnje likvidacije skladov PD, dejansko pa je šlo za takojšnjo nezakonito delno likvidacijo. Padanje premoženja se ne bi ustavilo pri 3 milijardah:

- a) močna ponudba na trgu bi ustavila povpraševanje, ker bi vsi vedeli, da bodo cene padle in bi vsi čakali na še nižje cene;
- b) investitorji bi v dolgi vrsti čakali na izplačila kuponov, ker bi prej izplačani kupon pomenil več rešenega premoženja;
- c) zaradi povečane poudbe na trgu bi cene na trgu še bolj padle[7].

Agencija je opisano likvidacijo dejansko izvedla, povzročila razvrednotenje premoženja in oškodovanje lastnikov ter trajno onemogočila poslovanje investicijskih skladov ene DZU.

Dokazila:

1. Tipična manipulativna skupina, Večer, 18. 5. 1999.
2. Predlog sklepov v zvezi z ugotavljanjem nepravilnosti pri poslovanju DZU PD, gradivo za 4. sejo SS ATVP, 13. 3. 1996.
3. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas". Priloga 3 (ukrepi).
4. Zapisnik 4. seje strokovnega sveta ATVP, 13. in 20. 3. 1996.
5. Zaupna informacija o ukrepih Agencije v zvezi z vzajemnimi skladi, 5. 4. 1996.
6. Odgovor ATVP na pobudo Ustavnemu sodišču, 10. 4. 1996 ob 12.20. uri, str. 3.
7. Pojasnila direktorja Kmečke družbe, Matjaža Gantarja, Kmečka družba d.d., Stegne 21, 1000 Ljubljana.

## 8.5 Izigravanje zakona

Marca 1996 naj bi šlo za **hujše motnje pri poslovanju vzajemnih skladov**, kar naj bi zahtevalo izredne ukrepe skladno s 112/3. členom ZISDU. Agencija 20. 3. 1996 sploh ni izrecno ugotovila,

da so hujše motnje takrat sploh bile, še manj, kaj naj bi jih povzročilo! Motenj na trgu sploh ni bilo, zato si je Agencija kasneje izmišljala razne razloge in vzroke za motnje (točka 8.9, "Spirala" neresnic). Ekonomska analiza dogajanj na trgu vrednostnih papirjev v tistem času (razmerji: tržna vrednost delnice in dobička na delnico, tržne in knjigovodske vrednosti delnice), je pokazala, da na trgu ni šlo za tržno neravnovesje, ki bi povzročilo hujše motnje pri poslovanju skladov. Cene delnic so bile še vedno močno podcenjene, kar kaže npr. primerjava tržnih cen bank, ki so bile pod knjigovodsko vrednostjo, medtem ko so normalno znatno nad njo. Zaupni dokument Agencije "*Možni ukrepi*" [1] sam priznava, da takega stanja ni, temveč (napačno in neutemeljeno) domneva, da **bo** do njega šele prišlo. Direktor ATVP je na tiskovni konferenci 29. 3. 1996 govoril, da **bi** prišlo do motenj (Večer)[2]. In prav zaradi početja ATVP **je** do njih tudi res prišlo!

V oči pade tudi prehod od posamičnega k splošnemu v zgoraj omenjeni spremembi zapisnika seje SS Agencije in temu ustrezna sprememba sklepa iz prvega dela seje (točka 9.2, Ponarejanje listin). Razlago daje zgoraj omenjeno, julija 2000 pridobljeno gradivo "*Možni ukrepi*" [1]. Agencija je na 4. str. zapisala: "*Zoper odločbo, s katero se PD prepove nadaljnje vpisovanje investicijskih kuponov, izdano na podlagi 4. odst. 112. člena ZISDU, je dopustna pritožba na Vrhovno sodišče. Pritožba zadrži izvršitev te odločbe. Menim tudi (z 99% gotovostjo), da bi pritožnik s takšno pritožbo uspel, saj se navedeni določbi nanašata na zunanje (objektivne) dogodke in ne na notranje (način poslovanja sklada) dogodke, ki se tičejo poslovanja posamičnega sklada.*" Zato v nadaljevanju predlaga sklep Agencije na podlagi 3. odst. 112. člena ZISDU, s katerim si obeta uspeh pred US. Iz zadnjega citata, ki je pisan v 1. osebi ednine, sklepamo, da je "*Možne ukrepe*" pisala ena sama oseba.

Odkriti zaupni dokument potrjuje odklonilno ločeno mnenje ustavnega sodnika, mag. Matevža Krivica, ki je ob sodbi US zapisal [4]: "*Agencija je izvedla intervencijo po 3. odstavku na način, za katerega nima zakonskega pooblastila, namesto da bi izvedla tovrstno intervencijo po 4. odstavku istega člena, torej s posamičnim aktom zoper posamezno investicijsko družbo (PD) in ne z navideznim splošnim aktom po 3. odstavku. Uporabljeni splošni akt je ... ustavno sporen v dveh pogledih. Prvič ... nima zakonske podlage oz. pomeni hud poseg v lastninska razmerja prizadete družbe in investitorjev celo brez zakonskega pooblastila, ne le z njegovim morebitnim prekoračenjem. ... Drugič, vsebina tega domnevnega oz. formalno splošnega akta je očitno in izrazito namenjena le eni pravni osebi ... s čimer je ... prišlo do tega, kar teorija imenuje 'zloraba pravne forme' ...".*

Iz istega razloga je dal odklonilno ločeno mnenje tudi ustavni sodnik, dr. Lovro Šturm [3]: "*... izpodbijani akt ni predpis, ampak generalni konkretni akt. ... S konkretnim pravnim aktom se ne postavlja pravnih pravil, ki posredno delujejo na pravne odnose, temveč se ti odnosi neposredno in konkretno regulirajo. ... S podzakonskim predpisom se predpisuje generalno in abstraktno pravilo, ki bo veljalo za vnaprej nedoločeno število primerov, s konkretnim pravnim aktom pa se odloča o nekem konkretnem primeru.*"

Agencija je 20. 3. 1996 besedo "*delno*" uporabila za enostransko omejevanje prodaj investicijskih kuponov vzajemnih skladov ene DZU. Tako je v nasprotju z zakonito prekinitvijo poslovanja vseh skladov prepovedala prodaje kuponov le skladom ene same DZU. Agencija je zato morala protizakonito izpustiti besedo "*začasno*" in besedo "*prekiniti*" zamenjati z "*omejiti*"; ta trik (točka 6.3) je vodstvo Agencije najprej SS Agencije in potem javnosti in

sodiščem ponujalo kot "milejši" ukrep, čeprav je bil za vlagatelje in lastnike vzajemnih skladov PD uničujoč. Naj dodamo, da besede "delno" v Predlogu za izdajo zakona [5] ni bilo, kar je razumljivo, saj je bil pisan po primerih iz tujine in po direktivah EZ. Besedo "delno" so vnesli v drugem branju [6], ne da bi o tem izrecno obvestili zakonodajno telo (točka 1.2). Agencija je dobro vedela, kako pomembna je začasnost odloka, zato je v gradivu za SS pri citiranju 112/3. člena ZISDU zavestno izpustila besede "v celoti ali delno **začasno**" [1].

Ustavno sodišče ni preverjalo dejanskega stanja, ki ga je Agencija zavestno potvorila, in ni bilo seznanjeno z dejstvom, da njeni argumenti ne držijo, ker to takrat še ni bilo znano. Ustavno sodišče je sicer kot pritožbeno sodišče po 365/2. členu Zakona o pravnem postopku uradno dolžno upoštevati zmotno uporabo materialnega prava.

Ustavno sodišče je odločilo le v obsegu postavitve zahtevka, tj. upravičenosti enostranske prekinitve poslovanja, ne pa omejitve sredstev (premoženja) investitorjev in kršenja njihovih lastninskih pravic, pri čemer je odločilo, da bi Agencija za takšno omejitev morala določiti rok trajanja omejitve in je bil Sklep torej skoraj 3 mesece v neskladju z zakonom. Velika razlika je, če zdravnik bolniku sporoči, da ima neozdravljivega raka, ali če mu reče, da bo čez pol leta spet popolnoma zdrav! Začasnost v zakonu ni navedena slučajno, saj izredno stanje ne more in ne sme trajati večno. V tem času so bili skladi PD pokončani in realizirana velika izguba, saj je SBI padel od 1560 na skoraj 1000 točk [7], investitorji so 20. 5. oz. najkasneje 25. 5. 1996 podpisali pogodbe s PD in Dadasom PS. Dotlej je bila porabljena gotovina in prodanih veliko najbolj likvidnih vrednostnih papirjev po razprodajnih cenah.

Agencija je z dodatnim sklepom 12. 6. 1996, ki ga je povezala z zaključkom lastninjenja [8], formalno zadostila odločbi Ustavnega sodišča, ko je kot rok za upoštevanje 3,5 milijardnega limita postavila datum 31. 10. 1996 [9]. Vendar je že istega dne (12. 6. 1996) začela postopek za odvzem dovoljenja Dadas BPH, kar je dokončno likvidiralo premoženje investitorjev v sklade PD. Prav gotovo bi bilo ravnanje PD in vlagateljev drugačno, če bi Agencija **20. 3. 1996** določila **polletni rok** veljavnosti omejitev ter prepovedi vplačil **in izplačil!**

Direktor Slovenskega inštituta za revizijo in predstavnik Zveze računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Marjan Odar je bil stalni član SS Agencije in je bil prisoten na 4. seji SS, 13. in 20. 3. 1996. Če že dobro plačani "strokovnjaki" Agencije niso poznali osnovnih pravil stroke, bi se moral vsaj on spomniti svojega članka o **časovni neomejenosti** delovanja vzajemnih skladov [10]: "... sklad obravnavamo kot delujoče podjetje (going concern), torej tako, ki bo v dogledni prihodnosti še vedno poslovalo. Po tej predpostavki sklad nima niti namena niti potrebe, da bi ustavil ali **občutno skrčil obseg** svojega poslovanja." in: "... temeljne računovodske postavke, na katerih temeljijo mednarodni pa tudi slovenski računovodski standardi, ... bodo vgrajene tako v pravilnik o vodenju računovodstev vzajemnih skladov kot tudi v ustrezni računovodski standard."

Ustavno sodišče ni nikoli obravnavalo niti odločalo o primernosti sklepa Agencije glede:

- a) resničnosti leta 1996 prikazanega dejanskega stanja;
- b) omejevanja premoženja vlagateljev;
- c) kršenja lastninskih pravic investitorjev ter posledičnega oškodovanja investitorjev;

d) kršitve ustave in človekovih pravic zaradi posega v lastninske pravice investitorjev,

ker mu zahtevke v tej smeri ni bil nikoli postavljen. Odločitev o delni likvidaciji premoženja vlagateljev je samovoljno sprejela Agencija. Da je Agencija zavestno manipulirala, je ugotovil že bivši ustavni sodnik Matevž Krivic ("zloraba pravne forme" v U-I-77/96 [4] oz. "delno zavajajoče prikazovanje tujih ureditev" v Up-348/96) [11].

Dokazila:

1. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
2. Odvzem dovoljenja za Proficio, Večer, 30. 3. 1996.
3. Odgovor Agencije na zahtevo Državnega sveta za dodatno dokumentacijo, točka 8, 26. 2. 2002.
4. Odločba ustavnega sodišča št. U-I-77/96 o zakonitosti sklepa ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996; odklonilni ločeni mnenji: sodnika Krivica, 3. 6. 1996, in sodnika Šturma, 4.6.1996; UL RS 32/1996, 20. 6. 1996.
5. Predlog za izdajo zakona o trgu vrednostnih papirjev z osnutkom zakona, Poročevalec DZ 13/1993, str. 21, 22.
6. Predlog zakona o trgu vrednostnih papirjev, Poročevalec DZ, 34/1993, str. 46.
7. Ljubljanska borza, izpis Slovenskega borznega indeksa od 3. 1. 1994 do 26. 10. 2001.
8. Vzajemni skladi omejeni do konca oktobra, Delo, 13. 6. 1996.
9. Sklep o dopolnitvi sklepa o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU, ATVP, UL RS 31/1996, 14. 6. 1996.
10. Marjan Odar, Računovodske rešitve v investicijskih skladih s poudarkom na vzajemnih skladih, Iks 12/94, str. 148.
11. Matevž Krivic, Ločeno mnenje k ustavni sodbi Up 348/96.

## 8.6 Kredit Priomu

Morda je direktor kake banke zaradi odliva likvidnih sredstev februarja 1996 interveniral pri Agenciji ali/in APPNI v Mariboru, ki je potem "odkrila" deponirana sredstva na PRIOMu. Glede na bilanco Prioma, zapisnik pregleda vzajemnih skladov PD 13. 3. 1996 [1] in glede na izkušnjo s Fundusom v letu 1993 (točka 9.3, "Manipulacija VEP") je šlo zelo verjetno v veliki meri za posojilo v delnicah.

Posojila in depoziti so bili v bilancah vseh slovenskih vzajemnih skladov. Po 94/2. členu ZISDU bi morali vrednostni papirji, ki kotirajo na borzah, predstavljati najmanj 75 % vseh naložb vzajemnega sklada. Nekaterе države imajo tudi samo 50 % omejitev [2]. Večina skladov te določbe takrat ni izpolnjevala, četudi bi kotirajočim papirjem prišteli tiste, ki so kotirali na OTC [3]. Analiza Agencije po stanju 31. marca 1996 (Tabela 2) [3] je pokazala, da je imela večina skladov (7 od 13, brez skladov PD) več kot 25 % naložb v depozitih, od tega 6 celo med 41 % in 51 % sredstev. PD je imela v Priomu okoli 21 % vseh sredstev in je bila s tem v zlati sredini - natančno enak delež je imel npr. sklad Galileo (Kmečka družba). Po mnenju Agencije [3] se je večina vzajemnih skladov s povečano likvidnostjo izogibala tveganju in negativnim gibanjem. Depoziti so bili upravičeni tudi zaradi nakupa na trg prihajajočih delnic iz certifikatske privatizacije in iz javnih prodaj.

Agencija je za depozite vedela, saj je dobivala redna dnevna in periodična poročila vseh vzajemnih skladov. Zanje so vedeli tudi investitorji. Tako izkazuje struktura naložb za sklade PD na dan 30. 6. 1995 [4] naslednje deleže "denarnih sredstev": 3,21 % (Rastko), 17,09 % (Diver), 29,26 % (Neli) in 40,60 % (takrat še po obsegu nepomembni Herman Celjski). Potrebno je dodati, da so bili podobni krediti ugotovljeni že leta 1993, takrat so bili posojeni Fundusu.



Pri pregledu, v katerem so sodelovali Služba družbenega knjigovodstva in drugi državni organi, tak način posojanja ni bil spoznan za nezakonitega [5]. Pri Fundusu, in verjetno tudi pri Priomu, je šlo za posojila v vrednostnih papirjih. Tudi zapisnik ATVP iz 13. 3. 1996 trdi, da "... sklad Diver ne izkazuje danega kredita kot kredit ampak kot terjatve iz prodanih vrednostnih papirjev ..." [1].

Trditve Agencije o 1 milijardi kratkoročnih dolgov so zavajajoče. Iz bilance Prioma 31. 12. 1995 (Agencija [6]) je očitno, da je Priom imel že takrat kratkoročne obveznosti v višini 1.056 mio SIT, v aktivih pa 932 mio SIT sredstev - 519 mio kratkoročnih terjatev, 313 mio SIT kratkoročnih finančnih naložb in 99 mio SIT stalnih sredstev. Morebitni denarni depoziti so razbremenjevali trg delnic in preprečevali večji dvig SBI ter čakali na uvrstitev privatizacijskih delnic, ki so prihajale na borzo v naslednjih dneh in tednih.

Trditev, da Priom ni vrnil posojil, je neresnična. Agencija je 14. 3. zahtevala odpoklic kreditov Priomu v roku 8 dni, torej najkasneje do ponedeljka, 23. 3. 1996. Na zahtevo Agencije o odpoklicu je PD posojila v vrednostnih papirjih prenesla na sklade, depozite pa je 20. in 23. 3. porabila za nakup manj likvidnih delnic in si poslabšala strukturo naložb. Agencija je bilance PD poznala [7].

Vračilo dokazujejo tudi revizijska poročila, ki jih je na zahtevo odbora vlagateljev opravila revizijska družba Podboršek k.d. za več dni iz prvega kvartala 1996 [8]. Agencija mora te ugotovitve revizorja, ki je danes eden od direktorjev mednarodne družbe KPMG, spoštovati in jih ne more ignorirati. Po ugotovitvah revizorja so skladi PD imeli 7. 3. 1996 za 1221 milijonov SIT depozitov in posojil. Do 27. 3. 1996 so se ti depoziti in posojila znižali na vsega 4 milijone SIT. Na drugi strani se je vrednost kotirajočih delnic povečala za 1055 milijonov SIT in nekotirajočih za 776 milijonov SIT. Očitno so bili depoziti in posojila vrnjeni. Bilanca poleg tega kaže, da so bile v tem obdobju prodane obveznice v višini 124 milijone SIT in porabljena denarna sredstva v višini 226 milijonov SIT, očitno za izplačila kuponov. Trditev Agencije, da Priom ni vrnil posojila, je torej neutemeljena.

Tabela iz odgovora Agencije (*Vzajemni skladi na upravljanju pri DZU PD, ki presegajo omejitve 10 % papirjev posameznega izdajatelja za en sklad oz. 15 % papirjev posameznega izdajatelja za vse sklade skupaj - ta dokument Ustavnemu sodišču ni bil posredovan!*) [9] prikazuje, da je bilo med 14. in 25. 3. 1996 vrnjenih 3000 delnic Finmedie in 965 delnic Dadasa, takrat vrednih 360 milijonov SIT. In to sta samo 2 delnici od mnogih (4 navaja ta tabela). Agencija je torej vedela, da je prišlo do vračila depozita iz Prioma v obliki delnic. Agencija ne more uporabljati podatkov samo, kadar ji to ustreza, in o njih dvomiti, kadar ji to ne ustreza. Če bi Agencija utemeljeno dvomila v predloženo dokumentacijo revizorja ali v obstoj terjatev, bi po 114. členu ZISDU lahko zahtevala izredni revizijski pregled DZU oz. vzajemnih skladov, ne pa da se je sama, brez ustreznih znanj in pooblastil šla revizorja.

Agencija 20. 3. podatkov o bilanci Prioma še ni imela, saj jih je 19. 3. 1996 od APPNI šele zahtevala in 25. 3. od nje prejela [10]. Posojilo Priomu, glede na vse navedeno, ni moglo biti vzrok za ukrepanje proti skladom PD ali celo proti premoženju vlagateljev.

