



**SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.**

**POSEBNI DEL – III. POGlavJE  
JE POSLOVNA SKRIVNOST**

# **Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2022**



**24. NOVEMBER 2021**



# Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb za leto 2022

**Država je pomembna lastnica podjetij v Sloveniji.  
Zato ima veliko odgovornost biti dejavna in profesionalna lastnica.**

**Splošni cilj podjetij z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, je uspešno, dobičkonosno in gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in v veliko primerih tudi učinkovito izvajanje strateških in razvojnih ciljev, pogosto v okviru posameznih javnih služb. To je treba doseči na trajnostni način, z upoštevanjem ekonomskega, okoljskega in družbenega vidika.**

## KAZALO VSEBINE – SPLOŠNI DEL

<b>I. UVOD</b>	<b>8</b>
<b>II. SPLOŠNI DEL</b>	<b>14</b>
<b>1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA</b>	<b>14</b>
<b>2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB</b>	<b>15</b>
<b>3. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB</b>	<b>17</b>
3.1. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb	17
3.2. Strateški in razvojni cilji upravljanja	17
3.3. Cilji v LNU	18
<b>4. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI</b>	<b>24</b>
<b>5. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH</b>	<b>27</b>
5.1. Kapitalske naložbe v upravljanju SDH	27
5.2. Struktura upravljavskega portfelja SDH	29
5.3. Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU	31
<b>6. DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH PO STEBRIH/PODROČJIH</b>	<b>33</b>
6.1. Delež največjih naložb in upravljavskih stebrov v portfelju na dan 30.6.2021	33
6.2. ROE portfelja v obdobju 2017 - 2023 po upravljavskih stebrih	34
6.3. ROE upravljavskega portfelja v obdobju 2017 - 2023 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju	36
6.4. ROE upravljavskega portfelja v obdobju 2017 - 2023 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju	36
<b>7. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL</b>	<b>37</b>
7.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju	37

## POMEN KRATIC IN IZRAZOV

**AGENRS:** Agencija za energijo.

**AVK:** Javna agencija Republike Slovenije za varstvo konkurence.

**AZN:** Agencija za zavarovalni nadzor.

**AKOS:** Agencija Republike Slovenije za komunikacijska omrežja in storitve.

**ARSO:** Agencija Republike Slovenije za okolje.

**BS:** Banka Slovenije.

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

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

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

**DTK:** Družbe tveganega kapitala.

**DRSV:** Direkcija za vode.

**Državni zbor RS:** Državni zbor Republike Slovenije.

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

**ECB:** Evropska centralna banka.

**EDP:** Elektro distribucijska podjetja.

**EE:** Električna energija.

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

**EIB:** *European Investment Bank* – Evropska investicijska banka.

**EK:** Evropska komisija.

**EU:** Evropska unija.

**FED:** *Federal Reserve Board* – Ameriška centralna banka.

**GJS:** Gospodarska javna služba.

**IMF:** *International Monetary Fund* – Mednarodni denarni sklad.

**KAD:** Kapitalska družba, d.d.

**Kodeks SDH:** Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, prenovljen marca 2021.

**KN:** kapitalna naložba. Kapitalne naložbe so lastniški vrednostni papirji po zakonu, ki ureja trg finančnih instrumentov, ali poslovni deleži ali drugi lastniški deleži v posameznih gospodarskih družbah skladno z zakonom, ki ureja gospodarske družbe. V tem aktu se kot zamenljivi pojmi z enakim pomenom uporabljajo: KN, kapitalne naložbe in naložbe.

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

**Merila:** Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države so akt SDH, ki se praviloma vsako leto posodablja hkrati s pripravo LNU. V tem aktu so opredeljena merila oziroma kazalniki za spremljanje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države.

**MDDSZEM:** Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti.

**MF:** Ministrstvo za finance.

**MGRT:** Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo.

**MJU:** Ministrstvo za javno upravo.

**MOP:** Ministrstvo za okolje in prostor.

**MSP:** Mala in srednje velika podjetja.

**MZI:** Ministrstvo za infrastrukturo.

**NEPN:** Nacionalni energetskega podnebni načrt.

**OECD:** *Organisation for Economic Co-operation and Development* – Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj.