Dokazila:

1. Nekaj ugotovitev s pregleda vzajemnih skladov, ki so na upravljanju pri DZU PD, Agencija, 13. 3. 1996, str. 4.
2. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje, Poročevalec Skupščine RS 11/1992, str. 17.
3. Jovan Lukovac, Upravljanje portfeljev investicijskih skladov, Tabela 2, referat na 13. tradicionalni konferenci Ljubljanske borze, Bernardin, 19. - 21. 5. 1996
4. Delo, 9. 8. 1995.
5. Mr. DADAS, Mladina, 28. 3. 1994 (tudi drugi članki in pisma Stanislava Kovača 1. 3., 8. 3., 21. 3. 1994 v Mladini).
6. Odgovor ATVP na tožbo vlagateljev v vzajemne sklade, 11. 11. 1999, Priloga 9.
7. Odgovori na vprašanja in trditve, Agencija, prispelo iz Državnega zbora na Državni svet 22. 12. 1998, str. 23.
8. Miran Novšak, Povzetek in grafični prikaz poenostavljene bilance vzajemnih skladov PD v marcu 1996, iz: Poročilo o revidiranju poslovanja vzajemnih skladov PD, Podboršek Revizijska družba k.d., 30. 4. 1996.
9. Odgovor Agencije na tožbo vlagateljev v vzajemne sklade, 11. 11. 1999, Priloga 6.
10. Dopis APPNI, podružnica Maribor o statističnih podatkih iz bilance stanja za Priom d.o.o., 22. 3. 1996.

## 8.7 Zloraba pravne forme

V primeru resnično utemeljenih razlogov bi Agencija smela po zakonu prepovedati prodaje **in nakupe** investicijskih kuponov hkrati. Ker je brez utemeljenih razlogov in v nasprotju s 112/4. členom ZISDU prepovedala samo njihovo vplačevanje, je PD s tem dejansko potisnila v položaj, ko se ne bi mogla izogniti nelikvidnosti [1] - sklad (ali banka) ima sredstva v papirjih (ali posojilih), ki jih ne more na hitro po normalni ceni odprodati, da bi zadovoljila zaskrbljene vlagatelje (ali varčevalce). Tako je Agencija prisilila PD, da je s prenosom skladov v skrbništvo Prioma sama izpolnila manjkajoči del odredbe po 112/4. členu ZISDU. Agencija je prenos v skrbništvo potem zlorabila kot najpomembnejši argument za prepoved poslovanja PD, čeprav se je s tem pisno strinjalo nad 70 % vlagateljev v sklade PD.

Že omenjeno gradivo "*Možni ukrepi*" [2] na 4. strani pojasnjuje "spodrsrljaj" Agencije - pri citiranju 3. odst. 112. člena je izpustila besede "...v celoti ali delno **začasno** ...". To dokazuje dopis Agencije DZUjem investicijskih skladov [3], dva dni po sprejemu Sklepa o največjem obsegu sredstev: "*Gre za **začasen** ukrep, ki ga narekuje obseg kotirajočih vrednostnih papirjev v povezavi z močnim prilivom **denarnih sredstev** v vzajemne sklade ter visoka koncentracija denarnih sredstev v okviru **ene DZU***". V tem stavku je Agencija priznala še dve dodatni dejstvi, ki sta bili v ozadju Agencijinega ukrepa. Najprej, da niso bile problem delnice, temveč denarna sredstva, ki so zaradi znižanja obrestnih mer pobegnili iz bank in bila na voljo za nakup privatizacijskih delnic. Hkrati prizna še tretjo zlorabo - da je šlo za ukrep proti eni DZU (PD) in da je bila pretveza z **bodočimi** izrednimi razmerami v gradivu za SS Agencije [2] samo "*zloraba pravne forme*", kot je napisal ustavni sodnik Krivic [4]. Gre torej za opuščanje načela poštenja iz 12. člena ZOR.

Ustavni sodnik Matevž Krivic je o Agenciji še zapisal [4]: "*Kadar v takih primerih (hude motnje v transakcijah z vrednostnimi papirji) intervenira s splošnim aktom (po 3. odst.), torej lahko intervenira le tako, da 'v celoti ali delno **začasno** prekine poslovanje' vseh družb za upravljanje, ne pa tako, da jim določi, koliko sredstev smejo zbrati v investicijskih skladih. To štejem za očitno in nedopusten poseg v lastninska razmerja, ...*". Ustavni sodnik je očitno mislil na kršenje človekovih pravic po 1. členu Protokola h Konvenciji o varstvu človekovih pravic in svoboščin.

V zaupni Informaciji vladi in DZ [5] je Agencija v razdelku "5. Izredni ukrepi" zapisala: "*Pravni temelj za izrek takšnega ukrepi sta 3. in 4. odst. 112. člena ZISDU.*" S tem je nehote priznala,

da je bil 4. odst. 112. člena, torej ukrepanje proti posamični DZU njen namen in je bil 3. odstavek uporabljen samo zato, ker bi s 4. odstavkom izgubila tožbo pred Vrhovnim sodiščem. V nadaljevanju razdelka 5 je Agencija zapisala: *"Agencija lahko na podlagi pooblastila iz 3. odst. 112. člena ZISDU (argumentum .. major ad minorem) namesto prepovedi poslovanja investicijskih skladov samo omeji njihovo poslovanje na odločenem nivoju."* 112/3. člen ne piše o "prepovedi", temveč o *"začasni prekinitvi"* poslovanja. Agencija je že na seji SS 13. 3. 1996 sklenila brez zakonske podlage prepovedati prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD in se ji je priznanje prikritega cilja svojega ukrepanja zapisalo v naglici.

Agencija je napačno zapisala latinski "argumentum a maiori ad minus" (sklepanje od večjega na manjše) [6] in sporno omejitev na "določenem" nivoju. Hujše od (številnih) besednih nepravilnosti so vsebinske. Vzajemni sklad lahko posluje ali ne, ne more samo izplačevati (razen ob likvidaciji), tako kot človek ne more samo izdihovati zraka (razen ob smrti), ne da bi ga hkrati vdihaval. Popolnoma jasno je, da bi za določen čas prekinjeno poslovanje investicijskih skladov (ne skupa premoženja, točka 6.3) sicer onemogočilo vplačila in izplačila, vendar ne bi napravilo hujše škode premoženju investitorjev. "Delna prekinitve" v smislu prekinitve izplačevanja ob pospešenem izplačevanju pa je peljala v realizirane kapitalske izgube in sesutje skladov [7].

Izplačila v vzajemnih skladih so kratkoročno povezana z novimi vplačili. Tako kot ima vsaka banka depozite varčevalcev v kratkoročnih in dolgoročnih kreditih prebivalstvu in podjetjem, ki jih ni mogoče vnovčiti prej kot po izteku posameznih pogodb, ima vzajemni sklad svoje premoženje v vrednostnih papirjih, ki jih je potrebno najprej prodati. Premoženje skladov je zaradi sklepov Agencije že med 13. in 27. 3. 1996 padlo za 500 mio SIT. Če je v prodajo ponujenih več papirjev, kot je povpraševanje, cene praviloma padejo (v omenjenem obdobju so padle za 11 %). To je osnovno pravilo poslovanja na vsaki borzi in je opisano v vsakem učbeniku. Čim večje je to nesorazmerje, tem večji je padec cen. In prav to bi se v nekaj dneh dogodilo pri prodaji 2,4 milijarde SIT vrednih papirjev spomladi 1996 in se je nato do 10. septembra 1996 dejansko dogajalo. Zadnji padec vrednosti SBI pred prihodom tujcev je bil prav posledica sprostitve skladov Rastko in Bond, prenešenih od PD na Kmečko družbo, ko je SBI padel na 892 točk (marca je bil še 1589 točk).

Ironična je bila zato trditev direktorja Agencije [8], da delna likvidacija omogoča skladom, da *"funkcijo upravljanja s premoženjem, ki ga že imajo v skladih, nemoteno nadalje opravljajo."* Ni bilo skladno s pravno državo, da je Agencija kot razlog za svoje početje navajala 112/3. člen ZISDU, ki velja za vse vzajemne sklade v primeru hudih motenj na trgu, ukrep pa je prizadel investitorje samo ene DZU, in to proglasila za *zaščito investitorjev, ki vlagajo denar v vrednostne papirje*. Pri tem je lažno trdila, da *bi sicer prišlo do motenj na trgu vrednostnih papirjev* - hudih motenj na trgu ni bilo, so pa potem nastale prav zaradi ukrepov Agencije. Višek je bil sklicevanje Agencije na zapis neke konkurenčne borznoposredniške hiše (BPH), ki je očitno želela poceni kupovati delnice Kolinske, te pa je že prej kupoval sklad PD Herman Celjski in jim tako zviševal ceno. To dejstvo dokazuje, da Agencija ni imela nobene ekonomske analize, ki so v primeru razglasitve »hujših motenj« v državi potrebne v vsaki normalni državi. Navajati kot vir konkurenčno BPH je bilo huje, kot če bi Banka Slovenije leta 1992 pognala v stečaj Ljubljansko banko zato, ker bi referent Banke Triglav zapisal, da ima le-ta negativni kapital - huje zato, ker je bilo slednje resnica, argumenti Agencije pa so bili lažni.

Dokazila:

1. Izjava viceguvernerja Banke Slovenije na seji DS.
2. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
3. Dopis ATPV DZUjem vzajemnih skladov, 22. 3. 1996.
4. Odločba ustavnega sodišča št. U-I-77/96 zakonitosti sklepa ATPV o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996; odklonilno ločeno mnenje sodnika Krivica, 3. 6. 1996; UL RS 32/1996, 20. 6. 1996.
5. Priloga 1 k zaupni Informaciji ATPV vladi in Državnemu zboru, 5. 4. 1996.
6. Marijan Pavčnik, Teorija prava, Cankarjeva založba, Ljubljana, str. 384.
7. Pričanje nekdanjega guvernerja Banke Slovenije, dr. Franceta Arharja, Kunaverjeva ul. 9, 1000 Ljubljana.
8. Novinarska konferenca ATPV, 29. 3. 1996: Dodatna pojasnila ATPV v zvezi z vzajemnimi skladi; tudi Večer in Delo, 30. 3. 1996.

## 8.8 Nezakonito ravnanje Agencije

Agencija je določila največjo višino skladov na 3,5 milijarde SIT ad hoc (točka 8.4). Varčevanje je to mejo doseglo že v letu 1994. Retrogradno ukrepanje prepovedujeta 2. in 28. člen ustave. Agencija ni prekinila delovanja skladov in določila potrebnega roka veljavnosti ukrepa po 112/3. členu ZISDU, temveč je prepovedala vplačila v sklade PD in s tem imetnikom investicijskih kuponov uničila premoženje. S svojim ukrepom jim je praktično odvzela pravico iz 3/2. člena in 29/1. člena ZISDU, da kupon kadarkoli prodajo vzajemnemu skladu in s tem iz njega normalno izstopijo.

Omejevanje višine vzajemnih skladov kot skupa premoženja po zakonu ni mogoče. Zakonodajalec je v postopku sprejemanja ZISDU izrecno zapisal [1]: *"Obseg kapitala vzajemnega sklada ni fiksno določen, ampak se spreminja zaradi vstopov in izstopov posameznih vlagateljev."* Agencija je vedela, koliko sredstev so imeli vzajemni skladi PD 31. 1. 1996. Po stanju na koncu meseca (Priloga 2 [2]) so sredstva vzajemnih skladov PD že koncem leta 1995 znašala 3,8 mrd tolarjev, koncem januarja 1996 pa 4,3 milijarde SIT. Agencija ne bi smela zgoraj omenjenega ukrepa sprejeti niti sredi leta 1995, kje šele leta 1996.

Enostransko zaprtje je bilo v nasprotju z zakonom in s pravili finančnega trgovanja. Čeprav naj bi bil prof. dr. Dušan Mramor strokovnjak, je kot predsednik SS Agencije dovolil ravnanje v nasprotju s pravili stroke. Samo namerni uničevalec premoženja lahko pride na idejo, da bi pri 39 milijardah SIT delniške kapitalizacije na borzi preplašil investitorje, prepovedal vplačila v največje sklade in razprodal za 2,5 milijarde SIT delnic, da bi čakajoči, zaskrbljeni investitorji na šalterjih vnovčili "presežne" investicijske kupone.

Kot dokaz predvidljivega razvrednotenja premoženja investitorjev služi velika prodaja enot premoženja v vzajemnih skladih Rastko in Bond po prenosu na Kmečko družbo in sprostitvi trgovanja v septembru 1996 [3] - SBI je v dobrem tednu dni padel za 9 %. Kot dokaz verjetnega obsega razvrednotenja pa služi vnovčenje delnic v višini 2 milijardi SIT s strani tujcev po sprejemu omejitev Banke Slovenije februarja leta 1997 in padec SBI od 1655 na 1190 točk [4] pri bistveno večji tržni kapitalizaciji na borzi, kot je bila spomladi 1996. Logična posledica nestrokovnega ukrepa je bila prekinitvev možnosti normalnega izstopa vlagateljev iz vzajemnega sklada.

Agencija povezav med podjetji znotraj poslovnega sistema Dadas ni tolmačila v skladu s 95/4. členom ZISDU (povezani izdajatelji) ali s 460. členom zakona o gopodarskih družbah (povezane družbe), temveč tako, kot je napisano v 1. členu zakona o spremembah in dopolnitvah ZISDU (povezane osebe), ki pa je bil sprejet šele dobro leto kasneje [5]. Po ustavi zakoni ne morejo veljati retroaktivno. Agencija je s tem kršila tudi 155/1. člen Ustave RS in 7/1. člen Konvencije, spremenjene s protokolom št. 11.

Agencija je v odgovoru Ustavnemu sodišču na pobudo PD za oceno ustavnosti in zakonitosti sklepa o določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU, na str. 5 in 6 uporabila definicijo "povezane osebe", ki je bila na zahtevo Agencije z enakim besedilom uzakonjena šele v noveli zakona. Avtorica, dr. Nina Plavšak je za časopis Finance celo izjavila, da so bile naknadno sprejete določbe *"pretrde, ker so nastale pod vplivom Dadasa ... in jih bo treba bolj racionalizirati, da se bodo nekatere povezave sprostile"* [6].

Dokazila:

1. Mnenje Odbora DZ za gospodarstvo ob drugi obravnavi predloga ZISDU, 21. 10.1993, str. 2.
2. Odgovor ATVP na pobudo PD Ustavnemu sodišču za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa, 10. 4. 1996.
3. Poročevalec Državnega zbora, 21/1997, str. 31 in 38, 6. 6. 1997.
4. Gibanje SBI v letu 1997. Dopis Ljubljanske borze Državnemu svetu, 29. 10. 2001.
5. Zakon o spremembah in dopolnitvah ZISDU, UL RS 25/97, 9. 5. 1997.
6. Družb ne povezuje le kapital, Finance, št. 7, 27. 1. 1999, str. 14.

## 8.9 "Spirala" neresnic

Poslovanje po sistemu "spirale" pri investiranju je strokovno sporen izraz. Strokovna literatura ga ne pozna, predsednik SS tega izraza v svojem učbeniku nima. Isto velja za izraza "catch the cash", "kužna delnica" ipd.! Nismo uspeli ugotoviti, kaj je "spiralno" naraščalo: priliv sredstev na borzo (točka 7.2), prilivi v sklade (točka 7.3), promet na trgu (točka 7.4), vrednost vzajemnih skladov PD (točka 7.5), cene delnic (točka 7.6)? Verodostojnega dokumenta o tem ni. Nedoločnost pojmov, "spirala" neresničnih informacij javnosti in stalno spreminjanje razlogov ukrepanja so za Agencijo značilni. Tako je npr. trdila:

- 15. 3. 1996, da so problem visoki donosi skladov [1],
- 20. 3. 1996, da je problem sestava portfelja skladov PD [2] in bodoče motnje na trgu vrednostnih papirjev,
- 27. 3. 1996, da so problem omejene možnosti naložb v dolgoročne vrednostne papirje [3], torej trg,
- 28. 3. 1996 postanejo problem Marko Pogorevčnik, Davorin in Danila Sadar, proti katerim naj bi Agencija pripravila *"argumentacijo za vložitev ovadbe zaradi kaznivega dejanja zlorabe zaupanja po 220. členu KZ"* [4], čeprav slednja dva sploh nista bila zaposlena v PD; ovadba (po odgovoru Agencije Državnemu svetu 26. 2. 2002) sploh ni bila vložena, ker očitno ni bilo utemeljenih razlogov zanjo;
- 29. 3. 1996, da je problem prenos premoženja skladov PD na Priom [5],
- 10. 4. 1996, da je problem povečan priliv denarnih sredstev v vzajemne sklade PD [6],
- 16. 4. 1996, da sta problem manipulacija tečajev delnic in manipulacija VEP PD [7],
- 12. 6. 1996, po odločbi Ustavnega sodišča, da je problem rok za vlaganje lastninskih

certifikatov, ki bo potekel šele koncem septembra 1996 [8],

- 1. 10. 1998, po začetku parlamentarne preiskave, ko PD in Dadas BPH že zdavnaj nista več poslovala, postane problem Davorin Sadar; obtožnica je bila vložena šele po začetku dela parlamentarne preiskovalne komisije, najprej samo zoper Davorina Sadarja, po 236. (ne po 220.) členu Kazenskega zakonika, po odhodu Davorina Sadarja pa še zoper Danilo Sadar.

Nič od tega ni bilo res! Če bi bili problem sumljivo visoki donosi, bi Agencija lahko zahtevala izredno revizijo poslovanja po 114. členu, ne pa uporabila 112/3. člen ZISDU za izredne razmere. Če bi bil problem neustrezen portfelj, bi morala ukrepati po 26. točki 144. člena ZISDU in to pri vseh vzajemnih skladih. Če bi SBI res pretirano naraščal (v resnici je padal), bi Agencija vsem vlagateljem lahko priporočila vlaganje v druge oblike varčevanja. Naj dodamo, da je Agencija vzporedno z "dežurnimi krivci" stalno spreminjala tudi datum in razlog, do katerega "so imeli vzajemni skladi PD svoje delovanje izmed vseh skladov najbolj usklajeno z določbami ZISDU":

- oktobra 1995, ko naj bi se začelo koncentriranje v posamezne vrednostne papirje [9] (več o tem glej v točki 7.1, Zavajajoča in neresnična objava Agencije);
- 3. 1. 1996 [10], ko naj bi PD začela trgovati med skladi (glej točko 9.4), kar seveda ni bilo res, saj so skladi na enak način dušili nihanja tudi leta 1993, takrat preko Fundusa, ne pa medsebojno;
- drugi polovici januarja, ko naj bi pri PD, potem ko se je v letu 1995 približevala, kolikor je bilo pač možno, zakoniti strukturi naložb, "prišlo do skoka v drugo smer, ko je prišlo do očitne ponovne koncentracije že ustrezno razpršenih naložb" [11]; to seveda ni bilo res - naložbe so se po 31. 12. 1995, v januarju izrecno izboljšale, kot sledi iz tabelaričnega gradiva Agencije za Ustavno sodišče [6];
- 30. 1. 1996 [3] oz. 1. 2. 1996 [12], ko naj bi PD začela posojati denar Priomu (glej točko 8.6); to seveda ni res, po bilanci je bila 1 mrd SIT sredstev skladov PD na Priomu že 31. 12. 1995, kar je Agencija priznala na isti tiskovni konferenci [5];
- februarja/marca 1996, ko naj bi "ljudje iz bank začeli jemati denar in ga trumoma nositi v PD" [13], čeprav je bilo to pri znižanju obrestnih mer in padanju tečaja deviz v začetku leta 1996 normalno.