**(O)GJS:** (Obvezna) gospodarska javna služba.

**Politika upravljanja SDH:** Politika upravljanja SDH, sprejeta septembra 2021.

**Pomembne naložbe:** naložbe, v katerih želi RS ohraniti ključne razvojne dejavnike v državi.

**Portfeljske naložbe:** naložbe, s katerimi poskuša RS doseči izključno gospodarske cilje.

**Priporočila in pričakovanja SDH:** Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga, sprejeta avgusta 2020.

**RS:** Republika Slovenija.

**SiDG:** Slovenski državni gozdovi, d.o.o.

**SKZG:** Sklad kmetijskih zemljišč in gozdov Republike Slovenije.

**SODO:** SODO, sistemski operater distribucijskega omrežja z električno energijo, d.o.o.

**Statut SDH:** Statut SDH v vsakokratnem besedilu.

**Strategija ali Strategija upravljanja ali OdsukND:** Strategija upravljanja kapitalskih naložb države, ki jo je dne 13.7.2015 sprejel Državni zbor RS kot Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države.

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

**SDH:** Slovenski državni holding, d.d.

**Skupina RS:** RS in z njo povezane družbe.

**SOD:** Slovenska odškodninska družba, d.d., ki se je skladno z ZSDH-1 preoblikovala v SDH.

**SPS:** Slovenski podjetniški sklad oziroma Javni Sklad Republike Slovenije za podjetništvo.

**SURS:** Statistični urad Republike Slovenije.

**TEU:** oznaka za kontejner.

**UMAR:** Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

**UO:** upravni odbor.

**Vlada RS:** Vlada Republike Slovenije.

**ZDA:** Združene države Amerike.

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

**ZFPPIPP:** Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 13/2014 s spremembami).

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

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

**ZIUZEOP:** Zakon o interventnih ukrepih za zaježitev epidemije COVID-19 in omilitev njenih posledic za državljane in gospodarstvo (Uradni list RS, št. 49/2020 s spremembami).

**ZJN-3:** Zakon o javnem naročanju (Uradni list RS, št. 91/2015 s spremembami).

**ZSOS-C:** Zakon o dopolnitvah zakona o Slovenskem odškodninskem skladu (Uradni list RS, št. 55/2017).

**ZPIZ:** Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

**ZPPDFT-1:** Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št.68/2016 s spremembami).

**ZPPOGD:** Zakon o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti RS in samoupravnih lokalnih skupnosti (Uradni list RS, št. 21/2010 s spremembami).

**ZPre-1:** Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 79/2006 s spremembami).

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

**ZSDU:** Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/2007 s spremembami).

**ZTFI:** Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 108/2010 s spremembami).

**ZZLPPO:** Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/1998 s spremembami).

**ZZNSZP:** Zakon o zagotavljanju navigacijskih služb zračnega prometa (Uradni list RS, št. 101/2003 s spremembami).

# LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB ZA LETO 2022

---

## UVOD

# I. UVOD

---

Po izbruhu krize covid-19 v letu 2020, ki je povsem spremenila pogoje poslovanja ter globalne makroekonomske razmere smo v letu 2021 pričala hitrejšemu okrevanju, kot je bilo moč sprva predvidevati. Po močnem padcu gospodarske aktivnosti ob začetku krize, je bil vpliv kasneje manjši zaradi prilagajanja gospodarstva na nove razmere in zaradi različnih protikoronskih ukrepov. V času krize covid-19 so se družbe v upravljanju SDH primerno odzvale in prilagodile novim pogojem poslovanja. V letošnjem letu je gospodarska aktivnost, tudi zahvaljujoč prej omenjenim ukrepom, okrevala bolj od pričakovanih, kar naj bi se nadaljevalo tudi v prihodnje. Pri tem je potrebno izpostaviti, da so se v zadnjem obdobju pojavile različne težave v globalnih dobaviteljskih verigah, poleg tega je v letu 2021 zaznan znaten dvig cen surovin in energentov, kar kljub ugodnim gospodarskim razmeram predstavlja velik izziv za gospodarske subjekte. Kljub ugodni splošni gospodarski situaciji je potrebno izpostaviti, da vse dejavnosti in družbe niso v enakem položaju in bo okrevanje po epidemiji covid-19 v določenih dejavnostih dolgotrajnejše.