Dokazila:

1. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.
2. "Možni ukrepi ...", zaupno gradivo ATVP za nadaljevanje 4. seje SS, 20. 3. 1996.
3. Odvzem dovoljenja za Proficio, Večer, 27. 3. 1996.
4. Zapisnik izredne seje strokovnega sveta ATVP, 28. 3. 1996.
5. Tiskovna konferenca ATVP, 29. 3. 1996 (po poročilih v Delu, Večeru).
6. Odgovor ATVP na pobudo Ustavnemu sodišču, 10. 4. 1996 ob 12.20. uri, priloga 8.
7. Dadasov nadzornik, Razgovor s svetovalko direktorja, Mladina, 16. 4. 1996, str. 26-28.
8. Vzajemni skladi omejeni do konca oktobra, Delo, 13. 6. 1996.
9. ATVP, pripravljalni spis, točka 18, 11. 5. 2001.
10. Odgovor ATVP Cvetki Nograšek, 31. 5. 2001.
11. Magnetogram 137. seje odbora DZ za finance in kreditno-monetarno politiko, str. 16, 22. 10. 1996.
12. Zaupna informacija o ukrepih Agencije v zvezi z vzajemnimi skladi, 5. 4. 1996.
13. Agencija zahteva red, ne likvidacije, Razgovor s svetovalko direktorja, MAG 15/96, 10. 4. 1996.

## 9. REŠEVANJE KRIZE

V prejšnjih točkah je bilo dokazano, da Agencija ni imela nobene osnove za svoje ravnanje proti vzajemnim skladom PD v marcu 1996 in za delovanje v nasprotju s 147/3. členom ZTVP - proti javnim interesom in interesom investitorjev v te sklade. Z nestrokovnim ukrepom ustavitve vplačil v vzajemne sklade PD ob pospešenih izplačilih in propagandni akciji proti skladom PD je ogrozila premoženje investitorjev zaradi razprodaje skladov po uničujoče nizkih cenah. V času od objave prvega obvestila Agencije, 15. 3. 1996, do 27. 3. 1996, so skladi PD izgubili pol milijarde SIT ali 9 % vseh sredstev [1]. Na dan objave sklepa o prepovedi vplačil, 28. 3. 1996 je prišlo do navala zaskrbljenih investitorjev na šalterje. Z ukrepom, ki je zahteval znižanje vrednosti skladov za 41 %, je Agencija povzročila resno krizo v sicer normalnem dogajanju na borzi - dne 20. 3. 1996 so resnično nastale izredne razmere. Začelo se je reševanje te krize.

PD je istega dne, ko je prejela sklep Agencije o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev (25. 3. 1996), predlagala prenos upravljanja dveh vzajemnih skladov na pooblaščenca DZU Pulsar [2], s čimer bi sredstva v vzajemnih skladih obeh DZU ostala pod največjim dovoljenim obsegom sredstev (3,5 milijarde SIT). Naslednjega dne je DZU Pulsar Agenciji predlagala prevzem upravljanja vzajemnih skladov Diver in Neli. Agencija je oba predloga odklonila, češ da je predhodno potrebna uskladitev naložb z določili ZISDU. Od drugih skladov tega ni zahtevala, čeprav so imeli enaka odstopanja od zakonsko predpisane razpršenosti naložb. Zato je PD naslednji dan, 27. 3. 1996 prenesla premoženje investitorjev v začasno skrbništvo družbi Priom, d.d.

Dokazila:

1. Miran Novšak, Bilanca skladov 15.3./27.3. 1996, po dnevnikih, poenostavljenih bilancah stanja RD Podboršek.
2. Dopisi med Agencijo ter PD in Pulsarjem od 25. 3. do 28. 3. 1996.

### 9.1 Prenos v skrbništvo

Agenciji bi moralo biti jasno, kakšne bodo pričakovane posledice prepovedi vplačil. PD se je skušala iz stečajne zanke rešiti s prekinitvijo poslovanja skladov. To je napravila s prenosom skladov v skrbništvo Priomu, ki ga je Agencija svojevoljno prekvalificirala v prenos upravljanja. PD je s tem namesto Agencije izvršila določbo 112/4. člena ZISDU, ki piše o začasnih prepovedih odkupa **in prodaje** investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada v primeru hujših motenj, potem ko je Agencija te motnje že sproducirala. SS Agencije 20. 3. 1996 seveda ni vedel, da bo PD 27. 3. 1996 sama uporabila določilo 112/4. člena ZISDU in prenesla sklade Priomu v skrbništvo. Agencija je samopomoč izrabila kot prvi razlog za odvzem dovoljenja DZU PD, postopek je bil začel 28. 3. in končan 9. 5. 1996 [1]. Agencija je pri tem namerno prezrla svoje predhodno, protizakonito in za investitorje škodljivo ravnanje 13. in 20. 3. 1996, ko je kršila lastninske pravice investitorjev s tem, da je normalne vzajemne sklade preoblikovala v likvidacijske, izplačilno-razprodajne v nasprotju z zakonom, pogodbami, prospekti skladov PD in voljo lastnikov. Agencija je ravnala nestrokovno in škodljivo, saj ni opravila svojih zakonsko določenih nalog, zlasti zaščite investitorjev, temveč jih je s svojim početjem oškodovala.

Odredba o odvzemu dovoljenja PD za opravljanje dejavnosti zaradi prenosa v skrbništvo [1] je ne samo vsebinsko temveč tudi pravno sporna. Kredit Priomu je bil tedaj že vrnjen (točka

8.6) in ni mogel biti razlog za odvzem dovoljenja. Šlo naj bi za *"hujšo kršitev DZU v zvezi z naložbami vzajemnih skladov in s tem razlog za odvzem dovoljenja iz 2. alineje 118. člena ZISDU."* O naložbah investicijskih skladov pišejo člani 93 do 101 ZISDU. V odredbi je res citiran 94/1. člen ZISDU. Direktor Agencije je 29. 3. 1996 jasno povedal: *"Omejitev vplačil v vzajemne sklade na 3,5 milijarde tolarjev ima zakonsko podlago v določbi, da mora vsak vzajemni sklad vsaj 75 % prejetega denarja naložiti v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi."* [2] Podobno strukturo naložb, manj kot 75 % v tržnih vrednostnih papirjih, so imeli vsi skladi razen enega [3], Agencija pa je pravno sporno "ukrepala" samo proti skladom PD in tako izničila enakost pred zakonom. Prav o tem je Agencija 20. 3. izdala odredbo po 112/1. členu z rokom 60 dni od vročitve (25. 3.), ki je 28. 3. šele prav začel teči. Šele po preteku 60 dni in če PD ne bi izpolnila zahtev, bi Agencija lahko po 1. alineji 118. člena začela s postopkom odvzema dovoljenja.

Očitno je šlo spet za eno od prevar Agencije kot dovoljenega sredstva za doseganje cilja - uničiti Sadarja z uničenjem Dadasa PS preko uničenja vzajemnih skladov PD. Če bi šlo za prenos upravljanja, bi Agencija morala po 112/1. členu izdati odredbo o prenosu upravljanja od Prioma nazaj na PD in šele če to v določenem roku ne bi bilo izvršeno, bi lahko ukrepala po 118/1. členu ZISDU.

Da bi bil odvzem dovoljenja zanesljivejši, je Agencija 6 dni kasneje sprožila še en postopek za odvzem dovoljenja s sumom o nepravilnostih v zvezi z "manipulacijo VEP" (glej točko 9.3) in s "trgovanjem med skladi" PD (glej točko 9.4). Obe odredbi sta postali pravnomočni 9. 5. 1996, teden dni pred odločanjem Ustavnega sodišča, kar je pomenilo dodaten pritisk Agencije nanj.

Dokazila:

1. Odredba ATVP o začetku postopka za odvzem dovoljenja PD za upravljanje (začasno skrbništvo), 28. 3. 1996; odločba o odvzemu dovoljenja, 9. 5. 1996.
2. Odvzem dovoljenja za Proficio, Večer, 30. 3. 1996.
3. Jovan Lukovac, Upravljanje portfeljev investicijskih skladov, Tabela 2, referat na 13. tradicionalni konferenci Ljubljanske borze, Bernardin, 19. - 21. 5. 1996.

## 9.2 "Nezakonito in škodljivo poslovanje PD"

Agencija pogosto trdi, da so razlogi za 20. 3. sprejeti sklep *"v nezakonitem in škodljivem poslovanju PD"* [1], čeprav je bil od 15. 3. [2] do 29. 3. 1996 [3] temeljni razlog Agencije *"pomanjkanje delnic na trgu"*. Če bi šlo za nezakonito in škodljivo poslovanje, bi Agencija morala ravnati po 112/1. členu ZISDU, torej posamično. Tako je tudi ravnala z odredbama 14. in 20. 3. 1996. Vendar z njima ne bi mogla prepovedati nadaljnjih vplačil v sklade, kot je brez pravne podlage sklenila 13. 3. 1996. Za ta namen si je morala izmisliti izredno stanje oz. hude motnje na trgu. V primeru hudih motenj na trgu v povezavi s *"posameznim vzajemnim skladom"*, bi morala ravnati po 112/4. členu ZISDU. Vendar je Agencija ocenila, da bi tožbo po 112/4. členu na Vrhovnem sodišču *"z 99 % gotovostjo izgubila, ker se določba nanaša na zunanje (objektivne) dogodke in ne na notranje (način poslovanja sklada) dogodke, ki se tičejo poslovanja posameznega sklada."* Saj s privatizacijo ni kasnila PD, temveč država. Zato je z uporabo 112/3. člena ZISDU (z zlorabo pravne forme) ravnala, kot da bi šlo za hude motnje, torej izredne razmere, čeprav je z navidezno splošnim aktom ukrepala praktično proti eni sami DZU (PD) in vlagateljem v te sklade.



Iz tega izvirajo težave Agencije, ki jih je skušala skrivati z oznakami "zaupno". Ko opravičuje sklep od 20. 3. 1996, se izgovarja na "pomanjkanje delnic na trgu", torej na zunanje (objektivne) dogodke. Ko je soočena z dokazi o neresničnosti hudih motenj na trgu, preklopi na "nezakonito in škodljivo poslovanje PD", ki se nanaša na notranje dogodke (način poslovanja).

Agencija piše o nezakonitem in škodljivem poslovanju PD, vendar ne napiše, zakaj naj bi bilo tako. Agencija je 20. 3. 1996 izdala odredbo (ki ni imela nobene zveze z ukrepanjem po 112/3. členu ZISDU), s katero je PD naložila odpravo nekaterih pomanjkljivosti v določenih rokih. Vendar je potrebno poudariti, da od drugih DZU ni zahtevala enakih uskladitev, čeprav praktično nobena DZU ni imela strukture naložb usklajene s 94. členom ZISDU (glej tudi točko 7.7 - Tveganost naložb). V nasprotju z ustavno kategorijo enakosti pred zakonom je od PD zahtevala uskladitev po 95/1. členu ZISDU tudi za vrednostne papirje, ki so kotirali na borzi (do 5 % naložb v papirjih istega izdajatelja), drugim vzajemnim skladom pa je takrat in vse do danes dopuščala strukturo naložb po 95/2. členu ZISDU (do 10 % kotirajočih naložb istega izdajatelja). Drugih pomanjkljivosti iz zapisnikov o pregledih PD 8. 3. in 11. 3., Dadasa BPH 19. 3. 1996 in gradiva za 4. sejo SS Agencije ni mogoče ugotoviti. Tudi če bi bile nepravilnosti, Agencija 20. 3. 1996 ne bi smela sprejeti sklepa o prepovedi vplačil kuponov v vzajemne sklade PD z navidezno splošnim aktom (glej točki 9.5 in 9.7). O nezakonitosti tega sklepa ni dvoma, saj je to ugotovilo Ustavno sodišče, čeprav ni poznalo vseh dejstev.

Prenos v skrbništvo, zaradi katerega je Agencija 28. 3. 1996 začela s postopkom za odvzem dovoljenja PD, je bil posledica Sklepa Agencije o delni likvidaciji vzajemnih skladov PD, strokovno upravičena in pričakovana reakcija na nepravilno ravnanje Agencije po 112/3. členu ZISDU. Postopek za odvzem dovoljenja, začel 3. 4. 1996, je temeljil na prevari - ponarejanju zapisnika o opravljenem pregledu 19. 3. 1996 v Dadasu BPH namesto v PD (glej točki: 9.3, Manipulacija VEP oz. 9.4, Trgovanje med skladi). Z navidezno splošnim aktom se je Agencija spravila na eno samo DZU, namesto da bi odredila v njej izredno revizijo, če je sumila na kakšne nepravilnosti.

Poslovanje PD je bilo očitno škodljivo za "prave lastnike", ki so se hoteli dokopati do podcenjenih delnic po čim nižji ceni, in morda še za kakšno konkurenčno DZU, ker ji ni uspelo pridobiti dovolj vlagateljev. Za več tisoč vlagateljev v PD je bilo njeno poslovanje do preoblikovanja skladov koristno in bi bilo brez dvoma tako tudi vnaprej, če ne bi bilo tega posega Agencije. Vzajemni skladi s prilivom prihrankov malih investitorjev so bili teoretično in praktično pozitivni dejavniki za razvoj borznega trga.

Dokazila:

1. Odgovor Agencija na tožbo vlagateljev v vzajemne sklade, 11. 11. 1999, Priloga 6.
2. Previdno pri naložbah v sklade, obvestilo ATVP za javnost, Delo, 15. 3. 1996.
3. Novinarska konferenca ATVP, 29. 3. 1996: Dodatna pojasnila ATVP v zvezi z vzajemnimi skladi; Večer in Delo, 30. 3. 1996.

### **9.3 "Manipulacije VEP"**

Agencija je v drugi polovici leta 1995 trikrat inšpicirala poslovanje PD, v letu 1996 pa še dvakrat, zato je razmere v njej podrobno poznala. Vedela je tudi ali bi vsaj morala vedeti, da je potrebno nihanja na trgu dušiti. Za to obstaja v svetu več mehanizmov. Zavarovanja pred tveganji bi

morala razvijati prav Agencija (147/3. člen ZTVP), vendar tega ni storila. Predsednik SS in torej tudi Agencija sta seveda dobro vedela, da manjka t.i. vzdrževalec trga (market maker) [1], ki zglajuje hitre skoke v cenah vrednostnih papirjev tako, da jih kupuje, kadar njihova ponudba presega povpraševanje, in prodaja, kadar je njihova ponudba manjša od povpraševanja. Agencija bi prav lahko pooblastila posamezne udeležence trga za tak namen in postavila vsem znana pravila vzdrževanja trga. Pa ga ni, potem so bili pa drugi krivi za posledice.

Trgovanje z nekotirajočimi imenskimi delnicami Probanke se je odvijalo na OTC trgu. Na njem je Priom imel funkcijo "dealerja". Z nekotirajočo delnico ni mogoče "manipulirati organiziranega borznega trga", VEP skladov PD pa je rasel s polovično hitrostjo rasti SBI in s tem ni bilo "manipulacije VEP". Gre spet za manipulacijo Agencije z izpuščanjem samostalnikov, "manipulacija trga ali VEP"? Če je Agencija domnevala manipulacije Dadasa BPH, ki je edini imel dostop do trga, bi morala namesto 112/3. člena ZISDU (o izrednih razmerah) uporabiti ZTVP, in to proti BPH - ne proti PD, ne pa da je kršila lastninske pravice investorjev in škodljivo delovala v nasprotju z interesi investorjev, z vsemi posledicami, ki so zadevale zlasti investitorje in njihovo premoženje. Naj dodamo, da se manipulacije lahko izvajajo samo na trgu vrednostnih papirjev, torej pri udeležencih trga, tj. borzno-posredniških hišah, in ne pri družbah za upravljanje (PD) ali celo pri investitorjih.

Zaključki Agencije glede "manipulacije VEP" so bili zavajajoči, saj so prikazovali samo primere, ko se je VEP povišala, niso pa navajali primerov, ko se je znižala [2]. Agencija je vedela, da *"Priom odkupuje in prodaja skladom papirje po cenah, ki so višje ali nižje od nakupne cene. Vsota realiziranih kapitalskih dobičkov in kapitalskih izgub na določenem skladu variira v plus in v minus, odvisno od obdobja, ki ga opazujemo."* [3] Vedela je tudi, da pri netržnih papirjih v skladih PD *"Sklad vedno za izračun VEP vrednoti papir po nakupni ceni. Ta cena je nižja od knjigovodske. Nakupna cena se ne revalorizira"* [3]. Zapis je neroden in pravno ni čisto točen, vendar jasno kaže, da so skladi PD netržne papirje vrednotili po nižji ceni od obeh, nakupne ali knjigovodske, kar je bilo pravilno.

Z drugimi besedami, namen trgovanja z netržnimi papirji ni bil manipulacija VEP, temveč zasilna pomoč pri odsotnosti v svetu običajnih možnosti zavarovanj pred tveganji (likviden trg zakladnih menic, hedging, prodaje na kratko), za dušenje nihanj in omejevanje rizikov na borznem trgu. Temu je služila tudi rezerva iz dobička skladov PD prejšnjega leta. Na ta način je VEP skladov PD rasel počasneje kot SBI in ni padal ob padanju SBI. Tako je npr. med 15. 1. in 12. 3. 1996 SBI zrasel za 15 %, VEP skladov PD pa samo za: 7,1 % (Diver), 7,5 % (Neli), 7,7 % (Rastko) in 13,3 % (Herman Celjski).

To tehniko dušenja nihanja VEP je PD pisno sporočila investitorjem [4,5], zato jo je morala poznati tudi Agencija. Agencija je sama ugotovila, da je izračun VEP formalno pravilen [6]. 20. 3. 1996 je sklenila, da mora PD zagotoviti pravilno (dnevno) izračunavanje VEP po metodologiji in ji je dala za to 30-dnevni rok [7]. Računovodski program, ki je omogočal izdelavo dnevne bilance stanja vzajemnega sklada z izračunom VEP vred, je bil na voljo šele leta 1997; izdelal ga je ITEO in s tem omogočil nadzor nad izračunavanjem VEP [8]. Način izračunavanja VEP torej ne bi smel biti razlog za odvzem dovoljenja PD za upravljanje skladov.

Ne nazadnje je PD, in pred njo Fundus, uporabljala omenjeni mehanizem dušenja nihanj že nekaj let in Komisija za vrednostne papirje na Ministrstvu za finance je skupaj z Upravo za

notranje zadeve in Službo družbenega knjigovodstva leta 1994 priznala, da ni bilo sporno [9]. Namesto Prioma je bil takrat Fundus, tudi takrat sta "... lastnika Fundusa (tj. Davorin in Danila Sadar) oškodovala sebe, vlagatelji v vzajemne sklade pa niso bili oškodovani. Ko so kriminalisti to videli, je bilo takoj vse v redu. Druga stvar, zaradi katere so prišli, je bilo posojilo, ki sem ga družbi Fundus odobril v delnicah. Preverili so podatke za nazaj in ugotovili, da je imela poteza zakonsko in finančno kritje." Kar je bilo leta 1994 sprejemljivo, je postalo leta 1996 domnevno protizakonito dejanje. Iz razgovora Davorina Sadarja z novinarjem Mladine je bilo 28. 4. 1994 zapisanih nekaj prav pomembnih misli [9]:

- o borzi: "namesto da bi država borzo podprla s plasmajem novih vrednostnih papirjev, ... je na borzi namenoma povzročila recesijo",
- o "intenciji oblasti, da vrednost certifikatov pade",
- o dveh udarih države in "pritisku, da Dadas pade",
- o vključevanju tujcev: "tujci so že tu, ... lahko se zgodi, da se bo s certifikati trgovalo po višjih cenah, kot je njihova nominalna vrednost."

Dokazila:

1. Dušan Mramor, Koristilo bi predvsem trgu, Finance 89, 1. 12. 1995, str. 13.
2. Analiza "manipulacij" s fotokopijo izpisa PD, 30. 7. 1997.
3. Delno poročilo o opravljenem pregledu Dadas BPH dne 19. 3. 1996, ATVP, 20. 3. 1996.
4. Letno poročilo o poslovanju investicijskih skladov, ki jih upravlja družba Fundus, za leto 1993 in stanje 1. 4. 1994.
5. Dopis PD investitorjem v vzajemne sklade PD, 13. 12. 1995.
6. Ugotovitve s pregleda Herman Celjski, točka 8, ATVP, 16. in 17. 1. 1996.
7. Odredbi ATVP o odpravi pomanjkljivosti v DZU PD, 14. in 20. 3. 1996.
8. P. Kumer-Mirk, Vzpostavitev informacijskega sistema za potrebe nadzora vzajemnih skladov, diplomatska naloga, mentor D. Mramor, Univerza v Ljubljani, junij 1997, str. 16.
9. Mr. DADAS, Mladina, 28. 3. 1994 (tudi članki Stanislava Kovača 1. 3. , 8. 3., 21. 3. 1994 v Mladini).

## 9.4 "Trgovanje med skladi"

Drugi razlog za odvzem dovoljenja PD za upravljanje naj bi bila zlasti prodaja in nakup vrednostnih papirjev med skladi PD, dejansko med skladi in Priomom [1]. Odredba o odvzemu dovoljenja PD za opravljanje dejavnosti zaradi trgovanja med skladi (PRIOM kot navidezni kupec oz. prodajalec) po 109. čl. ZISDU temelji na agencijski prevari. Agencija je v dokumentu "Možni ukrepi ..." [2] sicer omenjala: "*Opis nadaljnjih kršitev, ugotovljenih pri nadaljevanju pregleda 19. 3. 1996, je priložen.*" V tem zapisniku pregleda v Dadasu BPH je bilo napisano: "*Nakazuje se sklep: DZU preko družbe Priom s pomočjo netržnih papirjev vpliva na VEP po trenutnih potrebah.*" Iz zapisnika je očitno, da je Agencija vedela, da gre za dušenje nihanj s pomočjo netržnih papirjev (glej točko 9.3, "Manipulacija VEP"). Trditev, da bi naj vsi skladi PD pri tem zaslužili, je abotna; en sklad bi lahko zaslužil samo toliko, kolikor bi drugi izgubil! Ker Agencija trdi, da so zaslužili vsi, očitno niso trgovali med seboj! Zato je bila trditev Agencije **očitno lažna**. Kriva je bila Agencija, ki bi morala že pred tem uvesti potrebne mehanizme za zavarovanje pred tveganji. Naj dodamo, da se BPHji ne ukvarjajo z upravljanjem skladov, zato upravljanja skladov ne bi smeli proučevati v BPHju temveč v DZUju - če bi Agencija ugotovila, da se BPH ukvarja s skladi, bi mu morala to prepovedati.

Agencija je ugotovitve inšpekcije zlorabila in začela lažno trditi, da PD s tem mehanizmom cene samo dviguje. To seveda ni bilo res - VEP je rasel pol počasneje od rasti SBI (glej točko 9.3),

kadar pa je SBI padal, je VEP skladov PD stagniral. Ni mogoče, da bi en sklad prodajal, drugi kupoval, oba pa bi hkrati zaslužila. En sklad bi v tem primeru le toliko pridobil, kolikor bi drugi izgubil. Iz tega logično sledi, da so skladi normalno kupovali in prodajali vrednostne papirje na OTC trgu, na katerem je sodeloval tudi Priom, niso pa trgovali med seboj. Agencija je s to idejo - "trgovanje med skladi" kljub temu uspela prepričati Vrhovno sodišče, ker po izjavi predsednika senata [3] "ni bilo dopustno navajati novih dejstev in predlagati novih dokazov; važno je, da sodišča sodijo samo na podlagi dejstev in dokazov, ki jih navajajo oz. predlagajo stranke; po uradni dolžnosti pazijo le na pravilno uporabo materialnega prava in na bistvene kršitve postopka". V primerih PD in Dadas BPH so sodili na osnovi lažnih trditev Agencije.

V prejšnjem razdelku smo navedli resnično ozadje razloga, ki je služil za odvzem dovoljenja Dadasu BPH zaradi "manipulacije VEP". Dodatno je potrebno opozoriti, da se je premoženje v enem od skladov (Diver) zmanjševalo in so nekateri investitorji prodane kupone vnovčili in ponovno vložili v takrat donosnejši sklad Herman Celjski (glej prilogo 3 Agencija [4]: *Pregled neto prilivov in odlivov sredstev vzajemnih skladov*). Ta sklad je bil donosnejši, ker je z vplačanim denarjem kupoval delnice Kolinske - tem se je cena v kratkem podvojila. Gre za splošno zakonitost - z vplačanim denarjem je bilo mogoče poslovati uspešneje od statičnih skladov, ki niso mogli kupovati podcenjenih delnic brez vplačil oz. gotovine. To se je prej dogajalo s skladi ABH in kasneje s skladi Kmečke družbe, Probanke, Krekove družbe, KBM-Infond (glej točko 7.6, Donosnost skladov).

Dokazila:

1. Odredba ATVP o začetku postopka za odvzem dovoljenja PD za upravljanje (trgovanje med skladi), 3. 4. 1996; odločba o odvzemu dovoljenja, 9. 5. 1996.
2. Gradivo Agencije za 4. sejo strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
3. Pismo vrhovnega sodnika, Viktorja Planinšca Petru Glaviču, Ljubljana, 2001.
4. Odgovor ATVP na pobudo PD Ustavnemu sodišču za oceno ustavnosti in zakonitosti Sklepa, 10. 4. 1996.

## 9.5 Prepoved objavljanja VEP

Agencija je s svojim nestrokovnim ravnanjem [1] povzročila krizo na borznem trgu: uničenje vzajemnih skladov ter velik padec cen delnic in slovenskega borznega indeksa (SBI). Ko je tako res nastalo izredno stanje na trgu vrednostnih papirjev, je Agencija na racionalne poskuse reševanja krize s ponujenimi prenosi na drugo DZU [2], prekinitvijo poslovanja in vključitvijo skrbnika [3] odgovorila najprej z nerazumno zavrnitvijo predloga prenosa in kasneje s pričetkom postopka za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti DZU PD [4]. To je izredno zaostriło krizo. Agencija bi morala počakati na odločbo Ustavnega sodišča v zvezi z njenim sklepom o "določitvi največjega obsega sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU" [1] in pustiti zamrznjene sklade pri miru ali pa jih kvečjemu prenesti na drugega skrbnika.

Namesto, da bi krizo reševala, jo je Agencija še zaostriła, ko je njen SS na izredni seji dne 28. 3. 1996 sklenil [5], da se "uredništva časopisov, ki objavljajo VEP, obvesti, da ne objavljajo več VEP-ov tistih skladov, ki jih je do 28. 3. 1996 upravljal PD". Namesto zaščite investorjev je Agencija s prepovedjo objavljanja VEP vzajemnih skladov PD ponovno udarila po investorjih in jih še bolj oškodovala. Agencija je s tem kršila 27/2. člen ZISDU in odvzela pogodbeno zagotovljene lastninske pravice. Z neresnicami, prikrivanji, prevarami in s svojimi izjavami v

medijih je spravila investitorje skladov PD v bistveno zmoto in s tem kršila 61. člen ZOR. Odklonila je sporazumno reševanje premoženja investitorjev [6] ter DZU PD in investitorje tako prisilila, da so začeli reševati svoje premoženje, ki v primeru zakonite prekinitve poslovanja skladov PD ne bi bilo resno ogroženo.

Agencija je s tem dokončala protizakonito 'de facto' delno likvidacijo vzajemnih skladov PD, še preden je bila napisana odredba o začetku postopka za odvzem dovoljenja DZU PD. S tem ni kršila samo členov 49 do 54 ZISDU temveč tudi njegov 27/2. člen, ki zahteva objavljane VEP. Cinična je zato bila izjava direktorja Agencije na tiskovni konferenci 29. 3. 1996, da poseg Agencije: "nikakor ne pomeni prepovedi omejevanja skladov," [7] oz. "nikakršnega zniževanja ali zaustavitve delovanja skladov." [8]

Dokazila:

1. Sklep ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996.
2. Dopisi med Agencijo ter PD in Pulsarjem od 25. 3. do 28. 3. 1996.
3. Pismo PD Agenciji o začasnem prenosu sredstev in obveznosti v skrbništvo družbi Priom, 27. 3. 1996.
4. Odredba ATVP za začetek postopka za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja investicijskih skladov družbi za upravljanje PD zaradi prenosa v "začasno skrbništvo", 28. 3. 1996.
5. Zapisnik izredne seje strokovnega sveta ATVP, sklep 4, 28. 3. 1996.
6. Sestanek predstavnikov vlagateljev v vzajemne sklade PD in ATVP, 12. 4. 1996.
7. Odvzem dovoljenja za Proficio, Večer, 30. 3. 1996.
8. Prodajalec in kupec hkrati, Delo, 30. 3. 1996.

## 9.6 Agencija ni hotela reševati premoženja investitorjev

12. 4. 1996 je bil sestanek med predstavniki vlagateljev in Agencije. Na njem so člani odbora predlagali skupno reševanje problema. Dr. Peter Glavič, ki je bil v odboru jeznih varčevalcev pri reševanju problema zamrznjenih deviznih vlog in je član odbora vlagateljev v vzajemne sklade PD, ve, kakšna je bila razlika pri obravnavanju problemov v Banki Slovenije in z Agencijo [1]. Nova Ljubljanska banka, ki je imela takrat 500 mio EUR izgub, je bila leta 2001 knjigovodsko vredna 500 mio EUR, tržno pa leta 2002 nad 1300 mio EUR. Banka Slovenije in prizadete banke so takrat pokazale izredno prizadevnost za sodelovanje s predstavniki varčevalcev. Agencija je odločno odklonila reševanje **premoženja investitorjev** v želji, da uniči Dadas PS preko uničenja skladov PD, ne glede na posledice za investitorje v te sklade.

Investitorji niso poznali VEPov vzajemnih skladov PD. DZU PD jim je (upravičeno) sporočala, da bo njena vrednost padla na 20 %. Do septembra 1996 je tistemu delu skladov PD, ki je začel ponovno delovati v upravljanju Kmečke družbe, VEP padla na 30 % vrednosti od 27. 3. 1996, pred posegi Agencije [2]. In bi padla še bolj, če bi vsi vlagatelji PD šli na Kmečko družbo, ker bi bila razprodaja še večja. Agencija jih je hkrati preko medijev zavajala in zagotavljala, da je premoženje v Dadas PS ter jih spodbujala k podpisu pogodb s PD in Dadasom PS. Zato se je velika večina od njih odločila za podpis pogodbe s PD in Dadasom PS, od katere so si obetali povrnitev premoženja z obrestmi vred.

Investitorji so videli, kako padajo vrednosti delnic iz portfelja PD. Do začetka odločanja investitorjev (23. 4. 1996) so vrednosti posameznih delnic že močno padle:

Delnica . Vrednost 13. 3. 1996	Vrednost 23. 4. 1996	Padec vrednosti
Finmedia .....	43.741 SIT .....	21.855 SIT ..... 50,0 %
SKB redna .....	37.069 .....	28.321 ..... 23,6 %
Dadas .....	250.668 .....	68.600 ..... 72,6 %
Gradb.Podj.Gros. ....	27.943 .....	23.499 ..... 15,9 %
Kolinska .....	1.661 .....	1.390 ..... 16,3 %
MK Založba .....	13.927 .....	8.300 ..... 40,4 %
Primofin .....	83.207 .....	36.208 ..... 56,5 %

Kmečka družba je dobila ustrezen delež portfelja, tisti del premoženja, ki je bil prenešen na Dadas PS pa je nosil vse druge finančne posledice delovanja Agencije: realizirano izgubo pri prodaji obveznic in delnic, stroške delovanja družb (PD, Dadas BPH), stroške tožarjenja pred ustavnim in vrhovnim sodiščem, izrednih revizij, obveščanja javnosti in vlagateljev, odplačila posojil bankam, obresti za kredite in nazadnje še stroške neuspešnega registriranja spojitve družb ter preusmerjanja dejavnosti Dadas PS od finančnega trgovanja na franšizing.

Kot je zapisal ustavni sodnik Matevž Krivic [3], je Agencija s svojim dejanjem kršila 14. oz. 22. člen Ustave RS (lastninsko pravico in svobodo gospodarske pobude oz. pravico do enakosti); "smrtna kazen" za gospodarsko družbo je po njegovem mnenju temeljila na očitno protiustavnem zakonu (64. in 65. člen ZTVP imata enako dikcijo, vendar drastično različne sankcije), vendar Ustavno sodišče njegovega mnenja žal ni upoštevalo. Ustavno sodišče vlagateljem v vzajemne sklade PD ni dovolilo sodelovati v procesu, ker niso bili stranke postopka [4].

Dokazila:

1. Pričanje: Peter Glavič, Falska c. 43, 2342 Ruše.
2. Vlagatelji so izgubili 70 odstotkov premoženja, Večer, 3. 9. 1996.
3. Matevž Krivic, Ločeno mnenje k ustavni sodbi Up 348/96.
4. Sklep Ustavnega sodišča Up-348/96, da se ustavna pritožba vlagateljev v vzajemne sklade PD (7. 4. 1997) zavrže, 10. 10. 1997.

## 9.7 'De iure' likvidacija skladov PD

Vlagatelji so na zboru 11. 4. 1996 v Mariboru sprejeli sklep, da "se strinjajo s prenosom sredstev na eno ali več DZU, s čimer soglaša tudi Agencija" [1]. Vlagatelji so skupaj s PD pripravljali tudi prenos skrbništva na ustrezno banko ali drugo družbo. SS Agencije se je na svoji 2. izredni seji, 10. 4. 1996 seznanil s predlogom za rešitev nastale situacije na področju vzajemnih skladov PD in sprejel stališča [2] pred sestankom predstavnikov vlagateljev v vzajemne sklade PD z vodstvom Agencije, ki je bil 12. 4. 1996:

- da se sredstva prenesejo v **skrbništvo (!)** ene od poslovnih bank,
- da se **upravljanje** prenese na pravno osebo *"izven okvira neposredno ali posredno povezanih oseb v sistemu Dadas. ... Pravna oseba mora za to izpolnjevati pogoje, določene z zakonom."*

Sredi aprila je pomočnica direktorja Agencije, Nina Plavšak za Mladino [3] izjavila, da "je pretežni del denarja investitorjev v Dadasove sklade nekje v sistemu Dadas. Denar bi se iz sistema odlil v primeru, če bi prišlo do prodaje vrednostnih papirjev izven sistema Dadas s

*kapitalskimi izgubami. Agencija ni zasledila nobenih indicev, da bi do tega morda prišlo." Z drugimi besedami, Agencija je ugotovila, da je 'Vaše premoženje na Dadasu PS, zato se obrnite nanj!' Žal pa je bila to spet manipulacija Agencije, ki ni na Dadasu PS ničesar ugotavljala, kapitalske izgube pa so bile v veliki meri že realizirane.*

Nekaj dni kasneje je bil objavljen poziv investitorjem [4], naj izberejo med dvema možnostima: prenos na drugo DZU ali (protizakonito) izplačilo kuponov s terjatvami in njihov prenos na Dadas PS. Rok za odločitev je bil 20. 5. 1996. Ob pomanjkanju pravih uradnih informacij (Agencija jih je vedno skrivala), so investitorji reševali položaj ob uporabi takrat dostopnih informacij, zlasti zgoraj omenjene informacije uradne osebe Agencije, Nine Plavšak. Pri tem so racionalno računali, da se bo razvijajoči borzni trg kmalu umiril in omogočal normalno poslovanje, da bo Dadas PS s sposobno ekipo in številnimi tekočimi projekti (prevzem Finmedie, DZS, Avkcijske hiše, Zdravilišča Rogaška), velikim številom državnih obveznic in dobrih delnic v skladih (Abanka, BTC, Dadas, Finmedia, GP Gradis, Hipotekarna banka Brežice, hotel Lev, Kolinska, MK Založba, Primofin, Probanka, Salus, SKB banka, banka Vipa, UBK banka) in nakupi delnic iz javnih prodaj (Lek, Mercator, Droga, Petrol itd.) dovolj zaslužil, da bo pokrival izgubo razvrednotenih skladov. Dogajanja v naslednjih letih so to domnevo potrdila [5]:

- cene delnic so se od 12. 3. 1996, ko so bile po mnenju Agencije na vrhu "špirale", do 14. 7. 2001 povečale za polovico (Banka Vipa, Dolenjska banka, Kolinska), podvojile (Probanka, Salus, SKB), početerile (Lek) in na neorganiziranem trgu popeterile (Sava, Krka), posedmerile (Lek, Mercator), podeveterile (Pivovarna Union), celo podvanajsterile (Helios); od 2. 9. 1996, ko so začeli vzajemni skladi KD iz bivše PD ponovno trgovati, so se cene privatizacijskih delnic podvojile (Kompas hoteli, Lesnina Emmi, Rudis, Slovenijales), potrojile (Droga, Helios), celo popeterile (Mercator, Sava), cene netržnih so se povečale podobno ali še bolj (Delo).
- prevzemi družb so še podvojili ali potrojili povečano vrednost naložb (Banka Koper, Dolenjska banka, Elektronabava, Emona-Merkur, Fructal, Grosist, Kovinotehna, Lek, Lisca, Loka, Radenska, Rožca);
- skladi Rastko, Galileo, Bond, Alfa idr. so v letih 1997 do 2001 potrojili premoženje.

Od julija 2001 do junija 2002 so cene delnic in investicijskih kuponov še bistveno zrasle. Tako se je SBI povečal za več kot 50 %, PIX pa skoraj za 40 %!

Agencija je napisala navodilo za nezakonito izplačilo kuponov s terjatvami namesto z denarjem, kar je bilo v nasprotju z 29/4. členom ZISDU, in za nezakonito delitev skladov. Tako je investitorje privedla v zмотo in jih držala v njej, da bi jih s prevaro napeljala k sklenitvi pogodbe z Dadas PS - s tem je kršila 65. člen ZOR. Ko je Agencija pričela s postopkoma za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti DZU PD, bi morala čakati na razsodbo Vrhovnega sodišča in ne bi smela v nasprotju z 29/4. členom ZISDU napisati navodila na protizakonito izplačilo kuponov s terjatvami namesto z zakonom predpisanim denarjem. Dovolila je tudi, da je bil VEP obračunan v nasprotju s členoma 29/3 in 27/3 ZISDU, ker ni bila upoštevana čista vrednost sredstev ob predložitvi kuponov v izplačilo.

Agencija investitorjem ni povedala, da namerava odvzeti dovoljenje Dadasu BPH in

onemogočiti delo Dadasu PS na trgu vrednostnih papirjev. Dadas PS je po odvzemu dovoljenja skušal preusmeriti dejavnost, vendar pri tem ni bil uspešen - tožbe in stroški podjetja so skupaj z investicijami in izgubami iz poslovanja izničili preostali kapital investorjev. Zavedeni niso bili samo investitorji, temveč tudi Dadas PS, ki ni slutil, kakšen scenarij ima Agencija v načrtu. Uničujoči "milejši ukrepi" Agencije proti skladom PD so praktično pomenili smrt za PD in kasneje tudi smrt za Dadas PS, ki je končal v stečajju, kot je pravilno napovedal ustavni sodnik, Matevž Krivic [6], poročevalec v tem primeru.