SDH je že vzpostavil robusten sistemski okvir korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, ki temelji na smernicah OECD, sprejeti Strategiji upravljanja in ZSDH-1. Model korporativnega upravljanja SDH je vsem deležnikom znan, je predvidljiv ter temelji predvsem na (i) natančno opredeljenih merilih za merjenje uspešnosti poslovanja in uresničevanja strateških ciljev družb s kapitalsko naložbo države, ki zajemajo tudi trajnostna merila uspešnosti poslovanja, (ii) uveljavljenem sistemu določanja ciljnih vrednosti ekonomsko finančnih in strateških ciljev družb, ki se določajo ambiciozno, a realno dosegljivo, (iii) uvedbi in nadgradnji preglednega sistema poročanja družb o uresničevanju zastavljenih ciljev, (iv) redni komunikaciji z družbami, ki med drugim zajema tudi obdobjno (praviloma vsaj dvakrat letno) izvajanje periodičnih sestankov z njimi, (v) sprotne spremljanju uresničevanja zastavljenih ciljev in sprejetih strategij družb ter analiziranju rezultatov, (vi) preverjanju poslovnih modelov in spodbujanju aktivnosti za nadaljnje izboljšanje poslovanja in konkurenčnosti družb, (vii) učinkovitem in preglednem izvajanju postopkov prodaj in nakupov kapitalskih naložb, (viii) standardiziranemu postopku izbora članov nadzornih svetov, (ix) organizaciji rednih izobraževalnih aktivnosti za člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države ter (x) stalnemu prenosu relevantnih dobrih praks na družbe v upravljanju SDH preko Kodeksa SDH ter Priporočil in pričakovanih SDH. SDH bo v letu 2022 pristopil k strokovnemu razmisleku glede smiselne nadgradnje Kodeksa SDH ter Priporočil in pričakovanih SDH.

**Glavni strateški temi pri upravljanju kapitalskih naložb v letu 2022 bosta trajnostno poslovanje s poudarkom na upravljanju klimatskih sprememb in industrija 4.0 ter zaposleni prihodnosti.** Za družbe je pomembno, da imajo jasno opredeljeno stališče, kaj je za podjetje najbolj pomembno (vidik finančne bistvenosti za poslovanje in učinek dejavnosti), da imajo jasno povezavo trajnostne strategije z namenom družbe, postavljene cilje, mejnike in projekte oziroma partnerstva za doseg cilja in na koncu merjenje uspešnosti ter ustrezna razkritja implementacije dejavnikov ESG. Integracija trajnostnega poslovanja v vse sisteme upravljanja na ravni družb je zato ključnega pomena za trajnostno uspešnost. Z namenom ohranjanja konkurenčnosti družb, z obvladovanjem tveganj in priložnosti, z zagotavljanjem finančne uspešnosti in izpolnjevanjem pričakovanih deležnikov, bodo morali organi vodenja in nadzora novo realnost vključiti v lastno kulturo delovanja, stalno krepiti kompetence s tega področja in tvorno medsebojno sodelovati pri doseganju trajnostne uspešnosti na dolgi rok. Ko družbe izkoriščajo naložbene priložnosti, ki jih prinaša industrija 4.0 in izvajajo pričakovanja svojih deležnikov v skladu s svojimi mandati, so pri tem ključni kvalificirani zaposleni, saj se s tem prispeva k uspešnosti podjetja ter zadovoljstvu in krepitvi človeškega kapitala. Kadar podjetja ne vlagajo v usposabljanje, izobrazbo, prekvalifikacijo zaposlenih, to lahko vpliva na njihovo poslovno uspešnost, ugled in sposobnost privabljanja talentov.

Dodatna strateška tema korporativnega upravljanja, ki jo bo SDH v letu 2022 postavil v ospredje svojega delovanja je **upravljanje korporativne kulture (angl. *Governing Corporate Culture*)**. V ta namen bo pripravil Priročnik o upravljanju korporativne kulture za člane nadzornih svetov, katerega posredni namen je zagotavljati uspešnost in učinkovitost poslovanja družb s tem, da kultura dobi ustrezno mesto v okviru praks korporativnega upravljanja družb. Trdna korporativna kultura podjetja je skladno z empiričnimi študijami namreč ključnega pomena za inovacije, produktivnost in rezultate podjetja in zato nadzor nad upravljanjem korporativne kulture v zadnjih letih postaja prednostna naloga organov korporativnega upravljanja.