Agencija enostavno ni hotela reševati problema investorjev, temveč se je hotela čimprej znebiti njih in krivde za uničenje njihovega premoženja. Kasneje se je izkazalo, da je Agencija zavajala investitorje z namenom, da se znebi nadležnih investorjev, ki so grozili s tožbo proti Agenciji. "Denarja", o katerem je govorila Nina Plavšak v Mladini, na Dadasu PS sploh ni bilo in premoženje iz skladov je bilo v upravljanju PD prenešeno šele po podpisu pogodb z investitorji, in to v obliki delnic in obveznic, ne pa denarja. Takrat je bila njihova vrednost že zelo razvrednotena zaradi drastičnega padca tržnih cen delnic. Iz dokumenta Agencije [7] poleg navodila za nezakonita izplačila zelo jasno izhaja tudi, da je Agencija dobro vedela, da je premoženje (kot sklad) v celoti na DZU PD, saj je celo sama podrobno napisala, kako naj se sklad deli na 3 dele: A, B in C, čeprav je bila delitev sklada v nasprotju z zakonom. Šele po delitvi sklada naj bi del A prejel Dadas PS.

Če bi Agencija delala normalno po zakonu, se ne bi nikdar pojavila potreba, da bi investitorji morali reševati svoje premoženje, kakor so vedeli in znali. Preoblikovanje odprtih skladov v "polodprte" likvidacijske sklade jih je postavilo pred dilemo ali naj podpišejo:

- nekakšno "pogodbo o odkupu investicijskega kupona ter načinu poplačila" [8] s terjatvami, prenosom terjatev na Dadas PS in pogodbo o načinu poplačila teh terjatev ali
- izjavo, da svoje premoženje prenašajo na drugo DZU.

Pri tem je vprašljivo, če je bil sploh mogoč prevzem dolga s pogodbo med dolžnikom (PD) in prevzemnikom (Dadas PS), če je to nasprotovalo prisilnim, imperativnim zakonskim predpisom, kot sta člena 25/2 in 29/4 ZISDU (446. člen ZOR s komentarjem in sodno prakso). S samim prevzemom še ne ugasne obveznost prejšnjega dolžnika (PD) in lahko upnik (investitorji) proti njemu uveljavi svojo terjatev. To še zlasti velja v primeru, če je bil prevzemnik (Dadas PS) ob upnikovi privolitvi v pogodbo o prevzemu dolga prezadolžen, upnik pa tega ni vedel ali ne bi moral vedeti (447. člen ZOR).

Investitor ima po ZISDU dve funkciji. Najprej vplača kupon v denarju (28. člen), nekoč kasneje ta kupon predloži DZU v izplačilo - DZU mora izplačati kupon po vrednosti enote premoženja (VEP) na dan izplačila in obvezno z denarjem (29. člen), torej ne s kakšnimi terjatvami. Kupon se ne prodaja in nima tržne cene, zato se predloži v izplačilo. Pravice imetnika kupona prenehajo z dnem denarnega izplačila (29/6. člen ZISDU), ne pa z dnem nekakšne odprodaje kupona za nedenarno plačilo, kot to trdi Agencija. Dokler ni denarnega izplačila, ima investitor lastninsko pravico na sorazmernem delu vzajemnega sklada (29/6. člen ZISDU), zato delitev sklada sploh ni možna (49/2. člen). Kuponi se niso obračunavali po zakonu, tj. po VEP na dan izplačila; obračunska VEP je bila določena na dan 27. 3. 1996 [8], ker je Agencija objavljala VEP že 28. 3. 1996 uradno prepovedala. Agencija je tako kršila vse navedene določbe ZISDU.



Zakonodajalec je v zvezi s tem zapisal [9]: *"Vzajemni investicijski skladi niso pravne osebe, temveč gre za zbirno premoženje vseh investitorjev, naloženo v vrednostne papirje po načelu omejevanja in razpršitve tveganja. Za naložena sredstva dobi investitor investicijski kupon, ki se glasi na ime in je neprenosljiv, lahko pa ga vrne izdajatelju in dobi izplačano vloženo vrednost ter delež dobička iz naložb."*

Agencija je v nasprotju z 29/4. členom ZISDU, s sklepi zbora vlagateljev in SS Agencije, v dogovoru z vodstvi PD in Dadas PS 13. 5. 1996 izrabila izplačilo kuponov s terjatvami, ki jih je PD potem izknjižila in nato terjatev prenesla na Dadas PS. Predstavnike vlagateljev je prepričevala, da je to dobra rešitev; izdelala je celo podrobna navodila za prostovoljen izstop vlagateljev [9], ne da bi jim povedala, da bo prepovedala poslovanje tudi Dadasu BPH, ki je vlagateljem obetal povrnitev izgubljenih sredstev. Navedene okoliščine so bile odločilne za ravnanje investitorjev skladov PD, ki sicer pogodbe s PD in Dadasom PS ne bi sklenili. Agencija je s tem povzročila bistveno zmoto pri vlagateljih po 61. členu ZOR. Zmoto je pri vlagateljih spodbujala z namenom, da bi jih tako napeljala k sklenitvi za njih škodljivih pogodb. Prevara po 65. členu ZOR omogoča vlagateljem, da zahtevajo razveljavitev pogodb zaradi bistvene zmote in imajo pravico zahtevati povrnitev pretrpljene škode po členih 154 in 155 ZOR.

V nasprotju s sklepi SS Agencije je vodstvo Agencije dne 17. 5. 1996 napisalo navodila za izigravanje 49/2. člena ZISDU. Z njim je "de facto" likvidacijo vzajemnih skladov PD od 13. in 20. 3. 1996 "de iure" legaliziralo. Agencija je pripravila natančno vsebinsko in časovno režijo izigravanja ZISDU ter "tehnično" izvedbo protizakonite delne **likvidacije** [7]. Vendar pri tem ponovno ni zaščitila pravic investitorjev v vzajemnih skladih PD. Agencija je vedela, da bo predlagano *"Predložitev investicijskih kuponov na vnovčenje in uveljavitev denarne terjatve na plačilo investicijskega kupona po vrednosti VEP na dan plačila, ki bo cedirana na Dadas PS ... imela za nujno posledico delno likvidacijo premoženja"*, zato nikakor ne bi smela izigrati zakona in s svojim pravnim aparatom omogočati in tako legalizirati 'de facto' delne likvidacije. Član predsedstva odbora investitorjev v vzajemne sklade PD, Ljubo Peče [10] trdi, da je svetovalka direktorja in članica SS Agencije, Nina Plavšak vplivala nanj, da so vlagatelji sprejeli opcijo izstopa iz vzajemnih skladov. Vlagatelji niso mogli presoјati zakonitosti in umestnosti upoštevanja ZISDU. Prav tako niso vedeli za namero Agencije, da bo po uspešno zaključenem "pranju rok" Dadasu BPH odvzela dovoljenje za poslovanje.

Agencija je dopustila nezakonito izplačilo kuponov s terjatvami. Kršenje 29/4. člena ZISDU še ni omogočilo izpeljave njenega načrta. Agencija je s pravno akrobacijo [7] omogočila z 49/2. členom ZISDU prepovedano razdelitev premoženja oz. delno likvidacijo skladov pred pravnomočnostjo odvzema dovoljenja in začetkom likvidacije. Če je dvomila v zakonitost upravljanja PD z vzajemnimi skladi, bi morala sprejeti zahtevane zakonske ukrepe, s katerimi bi zaščitila premoženje investitorjev, ne pa sredi sodnega procesa na sodiščih (Ustavnem in Vrhovnem) pisati "tehničnih" navodil za izigravanje zakona. Zato so investitorji, ki so podpisali pogodbe s PD in Dadasom PS, prišli v slabši položaj kot investitorji, ki so prenesli upravljanje na drugo DZU (KD) že ob dnevu razdelitve premoženja, še bolj pa kasneje - z odvzemom dovoljenja za poslovanje Dadasu BPH.

Dejanska izvedba "delne likvidacije" je bila za vlagatelje škodljiva, saj je bila večina najbolj likvidnih papirjev dotlej prodana. Zato so investitorji Kmečke družbe dobili papirje glede na

stanje 27. 3. 1996, Dadas PS pa le neprodani ostanek manj likvidnih papirjev in vso realizirano izgubo skladov. Tako je bila kršena druga alineja 25/2. člena ZISDU o pravicah imetnikov investicijskih kuponov. Agencija je pri tem aktivno sodelovala - pisala je navodila in vzpodbujala investitorje k protizakonitemu izstopu iz skladov.

Dokazila:

1. Zapisnik zbora vlagateljev, točka 2/2, Maribor, 11. 4. 1996.
2. Zapisnik 2. izredne seje strokovnega sveta ATVP, 10. 4. 1996.
3. Dadasov nadzornik, Mladina, str. 26, 16. 4. 1996.
4. Obvestilo vlagateljem v sklade PD v Delu, 29. 4. 1996.
5. Delo, Tečajnica borznega trga in Vzajemni skladi; 12. 3. 1996, 2. 9. 1996, 24. 7. 2001. Poročevalec DZ, 21/1997, str. 33.
6. Odločba US Up-348/98, 28. 5. 1998. - odklonilno ločeno mnenje sodnika Krivica, 12. 6. 1998.
7. Dopustni (možni) pravni okviri za rešitev problema investitorjev skladov, ki jih je upravljala Proficia Dadas, v zvezi s ponudbo PD in PS Dadas, Uradni zaznamek o vsebini dogovora na sestanku 13. 5. 1996, ATVP, 17. 5. 1996.
8. Pogodba o odkupu investicijskega kupona ter načinu poplačila z amortizacijskim načrtom.
9. Mnenje odbora DZ za gospodarstvo k predlogu ZISDU - druga obravnava, str. 2, 21. 10. 1993.
10. Pričanje: Ljubo Peče, 2351 Kamnica, Ul. Klinčevih 8.

## 10. ZAVEDENA SODIŠČA

Ustavno sodišče je odločalo o Sklepu Agencije o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov in ugotovilo, da je v neskladju z zakonom, ker ne vsebuje določbe o časovni omejenosti predpisanega ukrepa [1]. Vendar sodišče Sklepa ni razveljavilo, temveč je Agenciji naročilo, da nezakonitost v 30 dneh odpravi. Agencija je za nezakonitost seveda dobro vedela, zato je to storila že naslednji dan, 12. 6. 1996, še pred objavo v uradnem listu [2], in je teden dni kasneje o tem obvestila Ustavno sodišče [3]. Vrhovno sodišče je 12. 6. 1996 zavrnilo pritožbi PD o odvzemu dovoljenja in potrdilo obe odločbi Agencije.

Agencija je 10. 4. 1996 poslala na Ustavno sodišče »Odgovor na pobudo«, v katerem je trdila, da je bilo tržno neravnovesje na kapitalskem trgu razlog za sprejem izpodbijanega sklepa SS Agencije 20. 3. 1996. Agencija ni več pisala o bodočih »hujših motnjah«, ker je opazila, da 112/3. člen ZISDU zahteva dejansko obstoječe, eksterne (ne znotraj DZU) hude motnje. V predloženem Poročilu smo dokazali, da ni bilo kakšnega nenormalnega tržnega neravnovesja. Januarja 1996 je prišla na borzo delnica Kolinske, ki je povečala borzno kapitalizacijo za 2,5 mrd, pri takratni izjemno podcenjeni vrednosti te delnice. Dejanska vrednost teh delnic je bila še nekajkrat večja, kar se je pokazalo v zadnjih letih. V februarju in marcu zbrano premoženje v skladih PD 1,6 mrd. (od 4,3 mrd na 5,9 mrd) ni porušilo tržnega ravnovesja. Agencija je pisala o tržnem neravnovesju prav v času navala novih privatizacijskih delnic na borzo, ko je bilo delnic več kot dovolj in so cene že prej podcenjenih delnic padle še bolj. Agencija ni predložila nikakršne analize, ki jih pri ukrepanju izdelajo tuje agencije (npr. SEC).

Motnje na kapitalskem trgu je sodišču predstavila v štirih sklopih:

**Prvi** naj bi bil »Nesorazmerje med prilivom denarnih sredstev v vzajemne sklade in razpoložljivo količino vrednostnih papirjev za nakup«. Tržno neravnovesje naj bi se pokazalo kot »izjemno visoki donosi nekaterih vzajemnih skladov«. Na tem mestu je Agencija razširila hude motnje

še na januar (pa ni povedala zakaj) in ugotavljala »visoke izkazane stopnje donosa sklada Herman Celjski... 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 %«. Agencija je manipulativno izpustila ostale tri sklade v upravljanju PD, ki so imeli donose blizu 9 %. Povprečni donos vseh skladov v tem obdobju je bil 5,09 %, standardna deviacija pa 3,43 %, tako da so bili normalni donosi v območju od 1,66 % do 8,52 %. V statistiki donosov trije od štirih skladov PD niso bistveno izstopali. Agencija je manipulativno izbrala čas po njenem zavajajočem in zaničujočem »Obvestilu za javnost« 15. 3. 1996, ko je borzni indeks SBI pričel padati in so se VEP-i mnogih skladov že znižali. Agencija bi morala priznati, da je odločitev o prepovedi vplačil v sklade PD sprejela že 13. 3. 1996, ko je bil povprečen donos vseh skladov še 5,64 % s standardno deviacijo 3,02 % in so bili normalni donosi med 2,62 % in 8,66 %, pri čemer skladi PD niso izstopali (z izjemo Hermana Celjskega).

Še večja agencijska manipulacija je ocenjevanje donosa skladov PD preko donosa drugih skladov. V svetu je vsak dan množica skladov, ki imajo letne donose +50 % in več, pa hkrati tudi takih z negativnimi donosi -10 % in več. Po agencijski hipotezi bi morali v tujini vsak dan uničiti in likvidirati množico vzajemnih skladov samo zato, ker imajo višje donose od drugih, kar naj bi dokazovalo hude motnje na kapitalnem trgu! Agencija bi morala primerjati donose skladov z rastjo in padci borznega indeksa, ne pa z drugimi skladi. Agencijski pristop je bil skrajno nestrokovno in manipulativen, očitno je bila prepričana, da na sodišče lahko pošlje karkoli. SBI je do sredine marca narasel za 15 % in temu se je približal le eden od štirih skladov PD, ostali so bistveno zaostajali, vsi skupaj pa niso bili prav nič izjemni. »Prvi sklop« hudih motenj se dejansko izkaže kot zavajanje in nestrokovnost, ne pa kot tehten dokaz.

**Drugi** piše o veliki verjetnosti manipulacije vrednosti premoženja (donosa enote) vzajemnih skladov PD. Verjetnost ni nikakršen dokaz in preseneča, da jo je Agencija zamešala z dejstvi. V tem sklopu je Agencija očrnila zakonca Sadar in očitala, da so:

- manipulirali borzne cene;
- manipulirali VEP s kapitalnimi dobički.

Omenjena zakonca nista bila zaposlena niti v DZU PD niti v borzno-posredniški hiši. Vsebinsko sta oba »dokaza« nična. Prvi govori o manipulaciji borznih cen in dokazuje, da je Agencija res zlorabila 112/3. člen ZISDU. V primeru manipulacije cen bi morala ukrepati proti drugi gospodarski družbi, borzno-posredniški hiši Dadas BPH, ne pa proti DZU PD in po drugem zakonu (ZTVP) in po drugih členih. Agencija s tem priznava, da je zamešala tako zakone in člene kot gospodarske družbe. Dalje Agencija opisuje poslovne dogodke, ki povzročijo realizirane kapitalne dobičke skladov. Temeljna dejavnost vsake DZU je prav povečevanje VEP z realiziranimi kapitalnimi dobički, ki niso sporni.

**Tretji** piše o ugotovljenih nepravilnostih v zvezi s posojanjem denarja vzajemnih skladov. Očitano napačno posojanje je kvečjemu nepravilnost določene DZU, ne pa huda motnja na kapitalnem trgu, ki naj bi jo očitana napaka DZU dokazovala. Agencija je sama dokazala, da je nezakonito uporabila 112/3. člen ZISDU, saj so v primeru nepravilnosti DZU prišli v poštev le: odredba o odpravi te nepravilnosti, denarna kazen in možen postopek za odvzem dovoljenja, če napaka ne bi bila odpravljena v roku.

**Četrty** sklop piše o nepravilnostih v zvezi s strukturo naložb vzajemnih skladov. Takratna problematika je obširno obdelana v predloženem Poročilu. Opozorimo pa naj, da so imeli takrat drugi skladi tudi deleže posameznih vrednostnih papirjev preko 5 % in jih imajo še danes, saj to omogoča zakon. Agencijski ukrep (Sklep) je omejil premoženje, kar pa nima vpliva na strukturo naložb, tudi če bi primanjkovalo različnih VP. Deset različnih likvidnih VP omogoča deleže po 10 %, ne glede na višino premoženja. Treba je razlikovati med dvema vsebinsko različnima pojmom:

- a) Primanjkuje delnic (po količini), kar pa ni bil slučaj;
- b) primanjkuje različnih VP, ki jih je pa količinsko dovolj.

Agencija je oba pojma očitno zamešala in še danes trdi, da je z znižanjem premoženja skladov povečala razpršitev naložb, torej deleže posamičnih VP v višini do 5 %, čeprav to že teoretično ne gre. Kako dejansko stanje današnjih portfeljev negira Agencijo se lahko vsakdo prepriča na grafih strukture portfeljev, ki jih najde npr. na [www.skladi.com](http://www.skladi.com) in [www.vzajemci.com](http://www.vzajemci.com). Celo, če bi bili agencijski očitki vsi popolnoma resnični in upravičeni, bi bil četrti sklop samo še en dokaz, da naj bi delala DZU PD napake in Agencija ne bi smela ukrepati po 112/3. členu, temveč po tistih členih, ki sankcionirajo nepravilno delovanje DZU. Napake neke določene DZU niso huda motnja na kapitalskem trgu, temveč zgolj napačno (interno) delovanje DZU. Seveda se postavlja vprašanje, zakaj je Ustavno sodišče potrdilo sklep [4] (pravilno: odredbo, op. US) oz. Vrhovno sodišče odločbi Š5,6Ć Agencije?

Dokazila:

1. Odločba ustavnega sodišča št. U-I-77/96 o zakonitosti sklepa ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996;
2. Sklep o dopolnitvi sklepa o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, UL RS 31/96.
3. Dopis Agencije Ustavnemu sodišču: Poročilo o odpravi nezakonitosti, 20. 6. 1996.
4. Sklep ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 29. 3. 1996.
5. Odločba o odvzemu dovoljenja PD za upravljanje (začasno skrbništvo), 9. 5. 1996.
6. Odločba o odvzemu dovoljenja PD za upravljanje (trgovanje med skladi), 9. 5. 1996.

## 10.1 Prevarani sodišči

Agencija je kljub pomanjkanju tehtnih dokazov, na kar smo opozorili v 10. točki, po mnenju Ustavnega sodišča 10. 4. 1996 ob 12.20 uri utemeljila obstoj posebnih okoliščin (27. točka obrazložitve sodbe), ki jih 20. 3. 1996 po mnenju Agencije same še ni bilo [1]. Danes vemo, da je bila takratna utemeljitev zavajajoča, dejansko stanje pa drugačno od opisanega [2].