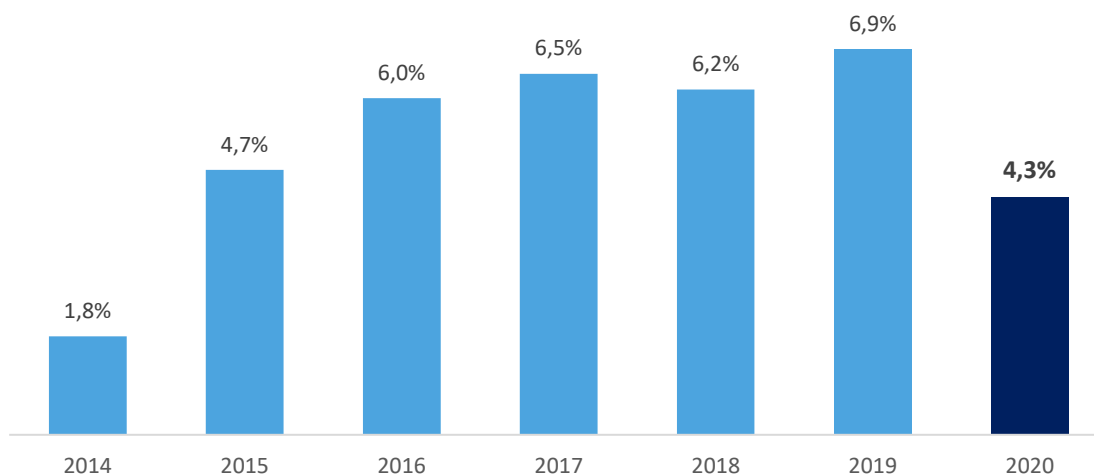
**Upravljavski portfelj SDH predstavlja pomemben delež slovenskega gospodarstva.** Družbe v upravljanju SDH so zelo pomemben zaposlovalec, saj je bilo v teh družbah v letu 2020 zaposlenih preko 75 tisoč ljudi. Ustvarjeni prihodki od prodaje gospodarskih družb v upravljanju SDH predstavljajo okoli 14 % vseh ustvarjenih prodajnih prihodkov gospodarskih družb v Sloveniji, ustvarjena dodana vrednost v teh družbah pa predstavlja 18 % dodane vrednosti vseh gospodarskih družb v Sloveniji. To pomeni, da povprečna dodana vrednost na zaposlenega v družbah v upravljanju SDH v višini 73 tisoč EUR precej presega povprečje v vseh gospodarskih družbah v Sloveniji.

**Družbe v upravljanju SDH so v preteklosti, ob ugodnih pogojih v gospodarskem okolju, uspele bistveno izboljšati rezultate poslovanja.** Čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) portfelja SDH se je postopoma dvigovala z 1,8 % v letu 2014, na 6,9 % v letu 2019, ko je bila najvišja. V letu 2020 je donosnost dosegla 4,3 %, kar je bilo 1,6 o.t. manj od načrtov iz LNU, kot posledica



krize covid-19. Pri izračunu donosnosti portfelja sta bila v letu 2020 iz izračunov izključena dva največja enkratna dogodka in sicer učinek slabitev pri HSE zaradi TEŠ in PV ter enkratni pozitivni učinek pri NLB zaradi prevzema Komerčijalne banke Beograd.

Slika 1: **ROE portfelja v upravljanju SDH v obdobju 2014 - 2020, v %**



V tem obdobju se je pomembno spremenila tudi struktura upravljalvskega portfelja SDH. Bistveno se je povečal delež **strateških naložb, ki danes predstavljajo že prek 81 % vrednosti portfelja**<sup>1</sup>, pri upravljanju katerih je **v ospredju uresničevanje strateških oziroma razvojnih ciljev države**, torej uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustrezne ravni in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov, ki presegajo zgolj ekonomske cilje.

SDH je že sedmič zapored pripravil Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb (LNU), s katerim za prihodnje poslovno leto določa podrobne cilje pri upravljanju posameznih naložb, kot tudi ukrepe in usmeritve za doseganje teh ciljev.