**Prvič:**

- nekateri dokumenti so bili ponarejeni (ni bilo izrednih razmer, ni bilo izrednih prilivov v sklade ali na borzo, ni bilo izredne rasti tečajev ali izrednih donosov, ni bilo niti "manipulacij" niti "spiral") ali lažni (delnice so prihajale na trg, tudi drugi skladi so imeli neto prilive, Priom je vrnil posojilo);
- drugi so bili sodiščem prikriti (npr. zapisnik [1] in gradiva za sejo SS Agencije z dne 13. [2])

in 20. 3. 1996 [3], zapisnik od 28. 3. 1996 [4], zapisniki sej SS (10. 4., 17. 4., 9. 5. in 22. 5. 1996), mnenja strokovnjakov o predvidenih premalih prilivih na borzo in s tem o verjetni veliki podcenjenosti privatizacijskih delnic [6] in o pomanjkljivi regulaciji trga vrednostnih papirjev [7], evropska direktiva o strukturi naložb [8], Pravila Agencije o izdajanju začasnih dovoljenj [9]).

Ustavno in Vrhovno sodišče med odločanjem očitno nista imeli pogleda tudi v naslednje dokumente Agencije:

- Predlog sklepov v zvezi z ugotovljenimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU PD od 13. 3. 1996,
- Možni ukrepi v zvezi z nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU PD od 20. 3. 1996
- zaupne zapisnike revizijskih pregledov PD od 13. 3. 1996 in Dadasa BPH od 19. in 21. 3. 1996,
- uradno stališče Banke Slovenije do dogodkov na borzi in ukrepov Agencije v marcu 1996,
- dopise Agencije mariborski APPNI od 19. 3. 1996 in Ljubljanski borzi od 28. 3. 1996,
- zaupno *Informacijo o ukrepih Agencije v zvezi z vzajemnimi skladi* od 5. 4. 1996,
- strukturo domačih skladov (strukturo italijanskih so dobili) z naložbami: v denar in depozite, v več kot 5 % delež izdajatelja, podoben tabeli 2 v poročilu Agencije po stanju 31. 3. 1996 [5],
- Uradni zaznamek o vsebini dogovora na sestanku s predstavnikoma PD in Dadasa PS dne 13. 5. 1996 ob 16.00 uri, po katerem je Agencija napisala navodilo za 'de iure' delno likvidacijo vzajemnih skladov PD namesto za reševanje premoženja investitorjev vanje.

**Drugič**, razlog za pristranost nekaterih ustavnih sodnikov je bila s temi prevarami združena medijska kampanja, ki jo je spodbujala Agencija, in v kateri je bilo lažno prikazano dejansko stanje. Tako npr. prikriti dokument "*Možni ukrepi ...*" [3] piše o bodočih hujših motnjah in bodočih vlagateljih, direktor Agencije je v izjavi za tisk govoril o obstoječih: "*ukrep po njihovem mnenju ni nezakonit in ima podlago v 112. členu, ki med drugim navaja 'hujše motnje na trgu vrednostnih papirjev'*" [10].

**Tretjič**, potrebno je opozoriti na to, da sta sodišči razsojali zlasti o pravici Agencije, da sprejme določene ukrepe, ne pa o resničnosti navedb in upravičenosti citiranega ukrepa. Pri tem sta vzeli njeno dokumentacijo za objektivno, ker se po zakonu [11] dejanskega stanja ne smeta dotikati. Dokumentacija, ki jo je Agencija predložila sodišču je bila delno neresnična ali zavajajoča; del dokumentacije, zlasti tiste, ki je bila osnova za poseg Agencije na 4. seji SS, pa je Ustavnemu sodišču zamolčala (tako kot ga je zamolčala tudi preiskovalni komisiji). Zato sodišči nista mogli po uradni dolžnosti upoštevati absolutne bistvene kršitve določb postopka in zmotno uporabljenega materialnega prava. Ustavno sodišče očitno prav zato ni upoštevalo sicer utemeljenih ločenih mnenj ustavnih sodnikov Matevža Krivica in Lovra Šturma. Sodišči nista odločali o pravicah investitorjev v vzajemne sklade: lastninski pravici po 22. členu ZISDU, odvzemu pogodbenih lastninskih pravic, pravici zaščite po 147/3. členu ZTVP, ustavno zagotovljeni pravici do lastnine po členih 33 in 67 Ustave, ustavnih načelih enakosti pred zakonom (134. člen Ustave) in enakega varstva pravic (22. člen) ter konvenciji o človekovih pravicah.

**Četrtrič**, Agencija je sprožila obširno medijsko kampanjo, ki je temeljila na lažnih ali sprevrženih trditvah. Direktor Agencije, mag. Igor Kušar je na 137. seji odbora DZ za finance [12] prostodušno priznal: *"Težko je bilo sodišče prepričati glede manipulacij na trgu vrednostnih papirjev. To pomeni, da se je Agencija izredno potrudila, da je sodišče prepričala, kako naj odloči."* Sodno izkušena dr. Plavšakova je skušala takoj popraviti to odkritosrčno izjavo: *"... v pravni jezik prevedeno 'sodišče prepričati' pomeni zbrati in obrazložiti konsistentne dokaze, ki dokazujejo obstoj protipravnih zatrjevanih dejstev. Ne pa iti na sodišče in jih prepričevati, da bi pa mogoče imeli prav."*

**Petič**, Mladinska knjiga založba (MKZ), ki je bila eden od pobudnikov za ukrepanje proti Dadasu PS, ker je z javno ponudbo prevzel Finmedio in preko nje 29. 2. 1996 zamenjal upravni odbor MKZ [13], je 27. 3. 1996 med drugim organizirala pristransko debato o namerah Finmedie po monopolni podražitvi knjig v organizaciji Nove revije, v stekleni dvorani hotela Lev [14]. V krogu Nove revije so bili zelo aktivni tudi nekateri ustavni sodniki. S tem ti niso bili več nepristranski v zadevi in niso hoteli sprejeti opozoril kolege Matevža Krivica.

**Šestič**, Agencija je veliko "dokazil", poslanih Ustavnemu sodišču 10. 4. 1996 ob 12.20. uri (!) [15], o katerih je na 137. seji Odbora za finance govoril direktor Kušar, zbrala šele po drugem delu seje SS, ki je bila 20. 3. 1996. Prilogi 14a in 15 sta bili še bolj očitno kot druge izdelani po 20. 3. 1996. To dokazujeta kopija gradiva, ki je bilo 20. 3. 1996 na voljo SS Agencije, in že zgoraj omenjena izjava mag. Kušarja oz. obrazložitev odločbe Ustavnega sodišča [16]. Agencija je torej lahko navajala nova dejstva in predlagala nove dokaze, Proficiji Dadas pa je to z obema odredbama [17,18] prepovedala in PD ni smela ugovarjati neresničnemu stanju, kot ga je prikazala Agencija. Na str. 3 odgovora Ustavnemu sodišču je še pisala, »*da so na organiziranem trgu vrednostnih papirjev nastajale hude motnje*«, na 4. str. pa »*V mesecu februarju in marcu 1996 ugotovljene motnje je tako mogoče ...*«.

Agencija je na ta način Ustavno sodišče prepričala, da **so bile** izredne razmere, da je bila ustavitev prodaje investicijskih kuponov vzajemnega sklada blažji ukrep od ustavitve odkupa in prodaje ipd. Če bi neka banka v težavah morala samo izplačevati vloge, ne da bi smela sprejemati nove, bi zaradi vezave svojih sredstev v posojilih po dveh dneh bankrotirala. To je jasno vsakemu bančniku [19,20]. Če bi si Ustavno sodišče pridobilo mnenje o tem pri Banki Slovenije, bi zelo verjetno odločilo drugače. Seveda je nerazumljivo, da so Agencijo v tistem času upravljali ljudje s tako poraznim strokovnim znanjem, brez vsakršnih izkušenj na trgu kapitala in z nevarnimi nameni! Neznanje in sprenevedanje odsevata iz vrste trditev in odgovorov Agencije.

Agencija kljub urgenci in ponovnemu sklepu ni hotela dostaviti Državnemu svetu RS zahtevanih dokumentov [21]. Poleg tega ni dostavila gradiva, poslanega preiskovalni Komisiji o sumu zlorabe javnih pooblastil za vzroke, okoliščine in posledice dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 in uresničevanju zakonskih nalog Agencije za trg vrednostnih papirjev v obdobju od 1995 do 1997, vključno z vsemi njenimi organi. Vendar so predstavniki DS pridobili ključne dokumente, ki omogočajo objektivno poročilo o sumu zlorabe javnih pooblastil, o vzrokih, okoliščinah in posledicah dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 in o uresničevanju zakonskih nalog Agencije z vsemi njenimi organi v obdobju 1995 do 1997.

Dokazila:

1. Zapisnik 4. seje strokovnega sveta ATVP, 13. 3. 1996 z nadaljevanjem 20. 3. 1996.
2. Gradivo Agencije za 4. sejo Strokovnega sveta, 13. 3. 1996: »Predlog sklepov v zvezi z ugotovljivimi nepravilnostmi pri poslovanju DZU Proficia Dadas«.
3. Gradivo Agencije za 4. sejo Strokovnega sveta, 20. 3. 1996: "Možni ukrepi v zvezi s nepravilnostmi, ugotovljenimi pri pregledu poslovanja DZU Proficia Dadas".
4. Zapisnik izredne seje strokovnega sveta ATVP, 28. 3. 1996.
5. Jovan Lukovac, Upravljanje portfeljev investicijskih skladov, Tabela 2, referat na 13. tradicionalni konferenci Ljubljanske borze, Bernardin, 19. - 21. 5. 1996
6. Ustaviti poplavo delnic, Mija Repovž, Finance 47, 29. 6. 1994.
7. "Na Ljubljanski borzi preveč špekulantov", razgovor z Dušanom Mramorjem, Finance 31/3, 14. 4. 1996.
8. Evropska direktiva 85/611/EEC, 22. člen, Official J. of EC No. L 375/3, 31.12.1985.
9. ATVP, Pravila za izdajanje začasnih dovoljenj DZU, 18. 10. 1995.
10. Je Dadas premočan za trg vrednostnih papirjev?, Večer, 29. 3. 1996.
11. Mnenje predsednika vrhovnega sodišča, mag. Viktorja Planinšča, Ruška c. 11, 2000 Maribor, glede sklepov Vrhovnega sodišča o zavrnitvi pritožbe PD na odredbi ATVP [17,18], 12. 6. 1996.
12. Magnetogram 137. seje odbora DZ za finance in kreditno-montarno politiko, str. 25, 22. 10. 1996.
13. Zapisnik 10. skupščine Mladinske knjige Založbe, d.d., sklep št. 2, 29. 2. 1996.
14. Klub Nove revije, Nova revija, april 1996, str. 54-55.
15. Odgovor ATVP na pobudo za oceno ustavnosti in zakonitosti sklepa, z 19 prilogami, 10. 4. 1996.
16. Odločba ustavnega sodišča št. U-I-77/96 o zakonitosti sklepa ATVP o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov, ki jih lahko upravlja posamezna DZU (UL RS 17/96), 16. 5. 1996; odklonilni ločeni mnenji: sodnika Krivica, 3. 6. 1996, in sodnika Šturma, 4.6.1996; UL RS 32/1996, 20. 6. 1996.
17. Odredba ATVP za začetek postopka za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja IS družbi PD zaradi prenosa v "začasno skrbništvo", 28. 3. 1996, in odvzem dovoljenja, 9. 5. 1996.
18. Odredba ATVP za začetek postopka za odvzem dovoljenja za opravljanje dejavnosti upravljanja IS družbi PD "Priom kot navidezni kupec oz. prodajalec", 3. 4. 1996, in odvzem dovoljenja, 9. 5. 1996.
19. Priča France Arhar, takratni guverner Banke Slovenija, Kunaverjeva ul. 9, 1000 Ljubljana.
20. Pričanje viceguvernerja Banke Slovenije, Janeza Košaka, Banka Slovenije, Slovenska c. 35, Ljubljana.
21. Sklep 67. seje Državnega sveta od 3. 10. 2001, poslan ATVP 3. 10. 2001, 31. 1. 2002 in ponovno 24. 4. 2002.

## 10.2 Obnova postopkov

Posamezna protipravna ravnanja Agencije so prikazana v tem Poročilu Državnemu svetu. Sodišči (Vrhovno in Ustavno) sta razsojali na osnovi lažnih, zavajajočih, enostranskih in nestrokovnih utemeljitev Agencije. Zato bi bilo potrebno sprožiti obnovo postopka in pridobiti vsa nejavna gradiva, ki še vedno (neupravičeno) ščitijo Agencijo. Med obravnavo v DS so prišle na dan prevare takratnega vodstva Agencije in nova dejstva, zaradi katerih bi bili PD in Dadas BPH oz. njun naslednik Dadas PS upravičeni sprožiti obnovo postopka. Po 394. členu zakona o pravnem postopku (UL RS 26/1999) je obnova možna tudi v primerih:

- a) 5. če se sodna odločba opira na krivo izpoved izvedenca ali
- b) 6. če se sodna odločba opira na ponarejeno listino ali na listino, v kateri je bila potrjena neresnična vsebina ali
- c) 10. če zve stranka za nova dejstva ali pa najde in pridobi nove dokaze, na podlagi katerih bi bila lahko izdana zanjo ugodnejša odločba, če bi bila ta dejstva oz. ti dokazi uporabljeni v prejšnjem postopku.

Prav vse te tri točke so se pokazale v obravnavi DS. Šlo je za protipraven poseg Agencije v premoženje investitorjev kot lastnikov vzajemnih skladov PD. Po 395. členu istega zakona se sme dovoliti obnova postopka, če stranka okoliščin v 394/10. členu brez svoje krivde ni mogla uveljaviti, preden je bil prejšnji postopek končan s pravnomočno sodno odločbo.

Potrebno je poudariti, da so vsa sojenja potekala proti DZU PD in vzajemnim skladom kot "investicijskim skladom, ki poslujejo". Ni pa bilo nobenega sodnega postopka o kršenju lastninskih pravic investitorjev v vzajemne sklade PD. Premožnja investitorjev ni mogoče omejiti, niti začasno (glej točko 6.3), še manj delno likvidirati, temveč ga je treba upravljati izključno v korist lastnikov vzajemnega sklada (22/3. člen ZISDU), Agencija pa je bila dolžna delovati z namenom zaščite investitorjev in razvoja trga VP (147/3. člen ZTVP).

V ZTVP ni bil vgrajen kriterij za uporabo prostega preudarka za preverjanje zakonite uporabe kompetenc Agencije; prav tako ni bila vgrajena možnost pritožbe na odločbe Agencije - na oboje je v zakonodajnem postopku (celo dvakrat) opozoril sekretariat Državnega zbora za zakonodajo in pravne zadeve, žal zaman. Ker pravnih oseb z izkazanim pravnim interesom ni več, bi bilo korektno, če bi ta postopek sprožila sodišča (Ustavno in Vrhovno) sama.

Sodbe sodišč, Vrhovnega in Ustavnega se, ne glede na potrebo po obnovi, nanašajo na razmerje Agencija - DZU PD ter se investitorjev in njihovega premoženja direktno ne tičejo. Poseganje Agencije v "skup premoženja", kršenje človekovih pravic in za investitorje škodljiva uporaba pojma "sklad" pa so argumenti ne samo za obnovo postopka, temveč tudi za Evropsko sodišče za človekove pravice.

## 11. ZLORABA NEUREJENEGA TRGOVANJA S SVEŽNJI

Agencija ni nadzorovala izvajanja svojega sklepa o aplikacijah iz 31. 8. 1994, ko je Ljubljanska borza 15. 12. 1995 prešla na elektronsko trgovanje z delnicami. Vodstvo Agencije pa je z overitvijo lažne vsebine po 258. členu KZ zlorabilo napako LB, odvzelo Dadasu BPH dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji in ga uničilo.

### 11.1 Aplikacijski posli

20. 7. 1994 je strokovni svet Agencije (za trg vrednostnih papirjev) sprejel sklep, da je potrebno v najkrajšem možnem času urediti naslednja področja trga kapitala [1]:

- aplikacijske posle na borznih sestankih,
- trgovanje z velikimi paketi vrednostnih papirjev (block trading), kasneje imenovanimi »svežnji« in
- posebno borzno trgovanje (market makerji).

Od tega je Agencija čez dober mesec uredila samo prvo področje, drugega šele leta 1997, tretjega še do danes ni.

Strokovni svet Agencije je na svoji 18. seji, 31. 8. 1994 sprejel sklep [2]: "*Podatki o sklenjenih aplikacijskih poslih se ne vključujejo v tečajnico, ki jo objavlja LB.*" Agencija ni ločevala med aplikacijskimi posli in svežnji, zato jih tudi udeleženci trga niso razlikovali. Zahteva Agencije je bila vnešena tudi v 52. člen poslovnika Ljubljanske borze (LB) [3], ki ga je Agencija



potrdila [4]. Trgovanje s svežnji in aplikacijami se je do 14. 12. 1995 odvijalo na borzi po 13. uri, po zadnjem enotnem tečaju posameznega papirja tistega ali prejšnjih dni. Naj opozorimo, da svetovne borze ne poznajo enotnega tečaja, temveč predvsem naslednje tečaje: minimalnega, maksimalnega in zaključnega. Različne variante povprečnih tečajev spadajo v borzno statistiko in borzne indikatorje.

Po 14. decembru 1995, ko je prenehalo fizično trgovanje s papirji v prostorih LB, Agencija o aplikacijskih poslih ni izdala kakega opozorila, podzakonskega akta ali prehodnih določil. Trgovanje s svežnji od 15. 12. 1995 dalje ni bilo organizirano skladno s sklepom Agencije od 31. 8. 1994 in 52. členom Poslovnika LB. LB tehnike računanja svežnjev in aplikacij po prehodu na elektronsko trgovanje torej ni prilagodila novim pogojem, zato je bilo trgovanje z aplikacijami in svežnji vključeno v vrednost slovenskega borznega indeksa (SBI). Investitorji so bili zato prisiljeni s svežnji poslovati preko Borznega informacijskega sistema (BIS), če je delniška družba za vpis posla to zahtevala, kar je seveda vplivalo na izračun enotnega tečaja in na vrednost SBI. Agencija po 101. členu ZTVP opravlja nadzor nad poslovanjem borze in bi po 103. členu ZTVP morala ukrepati, če je ugotovila, da LB krši predpise o poslovanju z aplikacijami. Agencija ni preverjala, če je njen sklep iz avgusta 1994 v novih pogojih izvršen, čeprav se je zavedala njegovega pomena.

Dokazila:

1. Zapisnik 15. seje SS Agencije. Add. 6, točka 3, 20. 7. 1994.
2. Zapisnik 18. seje SS Agencije. Add. 3, točka 2, 31. 8. 1994. Dopis LjBorzi, št. 341/94 - JL, 1. 9. 1994.
3. Poslovnik Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, d.d., sprejet 29. 6. 1994 in 13. 2. 1995.
4. Zapisnik 34. seje SS Agencije. Add. 4, točka 1.1, 8. 3. 1995.