Kot omenjeno na začetku, je **priprava LNU za leto 2022**, zaradi trajajoče pandemije covid-19 **tudi letos potekala v pogojih hitro spreminjajočega se poslovnega okolja in negotovih napovedi bodočih makroekonomskih gibanj, kar predstavlja velik izziv.**

Postopek priprave LNU se glede na dosedanje prakso ni spreminjal. V določeni meri so se hkrati z izvajanjem periodičnih sestankov z družbami izvedli tudi preliminarni posamični sestanki s pristojnimi ministrstvi, kjer se je to ocenilo kot smotno. Postopek priprave LNU je proces, ki ga SDH začne že v začetku poletja (preveritev ustreznosti kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja, analize poslovanja družb, *benchmark* analize ipd.) in se nadaljuje s pravno dopustnim upravljalvskim dialogom med SDH in družbami ter SDH in pristojnimi ministrstvi. SDH načrtuje ambiciozne, vendar realno dosegljive vrednosti pričakovanih strateških in ekonomsko-finančnih kazalnikov ter na ta način uresničuje svojo vizijo, ki je ustvarjanje vrednosti kapitalskih naložb za lastnika. Kazalniki, katerih ciljne vrednosti so določene z LNU, pokrivajo ključne vidike poslovanja družb, ki so pomembni za njihov razvoj in konkurenčnost. Z LNU se za prihodnje poslovno leto oceni tudi denarne tokove iz naslova upravljanja s kapitalskimi naložbami, s katerimi upravlja SDH. Zaradi hitro spreminjajočega se okolja je LNU za leto 2022 pripravljen na enak način kot za leto 2021, da so njem v največji možni meri navedene uporabljene predpostavke za dosegbo ciljev.

## LETO 2021

SDH je v letu 2021 spremljal spremenjene razmere v posameznih panogah, ki so posledica pandemije covid-19 in izvajal naslednje aktivnosti: (i) dnevno spremljal poslovanje družb, ki upravljajo s kritično infrastrukturo, (ii) se sprotno seznanjal z oceno vpliva covid-19 na delovanje vseh družb v upravljanju SDH, njihove prihodke in likvidnost, (iii) spremljal oceno izplačil dividend družb v letu 2021 ter v povezavi s tem oceno vplivov na likvidnostni in finančni položaj SDH in (iv) spremljal sprejeto interventno zakonodajo. Poudariti velja, da so v času pandemije vse družbe iz portfelja SDH, ki upravljajo s kritično infrastrukturo, zagotovile neprekinjeno delovanje in nemoteno nudile svoje storitve. Prav tako so družbe iz portfelja SDH v skladu s priporočili stroke izvajale aktivnosti za zamejitev širjenja virusa in za varovanje zdravja zaposlenih.

<sup>1</sup> Delež strateških naložb v upravljalvskem portfelju SDH je v letu 2014 dosegal 66,8 %.

**Zaradi izboljšanja okoliščin poslovanja bodo v letu 2021 načrtovani kvantitativni cilji v zvezi z upravljanjem kapitalskih naložb preseženi in bodo bistveno boljši kot so bili doseženi v lanskem letu.**

Ocene poslovanja družb iz portfelja v upravljanju SDH kažejo, da bi ROE portfelja v letu 2021 lahko dosegel 5,5 %, kar je 1,3 o.t. več kot je bilo predvideno z LNU 2021. Po zadnjih napovedih UMAR bo gospodarska rast v Sloveniji v letošnjem letu znašala 6,1 %, kar je več kot je bila ocena ob pripravi LNU 2021, ko je ta znašala 5,1 %. Iz ocen ROE so izključeni enkratni učinki slabitev vrednosti sredstev in poravnave z družbo General Electric pri HSE.

Prejete dividende za RS, SDH in ZPIZ v letu 2021 (za poslovno leto 2020) presegajo načrte iz LNU 2021 in bodo predvidoma znašale 150,9 mio EUR, kar je tudi bistveno več, kot je bilo doseženo v letu 2020, ko so dividende skupaj znašale 85,9 mio EUR. Višje dividende v 2021 so posledica ugodnejših razmer v poslovanju in omilitve omejitev, ki so jih za izplačilo dividend bankam in zavarovalnicah v letu 2020 uvedle nadzorne institucije.

Tudi v letu 2021 ima pri nekaterih družbah na poslovanje še vedno velik vpliv učinek krize covid-19. Predvsem to velja za družbe s področja turizma in prirejanja iger na srečo. Tudi družbe s področja prometa, nekatere proizvodne družbe in nekatere družbe s področja energetike zaradi učinkov krize še ne bodo dosegle rezultatov, kot so jih dosegale pred krizo covid-19.

### NAPOVEDI ZA LETO 2022 IN 2023

Napovedi za leto 2022 so pripravljene upoštevajoč napovedi gospodarskih gibanj v času priprave tega dokumenta. Tudi v letu 2022 se bo nadaljevalo obdobje rasti gospodarstva, a bo ta predvidoma precej manjša kot v letu 2021. Brezposelnost se bo še naprej zniževala, a se bo na drugi strani predvidoma zvišala inflacija.

Tabela 1: **ROE portfeljev RS in SDH skupaj v obdobju 2017 - 2020, ocena za leto 2021 LNU za leto 2022 in napoved za leto 2023, v %**

Steber	2017	2018	2019	2020	OCENA 2021	LNU 2021	LNU 2022	Napoved 2023
PROMET	5,9	6,3	6,9	2,0	3,0	3,4	3,5	3,7
ENERGETIKA	3,4	3,2	4,7	5,4	6,0	3,8	5,1	5,1
FINANCE	10,6	9,6	10,1	6,9	8,6	5,9	6,8	7,0
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	4,2	7,6	7,3	5,3	8,8	6,2	8,4	9,5
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>

**V letu 2022 je predvidena donosnost portfelja v upravljanju v višini 5,0 %, kar je nekaj manj kot znaša ocena za leto 2021, v letu 2023 pa je ponovno predvidena rahla rast donosnosti.** Pri izračunih donosnosti v letih 2022 in 2023 so upoštevane normalizirane vrednosti ROE za HSE, ki so nižje od načrtovanih vrednosti ROE s strani družbe, saj ocenjujemo, da so v času priprave tega dokumenta nekatere ključne predpostavke prihodnjega poslovanja Skupine HSE še precej negotove, načrtovani rezultati HSE pa bistveno odstopajo od preteklih realiziranih rezultatov. Če bi v izračunih upoštevali načrtovane rezultate HSE, bi bila predvidena donosnost portfelja v upravljanju SDH v letu 2022 6,2 %, v letu 2023 pa 6,0 %. Donosnost stebra energetika bi bila v letu 2022 9,1 %, v letu 2023 pa 7,5 %.

Izboljšanje donosnosti glede na oceno za leto 2021 je predvideno v stebru Promet. Večina družb v stebru Promet je v letu 2021 okrevala in izboljšala poslovanje, še vedno pa se čutijo posledice epidemije covid-19.

V stebru Turizem in gospodarstvo je za leto 2022 predvidena nekoliko nižja donosnost kot v letu 2021, rast pa je predvidena za leto 2023. Leto 2021 je bilo za nekatere velike družbe v upravljavskem portfelju tega stebra izjemno uspešno zaradi povečanega povpraševanja in ugodnih razmer na trgu (Krka, Cinkarna), kar pa ni mogoče pričakovati v prihodnjih letih. Realna pričakovanja so zato za leto 2022 nekoliko nižja, v 2023 pa se pričakuje ponovni trend rasti glede na preteklo leto, kar kaže na stabilizacijo donosa na ravni, ki je precej višja od donosov v letih 2017 do 2020.

Padec donosnosti je v nadaljnjih dveh letih pričakovan v stebru Energetika in stebru Finance. Glede na raznolike dejavnike je podrobnejše pojasnilo podano v tekstu spodaj.