## 11.2 Dokončna likvidacija skladov PD

Agencija je leta 1996 omenjeno odsotnost podzakonskih aktov, ki bi obravnavali trgovanje s svežnji in aplikacijske posle, izkoristila kot bistveni razlog za odvzem dovoljenja za opravljanje poslov Borzno-posredniški hiši Dadas (Dadas BPH) Š1-4Ć, LB pa kot argument za tožbo na častnem razsodišču in šestmesečno izključitev Dadasa BPH iz borznega poslovanja [5]. Agencija je dobro vedela, da Dadas BPH ni bila kriva za neurejenost aplikacijskih poslov, trgovanja s svežnji in način izračunavanja borzne statistike (enotni tečaj). Spomladi 1996 ni bilo mogoče kršiti pravil, ki jih ni bilo, sprejeli so jih šele leto in pol kasneje [6].

Agencija je v zvezi s tem že 28. 3. 1996 pisala generalnemu direktorju LB, da *"oceni možnost nedovoljenega vplivanja na tečaje oz. manipulacije člana borze Dadas BPH ..."* [7], naj torej svojo napako (neurejeno poslovanje z aplikacijami) prekvalificira v napako tretjega - nedovoljeno vplivanje BPH na tečaje. Generalni direktor LB v odgovoru [8] ni priznal napake, da je LB po prehodu na elektronsko poslovanje začela aplikacijske posle vključevati v tečajnico, s čimer je LB kršila navodilo Agencije. Ljubljanska borza se je v odgovoru sklicevala na podatke o povezanih osebah, objavljene s strani Agencije en dan po pismu Agencije Ljubljanski borzi (29. 3. 1996)! Novinarka Dela je kasneje zapisala, da je *"Agencija morala Ljubljansko borzo k tem ukrepom prisiliti"* [9]. Direktor borze je seveda dobro vedel, *"da se je bistvena praznina na borzi ustvarila predvsem zaradi prepočasne privatizacije. In Dadas je želel to praznino zgolj zapolniti"* [10]."

Dodatno k zgoraj omenjenim napakam Agencije je potrebno omeniti statistično analizo "manipulacij" cen delnic, ki jo je opravil takratni član DS, prof. dr. Peter Glavič [11]. Ta analiza ni potrdila sumov Agencije o manipulaciji cen. Nihanja cen niso presegala naključnosti - tudi če bi jih, to še ne bi nič pomenilo. Prav v juniju 1996 je bila na borzi vrsta aplikacij, ki so vplivale na zvišanje ali znižanje enotnega tečaja delnic, od +80 % do -85 %, pa Agencija ni ukrepala. Oktobra 1996 je SBI zrasel za 46 %, vendar Agencija ni ukrepala, medtem ko je od 15. 1. do 15. 3. 1996 narasel samo za 15 % .

LB je kasneje celo pomagala pri krivičnih obtožbah Dadasa BPH in s tem pri dokončnem uničenju premoženja investitorjev v sklade Proficia-Dadas [5]. LB in Agencija sta vedeli, da 84. člen ZTVP in 2. člen Poslovnika LB zahtevata, da člani borze trgujejo preko BIS in da večina družb, med njimi tudi MKZ, zahteva za vpis v delniško knjigo dokaz, da je bila transakcija izvedena preko LB [6]. To vednost dokazuje predlog predsednika SS Agencije, ki je na 2. izredni seji, 10. 4. 1996, po prejemu dopisa direktorja LB [8], med drugim predlagal: "da se preveri, če je obstoječi koncept organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji (predvsem način uravnavanja cen z aplikacijami na borzi) primeren in ustrezen glede na globino in širino tega trga" [13] .

Ne glede na to je Agencija morala vedeti, da se trgovanje preko BISa odvija z računalniškim programom, na katerega ni mogoče vplivati od zunaj. Izpis trgovanja kaže, da so posamezni nakupi potekali v desetinkah sekund, v tako kratkem času ročni vnos ni mogoč [14]. Zato so bile trditve o "čiščenju trga" pred trgovanjem s svežnji čista izmišljotina. Pri tem ni pomembno, če je Agencija mehanizem poznala in je vedoma ravnala goljufivo, ali če ni vedela, kako teče trgovanje, pa tega ni preverila. Agencija je poleg tega zanemarila tisto polovico tabel 2a-d v prilogi 15, ki podaja znižanje enotnega tečaja zaradi aplikacij, iz druge polovice tabele pa so vzeli eno ali dve aplikaciji z najvišjim povečanjem povprečnega (enotnega) tečaja [14]. Naj dodamo, da Dadas BPH skladno z zakonom ni smel pozneje predlagati listin in navajati dejstev niti Agenciji [2] niti Vrhovnemu sodišču [3], Agencija pa je v postopku pritožbe PD pred Ustavnim sodiščem prav to počela (glej točko 9.4, Trgovanje med skladi).

Šele 12. 12. 1996, leto dni po opustitvi trgovanja na parketu, je LB sprejela drugi odstavek 46. člena Poslovnika LB: "Pri izračunu enotnega tečaja posameznega papirja se ne upoštevajo aplikacijski posli s tem vrednostnim papirjem" [15]. Agencija je spremembo potrdila nekaj dni kasneje [16]. Aplikacijsko poslovanje je bilo urejeno šele od 1. januarja 1997 dalje. Danes je enkratno, 1,5 % odstopanje od tržne cene v prodanem svežnju nepomembno, leta 1996 pa je ljudem jemalo premoženje!

Dadas BPH v pritožbi Ustavnemu sodišču ni predlagal obravnave ustavne spornosti 64. in 65. člena ZTVP, zato ga Ustavno sodišče kljub predlogu nekaterih članov ni moglo obravnavati, saj stranka v postopku tega ni izrecno zahtevala [17].

Dokazila:

1. Odredba Agencije o začetku postopka za odvzem dovoljenja Agencije Dadasu BPH, 12. 6. 1996;
2. Odločba o odvzemu dovoljenja Agencije Dadsu BPH za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, 16. 7. 1996;
3. Sklep Vrhovnega sodišča o zavrnitvi pritožbe Dadasa BPH in potrditvi odločbe Agencije, 16. 10. 1996;
4. Odločba Ustavnega sodišča o zavrnitvi pritožbe Dadasa BPH, 28. 5. 1998.
5. Obtožni predlog LB zoper Dadas BPH, 10. 6. 1996; sklep Častnega sodišča LB, 25. 9. 1996 in 5. 11. 1996.

6. Pravila o poslovanju s svežnji, Ljubljanska borza, 26. 6. 1997.
7. Pismo direktorja Agencije direktorju Ljubljanske borze o trgovanju člana Dadasa BPH, 28. 3. 1996.
8. Odgovor direktorja Ljubljanske borze na pismo direktorja Agencije z dne 28. 3. 1996, 9. 4. 1996.
9. Nisem hazarder, razgovor z Draškom Veselinovičem, Mija Repovž, Sobotna priloga Dela, 7. 12. 1996, str. 31.
10. Intervju z Draškom Veselinovičem, Glas gospodarstva, januar 1997, str. 13.
11. Peter Glavič, Odvzem dovoljenja za opravljanje poslov Dadasa BPH, Državni svet, 14. 9. 1996.
12. Ustavna pritožba Dadasa BPH, Predsedstvo odbora vlagateljev, str. 4 in 5, 7. 4. 1997.
13. Zapisnik 2. izredne seje SS Agencije. Add. 2, zadnji odstavek, 10. 4. 1996.
14. M. Novšak, a) Agencija: Odgovor na ustavno pritožbo s prilogami, 7. 1. 1998; b) Operacije sindikatov s prilogami, 13. 1. 1998.
15. Sklep nadzornega sveta Ljubljanske borze o spremembi 46. člena Poslovnika, 12. 12. 1996.
16. Odločba o potrditvi spremembe Poslovnika Ljubljanske borze, Agencija za trg VP, 18. 12. 1996.
17. Matevž Krivic, Ločeno mnenje k ustavni sodbi Up 348/96.

### 11.3 Trgovanje s svežnji

LB in Agencija sta trgovanje s svežnji uredili šele leta 1997, več kot leto dni po zlomu borznega trga, čeprav je Agencija od vsega začetka poznala podobne ureditve v drugih državah. Agencija je 4. 2. 1997 LB predlagala posebna pravila za trgovanje s svežnji [1]. LB je 26. 6. 1997 sprejela pravila o poslovanju s svežnji [2]. Agencija je Pravila potrdila 8. 7. 1997 [3]. Trgovanje s svežnji je bilo mogoče šele od 1. avgusta 1997 dalje [4]. Zadnja leta so cene svežnjev nihale med minus 65 % in plus 130 % od enotnega tečaja [5], in je bilo z njimi napravljenega blizu 60 % vsega prometa, pa ni nihče "ukrepal", pa tudi »hujše motnje« zaradi tega niso nastale. Ukrepi Agencije glede svežnjev v letu 1996 so bili torej nestrokovni in neetični. Da je Agencija vse to vedela, dokazuje njena objava v Delu 4. 2. 1997 [1]: *"Po mnenju Agencije je potrebno vpeljati tudi posebna pravila za trgovanje s svežnji. ...gre za obsežne posle, ki so običajno vnaprej dogovorjeni, **cena odstopa** od tiste, dosežene pri malih poslih."*

Dokazila:

1. Predlog sprememb borznih aktov, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Delo, 4. 2. 1997.
2. Pravila o poslovanju s svežnji, Ljubljanska borza, 26. 6. 1997.
3. Odločba Agencije o potrditvi Pravil o poslovanju s svežnji, 8. 7. 1997.
4. Sporočilo LB za javnost, Trgovanje s svežnji, Delo, 1. 8. 1997.
5. Svežnji od minus 65 do plus 130, Finance, 1. 12. 2000. Svežnji niso za male delničarje, Finance, 129 (nov. 2000). M. Novšak: Preglednica "Svežnji" med 16. 11. 1999 in 22. 2. 2000. Delo, 13. 12. 1997. Trgovanje s svežnji Dolenjske banke (Delo, 11. do 15. 12. 1998, 9. 3. 1999, Finance 23. 12. 1998), Merkurja (Delo, 15. 1. 1999).

## 12. NEENAKOST PRED ZAKONOM

Agencija je prepovedala nove prilive v vzajemne sklade slovenskih družb za upravljanje, ki so presegali višino 3,5 milijarde SIT sredstev. Hkrati pa je dovoljevala prilive tujih vzajemnim skladov, katerih družbe za upravljanje so mnogokratno presegale omenjeno omejitev [1]. S tem je prekršila člena 14 in 16 ustave RS o enakosti pred zakonom oz. začasni razveljavitvi in omejitvi pravic, načelo enakopravnosti po 141/1. členu KZ in tudi prepoved diskriminacije po 14. členu Konvencije.

Obrazložitev:

Naknadno določen rok za veljavnost ukrepa o najvišji dovoljeni vrednosti vzajemnih skladov

po intervenciji ustavnega sodišča je veljal do 31. 10. 1996. Tujci so v tem času smeli kupovati delnice ne glede na velikost njihovih vzajemnih skladov. Finance so o navalu tujcev poročale že koncem septembra 1996, ko je začel strmo rasti tečaj delnic Leka [2]. Večer je 14. 11. 1996 posredoval informacijo direktorja Ljubljanske borze o "večjem zanimanju tujcev za naložbe pri nas" in njegovo oceno vrednosti teh naložb na "50 do 100 milijonov mark" [4], kar je bilo primerljivo z vrednostjo vseh slovenskih vzajemnih skladov ob času omejitve na 3,5 milijarde. Vlaganja tujcev je potrdil tudi Janko Tratnik, direktor oddelka za odnose s tujino pri Banki Slovenije, na portoroškem seminarju o lastninjenju 22. 11. 1996 [5]. Banka Slovenije je sporočila, da so nakupi vrednostnih papirjev s strani nerezidentov od januarja do avgusta 1996 znašali 15,5 milijona mark (MDEM), septembra 23,9 MDEM, oktobra 33,6 MDEM [6]. Samo v teh dveh mesecih so torej znašali 57,5 MDEM ali 5,2 milijarde SIT, kar je bilo več, kot je bil enoletni priliv v vzajemne sklade pred Agencijinim preoblikovanjem skladov PD. Kot posledica tega priliva je borzni indeks SBI v oktobru 1996, torej še v času veljave omejitve, porasel za 29 %.

Agencija ni ukrepala tako, kot je to storila pol leta prej. Z ukrepi Agencije so torej domači vlagatelji in imetniki privatizacijskih delnic izgubili večletne prihranke, nato so podcenjene delnice pokupili tuji skladi in pobrali slovenske prihranke. Ob tem ni mogoče pristati na tezo, da "tuji investicijski skladi ne prodajajo kuponov in torej ne sprejemajo vplačil" [7]. Dejstvo je, da so domači skladi PD vrednostne papirje morali prodajati, tuji skladi pa so jih lahko kupovali. Pri prodaji so cene padle in lastniki kuponov so realizirali velike izgube, tujci pa so pokupili podcenjene delnice in lepo zaslužili. Investitorji skladov PD jih jeseni 1996 niso mogli kupovati, ker niso imeli sredstev za to.

Dokazila:

1. Peter Glavič, Neenakopravnost s tujci pred zakonom, gradivo za Državni svet, 12. 1. 2000.
2. Lekove delnice privabile tuje sklade, Finance, 20. 9. 1996.
3. Tujci burijo duhove, Delo, 21. 9. 1996.
4. Tuji investitorji se zanimajo za naložbe v Sloveniji, Večer, , 14. 11. 1996.
5. Tujci po sivih kanalih kupujejo slovenske vrednostne papirje, Delo, 23. 11. 1996.
6. Podatki Banke Slovenije, dopis BS Državnemu svetu, 4. 4. 2000.
7. Odgovori na vprašanja in trditve, ATVP, prispelo iz Državnega zbora na Državni svet 22. 12. 1998, str. 15.

## **13. KRŠENJE KAZENSKEGA ZAKONIKA**

### **13.1 Zloraba osebnih podatkov**

Vodstvo Agencije je zlorabilo osebne podatke vlagateljev v vzajemne sklade PD in jih na javni seji Državnega sveta uporabilo za osebno diskvalifikacijo člana odbora vlagateljev in takratnega državnega svetnika prof. dr. Petra Glaviča. S tem je kršilo 38. člen ustave in 154. člen KZ.

Obrazložitev:

Agencija je imenske podatke o imetnikih investicijskih kuponov ustno zahtevala že 8. 3. in 11.

3. 1996, tik pred začetkom 4. seje SS. PD je 12. 3. 1996 Agencijo pisno opozorila na smiselno veljavo 61. člena zakona o bankah in hranilnicah (UL RS 1/91), ki je smatral podatke o bančnih vlogah za poslovno skrivnost banke in jih je banka smela sporočati le na pisno zahtevo sodišča, če je bil zoper lastnika vloge uveden sodni postopek [1]. V pisnem nalogu 14. 3. 1996 Agencija ni več izrecno zahtevala dostave imenskih podatkov. Očitno je kasneje prišla do njih. Takratno vodstvo Agencije je s tem zlorabilo osebne podatke, da bi si pridobilo osebni podatek in s tem zlorabilo uradni položaj in uradne pravice.

Na vprašanje DS Agenciji, kako je prišla do osebnega podatka in kdo je dovolil njegovo objavo, na drugi del vprašanja sploh ni odgovorila [2]. Za prvi del vprašanja se je sklicevala na dejstvo, da se je dr. Peter Glavič udeležil sestanka predstavnikov vlagateljev v vzajemne sklade in predstavnikov Agencije dne 12. 4. 1996 [3]. Iz navedenega seveda ni mogoče razbrati, da bi bil imenovani "znaten vlagatelj v sklade PD", kot piše v dokumentu Agencije z datumom 17. 11. 1997 (podpisan je predsednik SS, dr. Dušan Mramor, l.r.). Torej gre za očitno sprenevedanje Agencije.

V teku obravnave v DS je bilo več poskusov diskvalifikacije prof. dr. Petra Glaviča in prof. dr. Franca Vodopivca in njune vloge pri obravnavi:

- pismo direktorja LB predsedniku komisije za gospodarstvo DS 27. 5. 1996;
- pismo predsednika SS Agencije predsedniku državnega sveta 30. 10. 1996;
- pismo in govor predsednika SS Agencije na 98. seji državnega sveta 19. 11. 1997 [4].

Dokazila:

1. Dopisa med Agencijo in PD, 12. in 14. 3. 1996.
2. Odgovor Agencije Državnemu svetu, 14. 7. 2000.
3. Sestanek predstavnikov vlagateljev v vzajemne sklade PD in Agencije, podpisi prisotnih vlagateljev, 12. 4. 1996.
4. Govor predsednika strokovnega sveta Agencije, prof. dr. Dušana Mramorja (26. str. magnetograma 98. seje DS), 19. 11. 1997 in pisno stališče Agencije na tej seji z datumom 17. 11. 1997.

## 13.2 Neresnično prikazovanje dogajanj

Takratno vodstvo Agencije je z namenom, da bi sebi ali komu drugemu pridobilo protipravno premoženjsko korist od podcenjenih delnic, spravilo vlagatelje vzajemnih skladov PD v zmotu z lažnivim prikazovanjem dogajanja na Ljubljanski borzi v prvem četrtletju 1996 in s prikriivanjem dejanskih okoliščin v letih 1995 in 1996, zlasti še v prvi polovici leta 1996, in jih pustilo v zmoti ter jih je s tem zapeljalo, da so ti v škodo svojega premoženja opustili tožbo proti Agenciji in PD ter podpisali pogodbe o odkupu investicijskih kuponov ter načinu njihovega poplačila. S tem je takratno vodstvo Agencije prevaralo vlagatelje po 65. členu ZOR in zagrešilo goljufijo po 217. členu KZ. Na ta način je takratno vodstvo Agencije ogoljufalo tudi Vrhovno in Ustavno sodišče, da sta rabsodili tako, kot je želela Agencija.

Obrazložitev:

V izjavi za javnost dne 15. 3. 1996 [1], na tiskovni konferenci dne 29. 3. 1996 [2], v izjavah za javnost 10. 4. 1996 [3] in 16. 4. 1996 [4] je takratno vodstvo Agencije lažno prikazovalo porast prometa na borzi, porast tečajev in vrednosti enot premoženja. Poročalo je o "*prelepih in neresničnih donosih, catch the cash-u, fenomenu spirale, manipulacijah*" in spodbudilo pisanje

o "rakavemu tkivu, kužnih delnicah, napihovanju" itd. S tem je lažno informiralo vlagatelje in spodbudilo gonjo medijev proti "špekulantom, pohlepnežem, Dadasovim vernikom" ipd. Vlagatelji so že pred objavo razsodbe ustavnega sodišča pod vsemi temi pritiski, ob skokovito poraslem nezaupanju do vlaganj v vzajemne sklade in padanju vrednosti njihovih vlog podpisali pogodbe s PD in Dadasom PS, česar prav gotovo ne bi storili, če bi poznali dejanske okoliščine in če bi bil že takrat določen polletni rok trajanja omejitve na 3,5 milijarde SIT.

Značilno za odnos Agencije do investitorjev je, da je že na izredni seji SS 28. 3. 1996 sklenila, da "se uredništva časopisov obvesti, da ne objavljajo več VEPOV, ki jih je do 28. 3. 1996 upravljal PD" [5]. S tem ni kaznovala PD, temveč nič hudega sluteče investitorje v vzajemne sklade, ki odtlej niso vedeli, kakšna je vrednost njihovega premoženja in so se lahko tudi zato slabo odločali. Drugi dokaz omalovažujočega odnosa Agencije je dejstvo, da o sestanku s predstavniki vlagateljev 12. 4. 1996 ni napisala niti zapisnika niti uradne beležke, temveč je samo zbrala seznam prisotnih odbornikov [6]. Nasprotno pa je napravila obširni uradni zaznamek o razgovoru s predstavniki PD in Dadasa PS [7] in poskrbela, da na njem ni bilo predstavnikov odbora vlagateljev, o katerih premoženju se je odločalo.

Ustavni sodnik mag. Matevž Krivic je opozoril tudi na zavajajoč prikaz tujih predpisov o prepovedanih manipulacijah US, v katerem je Agencija svojevoljno izpustila bistven element evropskega kodeksa št. 7, ki piše le o manipulaciji "**z uporabo goljufivih sredstev**" [8]. O neresničnem, zavajajočem pisanju Agencije se je mogoče prepričati tudi v enem zadnjih dokumentov Agencije [9].

Dokazila:

1. Previdno pri naložbah v sklade, Delo, 15. 3. 1996.
2. Odvzem dovoljenja za Proficio, Večer; Prodajalec in kupec hkrati, Delo; 30. 3. 1996.
3. Agencija zahteva red ne likvidacije, MAG št. 15, 10. 4. 1996.
4. Dadasov nadzornik, Mladina št. 16, 16. 4. 1996.
5. Zapisnik izredne seje SS, 28. 3. 1996).
6. Sestanek predstavnikov vlagateljev v vzajemne sklade PD in Agencije, podpisi prisotnih vlagateljev, 12. 4. 1996.
7. Zabeležka razgovora Agencije s PD in Dadasom PS, 13. 5. 1996.
8. Ločeno mnenje sodnika Krivica k odločbi ustavnega sodišča št. Up-348/96.
9. Odgovori na vprašanja in trditve, ATVP, prispelo iz Državnega zbora na Državni svet 22. 12. 1998, str. 15.

### 13.3 Zloraba zaupanja

Agencija naj bi po 147/3. členu ZTVP zastopala premoženjske koristi in lastninske pravice vlagateljev v vzajemne sklade. Ker ni izpolnila svojih dolžnosti iz ZTVP in ZOR, temveč je s svojimi ukrepi vede oškodovala vlagatelje, je zlorabila zaupanje vlagateljev po 220. členu KZ.

Obrazložitev:

Boštjan Horvat, ki je bil dolgo časa zaposlen v Ministrstvu za finance - Komisiji za vrednostne papirje in borzo ter nato v Agenciji, je 4. 4. 1996 v Panorami zapisal: "Dadas je jeseni 1995 kupil hotel Donat v Rogaški Slatini in pri tem naletel na Sklad za razvoj. Trčil je ob drugo politično opcijo. Začela se je akcija za likvidacijo Dadasa." [1] Kot izreden poznavalec notranjih razmer je takrat preroško zapisal: "Agenciji ne kaže dobro. Ukrep o omejitvi višine kapitala posamezne DZU, ki upravlja vzajemne sklade, nima nikakršne pravne podlage, še manj pa je ekonomsko smotrno. Namenjen je izključno Dadasu... Agencija bo postala glavni krivec za

*zlom delniškega trga... Zamenjati je potrebno vse odgovorne na Agenciji in na LB."*

Zakaj je bilo pomembno likvidirati celoten Dadas PS? Poleg hotela Donat je Dadas PS hotel kupiti celotno Rogaško, kar je Sklad za razvoj zavrnil. Prevezel je Finmedio in preko nje DZS, Mladinsko knjigo založbo, Avkcijsko hišo, preko nje pa 37 % delež v Blagovni borzi [2]. Sistem je imel pomembne deleže delnic vseh družb na trgu vrednostnih papirjev - med njimi je bila očitna (sicer neutemeljena) bojazen o prevzemu Kolinske in vplačilo skoraj 1 milijarde SIT za nakup Petrola. Vplačila v vzajemne sklade so bila nevarnost za lastninjenje podjetij, ki so po zakonu o lastninjenju prihajala na borzo ali pripravljala javne prodaje delnic. Velik priliv novih vlog v vzajemne sklade, visoki dobički vseh podjetij zaradi uspešnega poslovanja so obetali naraščajočo moč celotnemu sistemu in so v pogojih slabe likvidnosti oteževali poslovanje bank. Privatizacijske delnice, ki so jih nekateri nameravali z bančnimi krediti kupiti za drobiž, so pridobivale na ceni in ogrožale take namere. Očitno je bil pred vrati prevelik vpliv na gospodarstvo vzrok za "bodoče hude motnje" na gospodarsko-političnem trgu! Lobi, ki je podpiral Agencijo, so sestavljali predvsem: del družb za upravljanje, nekatere borzno - posredniške hiše in nekatere banke [3].

Predsednik SS, prof. dr. Dušan Mramor je na 137. seji Odbora za finance dne 22. 10. 1996 izjavil, da so že v letu 1995 resno razmišljali, da bi "likvidirali vse vzajemne sklade" [4] namesto da bi državnemu zboru enostavno predlagali podaljšanje roka iz 145. člena ZISDU. Pomočnica direktorja in članica SS Agencije je na isti seji izjavila: "Teoretično pravno-formalno gledano ... bi morali zlikvidirati vse vzajemne sklade ...". Očitno so tako nerazsodno razmišljali tudi v marcu 1996, in so sklade PD likvidirali: "... smo potem pač izkoristili to, kar zakon ni določil ..." je način delovanja Agencije na 137. seji odbora za finance pojasnil predsednik SS. Očitno so pri uničevanju Davorina Sadarja pozabili, da kapital v vzajemnih skladih ni njegov, temveč je po zakonu in dejansko last vlagateljev. Očitno so ocenili tudi, da brez uničenja vzajemnih skladov Sadarju ne bodo mogli do živega.

Odbor vlagateljev je Agencijo še aprila 1996 opozarjal, da naj rešuje problem podobno, kot so ga vlagatelji reševali z Banko Slovenije v primeru zamrznjenih deviznih vlog, vendar je bila Agencija za te pozive gluha, čeprav je SS Agencije v Predlogu za soglasje k statutu Agencije zapisal: "Položaj Agencije se edino lahko primerja s položajem Banke Slovenije" [5].

Dokazila:

1. Boštjan Horvat, Ure tiktakajo, kazalci stojijo, Panoran, 4. 4. 1996.
2. Vrednosti točk so v skladu s pravili, Finance, str. 4, 7. 2. 1996.
3. Priča Boštjan Horvat, Krpanova ul. 2, 1360 Vrhnika.
4. Magnetogram 137. seje Odbora za finance, str. 14, 22. 10. 1996.
5. Predlog za soglasje k statutu Agencije, Poročevalec DZ, 2/1995, str. 76, 9. 1. 1995.

## **13.4 Lažne vsebine spisov**

Agencija je v obtožne spise, izdane na podlagi zakonov (ZTVP, ZISDU) vpisala lažne podatke, izpustila nekatera pomembna dejstva in tako napisala spise z lažnimi vsebinami, na osnovi katerih je izdala odločbe o odvzemu dovoljenja za poslovanje DZU PD in Dadasu BPH. S ponareditvijo poslovnih listin je kršila 240. člen KZ.

### Obrazložitev:

V gradivih odbora vlagateljev [1,2], Državnega sveta [3] in v tem poročilu so obširno razložene vse neresnice, na katerih je Agencija v javnosti gradila lažno domnevo o izrednih razmerah in z njimi utemeljila svoje ukrepe, ter priloženi dokazi o njihovi neresničnosti. Za primer navajamo, da je bilo na 137. seji odbora za finance povedano, od kod Agenciji podatki o sistemu "catch the cash" - od osebe, ki je bila zaposlena v eni od konkurenčnih BPH kot upravljalec premoženja [4] (glej točko 8.6, Zloraba pravne forme). To je tako, kot bi Banka Slovenija temeljila svoje obtožbe proti eni od bank na poročilu referenta za kredite konkurenčne banke njenim strankam.

#### Dokazila:

1. Zahteva za uvedbo parlamentarne preiskave, 20. 10. 1997.
2. Gradivo za parlamentarno preiskavo - GPP št. 1, 3. 3. 1999. .
3. P. Glavič, Odvzem dovoljenja BPH Dadas, Analiza razzsodb v zvezi z afero Dadas, Komisija za gospodarstvo Državnega sveta.
4. Magnetogram 137. seje Odbora za finance in dopis Agencije od 18. 11. 1996 s priloženim poročilom o upravljanju premoženja v februarju 1996 (avtor Jure Klepec).

## **13.5 Zloraba notranjih informacij**

Takratno vodstvo Agencije in njen SS sta kršila dolžnosti varovanja notranjih informacij o dokumentih, ki so bili osnova za sklep, objavljen 28. oz. 29. 3. 1996 Š1,2Ć, in so jim bili kot članom dostopni od dneva priprave oz. sprejetja sklepa do njegove objave. Te informacije so bile pred objavo sporočene nepoklicanim osebam ter so pomembno vplivale na promet z vrednostnimi papirji - med 12. in 14. 3. 1996 so potrojile, med 20. in 26. 3. 1996 so ga podeseterile [3]. Ker so bile te informacije poslovna skrivnost in javnosti niso bile znane, je domnevno vsaj en član SS z zlorabo notranjih informacij kršil 144. člen ZTVP in člena 243 in 266 KZ. "Nevedni" investitorji so bili zaradi tega oškodovani. Dva člana takratnega vodstva Agencije sta bila osumljena sodelovanja pri zlorabi notranjih informacij in ovadena.

### Obrazložitev:

Agencija je za 4. sejo SS, ki je bila 13. 3. 1996 in 20. 3. 1996, pripravila, SS pa sprejel sklep o prepovedi prodaje investicijskih kuponov vzajemnih skladov PD [2], ki je usodno vplival na dogajanje na LB. Sklep je bil objavljen šele 28. 3. 1996. Med njegovim predlaganjem in pred objavo je promet na borzi skokovito porasel, kar kaže na nedovoljeno zlorabo notranjih informacij in izdajanje uradne tajnosti. Najmanj en član SS ni varoval poslovne skrivnosti, kar je bilo v nasprotju s 157. členom ZTVP in s točko II/1.1 Pravilnika Agencije o zaščiti podatkov [4]. Pravilnik o zaščiti podatkov [4] šteje za poslovno skrivnost vse podatke v zvezi z odločanjem Agencije v posamičnih zadevah in naj bi jo varoval iz razloga zaščite investitorjev. Poslovno skrivnost bi morali varovati vsi zaposleni Agencije in člani njenega SS. Kot kršitev poslovne skrivnosti se šteje zlasti posredovanje podatkov nepooblaščenim osebam. Kdor izda poslovno skrivnost, je odgovoren za nastalo škodo. Agencija je dolžna prizadetim osebam, ki izkažejo pravni interes, po pravnomočnosti posredovati vsak podatek v zadevi, državnim organom (tudi DS) pa, če izkažejo do takih podatkov na zakonu temelječ interes.

Zaradi varovanja osebnih podatkov nismo mogli priti do podatkov o tem, kdo se je okoristil s temi informacijami; vemo, da je bila med njimi ena od bank [5]. S tem so bili oškodovani tisti, ki takih informacij niso imeli, med njimi so bili tudi vlagatelji v sklade PD. To se nadzorniku ni



zgodilo prvič, podoben pojav je bil dokumentiran 24. 2. 1994 [6], sum je padel na Ljubljansko borzo. LB je februarja 1993 od SDK zahtevala inšpekcijski pregled Dadasa. 4 inšpekcijski pregledi v Dadasu in Fundusu so odkrili nekatere nepravilnosti v poslovanju. Sledile so tri ovadbe na Upravo za notranje zadeve. Po preverjanju se je pokazalo, da ni prišlo do kakih večjih nepravilnosti.

Ko je Boštjan Horvat z referatom na bančni konferenci in s povzetkom stališč v Financah nastopil proti puščanju notranjih informacij, je SS na 48. seji [7] zahteval sankcije proti njemu, čeprav se je kasneje pokazalo, kako prav je imel. Horvat se je za preprečevanje te vrste kriminala posebej šolal v Angliji, zato je bil vodilnim v Agenciji in njihovi klienteli trn v peti. Sum o nedovoljenem trgovanju na podlagi notranjih informacij enega od članov vodstva Agencije je bil z vsemi zbranimi podatki 15. 10. 1996 posredovan predsedniku vlade, dr. Janezu Drnovšku. Predsednik vlade je bil opozorjen na nekatere sumljive podrobnosti še dvakrat, pred imenovanjem članov nekdanjega vodstva Agencije na pomembna mesta v državni upravi. Ovdaba proti članici vodstva zaradi zlorabe položaja državne podsekretarke v Ministrstvu za finance je bila posredovana Generalni državni tožilki 3. 5. 2001 skupaj z zbrano dokumentacijo in navedbo prič. Imenovana je izgubila položaj v državni upravi.

Dokazila:

1. Omejevanje vzajemnih skladov, Delo, 28. 3. 1996.
2. Sklep o določitvi največjega obsega vrednosti sredstev vzajemnih skladov ..., UL RS 17/1996, 29. 3. 1996.
3. Promet z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi, Delo, 16. in 23. in 30. 3. 1996.
4. Pravilnik o določitvi in načinu zaščite podatkov, ki se štejejo za poslovno skrivnost ter o načinu njihovega posredovanja, ATVP, 11. 1. 1995.
5. Pojasnila člana odbora vlagateljev Marjana Pišljarja in takratnega guvernerja Banke Slovenija, dr. Franceta Arharja, Kunaverjeva 9, 1000 Ljubljana.
6. Stanislav Kovač, Črni raček, Mladina, 7. 3. 1994; Primer Dadas, Mladina, 21. 3. 1994.
7. Zapisnik 48. seje SS ATVP, add. 5, 15. 11. 1995 in pričevanje Boštjana Horvata.

## 13.6 Nevestno delo

Takratno vodstvo Agencije je vede kršilo ZTVP, ZISDU, ZOR, KZ in celo svoje lastne predpise in je očitno nevestno ravnalo, čeprav bi moralo in moglo predvidevati, da bosta zaradi tega nastali hujša kršitev pravic vlagateljev in velika premoženjska škoda ter sta taka kršitev in velika škoda tudi zares nastali. Z nevestnim delom v službi je takratno vodstvo Agencije tako kršilo tudi 262. člen KZ.

### Obrazložitev:

V prejšnjih razdelkih je bilo že navedeno kršenje ZTVP, ZISDU, ZOR in KZ. Takratno vodstvo Agencije je npr. prikazovalo gibanje VEP vzajemnih skladov PD v obdobju, ki je bilo krajše od 3-mesečnega roka, ki ga je Agencija na isti seji, 13. 3. 1996 sama določila in nato objavila [1]. Agencija se je premoženjske škode, hote ali nehote, prepozno zavedla, zato je svetovalka direktorja Agencije na 137. seji odbora DZ za finance pozvala predstavnike vlagateljev: "V skladu s 26. členom ustave lahko vsaka oseba, če meni in dokaže, da ji je bilo zaradi protipravnega delovanja državnega organa povzročena škoda, zahteva povrnitev takšne škode." [2] Oškodovani vlagatelji so maja 1999 tožbo proti državi in Agenciji res vložili. Vsi vodilni uslužbenci Agencije (direktor in njegova pomočnica, predsednik SS in predsednica NO) so

na hitro zapustili svoje položaje v Agenciji, vendar so ostajali na visokih položajih v povezavi s finančnimi trgi: Ministrstvo za finance, Klirinško-depotna družba, Nova Ljubljanska banka, Nova kreditna banka Maribor, Slovenska odškodninska družba ter v nadzornih svetih državnih podjetij (npr. Nove Ljubljanske banke). Najbolj aktivni so pri privatizaciji državnega premoženja in prodaji državnih podjetij.

Dokazili:

- Sklep o poročanju in obveščanju javnosti o poslovanju investicijskih skladov, UL RS 16/1996, 13. 3. 1996.
- Magnetogram 137. seje Odbora za finance ..., str. 14, 22. 10. 1996.

Predsednik  
Tone Hrovat, univ.dipl.inž.agr., l. r.

---

## Sklep državnega sveta ob obravnavi poročila o delu državnega sveta in komisije za gospodarstvo v obdobju 1996-2002 na področju dogodkov na kapitalskem trgu

---

Državni svet Republike Slovenije je na 81. seji, dne 4. 12. 2002, ob obravnavi Poročila o delu Državnega sveta Republike Slovenije in Komisije državnega sveta za gospodarstvo v obdobju 1996-2002 na področju obravnave dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 ter delovanje Agencije za trg vrednostnih papirjev in njenih organov v obdobju 1995 -1997 na podlagi prvega in drugega odstavka 86. člena poslovnika državnega sveta (Ur.l. RS, št. 44/93 in 14/99) sprejel naslednji

### SKLEP

Državni svet meni, da predloženo poročilo dokazuje upravičenost zahteve za uvedbo parlamentarne preiskave, kar pa ne izhaja iz končnega poročila preiskovalne komisije Državnega zbora Republike Slovenije, ki je svoje delo zaključila s potekom mandatne dobe prejšnjega sklica državnega zbora. Zato državni svet predlaga, da se s poročilom o delu državnega sveta in Komisije državnega sveta za gospodarstvo v obdobju 1996-2002 na področju obravnave dogodkov na kapitalskem trgu v marcu 1996 ter delovanje Agencije za trg vrednostnih papirjev in njenih organov v obdobju 1995-1997 seznanijo Državni zbor Republike Slovenije, Vlada Republike Slovenije, Ustavno sodišče Republike Slovenije, Vrhovno sodišče Republike Slovenije ter vse institucije, na katere se poročilo nanaša.

Državni svet ugotavlja, da lahko vsebina poročila, ki ga je pripravila delovna skupina državnega sveta, predstavlja primer poročila, kakršnega bi morala pripraviti preiskovalna komisija državnega zbora. Poročilo je pripravljeno na podlagi dostopnih dokumentov, ki so jih državnemu svetu posredovali Državni zbor Republike Slovenije in državni organi, pri čemer pa je potrebno poudariti, da s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev ni bilo vedno razumevanja za tovrstno sodelovanje.

Da bi se v bodoče izognili takšni situaciji bi po mnenju državnega sveta bilo potrebno razmisliti o rešitvi, ki bi omogočala uvedbo parlamentarne preiskave oziroma ustanovitev preiskovalne komisije tudi v okviru državnega sveta.

Državni svet na podlagi ugotovitev iz poročila opozarja, da je prišlo v obdobju 1995 - 1997 do nepravilnosti pri delovanju Agencije za trg vrednostnih papirjev in do pomanjkljivosti v zakonodaji s tega področja zaradi nespoštovanja strokovnih in pravnih načel. Nepravilnosti v delovanju Agencije za trg vrednostnih papirjev zahtevajo, da se s poročilom seznanijo tudi državno tožilstvo.

Državni svet Republike Slovenije predlaga, da se poročilo, kakor tudi zaključki, ki so sestavni del poročila, objavi v Poročevalcu državnega sveta ter da se po obravnavi poročila na seji državnega sveta z vsebino poročila seznanijo medije.