Družbe iz stebra Energetika bodo v letu 2021 poslovale nad pričakovanji. Volatilne razmere, ki so posledica zagona gospodarstva po covid-19, dviga porabe, napovedi zaostrovanja ETS sheme, zamika NordStream 2 plinovoda in praznih plinskih skladišč so omogočile, da prav vsi portfelji (fundamentalno, optimizacijsko in pozicijsko trgovanje) dosegajo nadpovprečne rezultate in se med seboj dopolnjujejo. Leto 2021 bo leto odličnih rezultatov z izjemo »termo divizije«, ki je del Skupine HSE in bo zaradi enormne

rasti cen CO<sub>2</sub> kuponov primorana v slabitev naložbe v TEŠ 6. V letu 2022 se pričakuje stabilizacija trga z energenti, posledica rastočega povpraševanja pa bodo predvidoma še vedno relativno visoke cene, kar se bo odražalo v dobrih rezultatih, ki bodo presegali pred krizno (covid-19) raven.

V letu 2022 bodo ključne upravljalvske aktivnosti SDH v stebru Energetika usmerjene v zagotavljanje pogojev za izvedbo energetske transformacije, ki bo vseobsežna in je povezana z velikimi investicijskimi vlaganji. Poleg usmeritve v doseganje čim višje energetske samozadostnosti RS, bo SDH aktivno spodbujal:

- umeščanje novih elektroenergetskih objektov v prostor,
- povečanje deleža in proizvodnih kapacitet OVE skladno z Celovitim nacionalnim energetskim in podnebnim načrtom RS,
- povečanje robustnosti, digitalizacijo in fleksibilnost elektrodistribucijskega sistema,
- pravični izhod iz premoga.

SDH bo podpiral ciljno usmerjenost družb v razogljičenje, v skladu z nacionalno in evropsko zakonodajo. Na področju plinovodnega sistema bo spodbujal izboljšanje mednarodne povezljivosti, širitev plinovodnega sistema v neplinificirane regije Slovenije in priprave omrežja na sprejem sintetičnih plinov in vodika. Prav tako si bo SDH v letu 2022 prizadeval za povečanje kibernetske varnosti v družbah na način, da jih bo v okviru svoje upravljalvske in usklajevalne vloge podpiral pri vzpostavitvi skupnega oziroma skupnih varnostno operativnih centrov.

V letu 2022 se v stebru **Promet** pričakuje izboljšanje in pozitivno poslovanje vseh družb stebra, vendar predkrizna raven pri vseh še ne bo dosežena. Leto 2022 in leta, ki bodo sledila, bodo zaznamovale visoke investicije v infrastrukturo (avtocestni križ, železniška in pristaniška infrastruktura), ki bodo vplivale na poslovanje največjih družb v stebru. Rast prihodkov več družb v portfelju je odvisna od izgradnje dodatnih železniških kapacitet in obnove obstoječih. Ključne upravljalvske aktivnosti stebra Promet bodo usmerjene v spremljanje investicijskih projektov družb. Med drugim bo SDH, v skladu s svojimi pristojnostmi, spremljal izvedbo projekta strateškega partnerstva na področju tovornega prometa, ki se bo implementiralo v novoustanovljeni družbi, širjenju poslovanja Slovenskih železnic na področje avtobusnega prometa, implementacijo projekta mobilnosti ter ostale strateške projekte. Skrbno bo spremljal največje investicijske projekte (tretja razvojna os, predor Karavanke...) ter finančni položaj največje naložbe v stebru – družbe DARS. V sodelovanju z ostalimi deležniki bo še naprej sodeloval tudi pri pobudah za spremembo poštno zakonodaje ter v zvezi z integracijo Intereurope budno spremljal uresničevanje sinergij v skupini Pošta Slovenije, pri čemer bo spremljal tudi ostale strateške projekte Pošte Slovenije. SDH sicer pričakuje, da se bodo napovedi o pozitivnem gibanju letalskega prometa uresničile, kar bo pomenilo pozitiven preobrat v poslovanju družbe Kontrola zračnega prometa. SDH bo skrbno spremljal poslovanje in premoženjsko stanje te družbe ter kot ustanovitelj sprejel potrebne ukrepe, v kolikor bi se izkazalo, da bodo za zagotovitev kapitalne ustreznosti potrebni.

Uspešnost družb iz stebra **Finance** bo tudi v letu 2022 v pretežni meri odvisna od razvoja epidemije, točneje od omejitvenih in na drugi strani spodbujevalnih (fiskalnih) ukrepov, ki bodo sprejeti v zvezi s tem. Trenutni pritisk na cene surovin in podaljševanje dobavnih rokov, lahko v primeru dolgotrajnega vztrajanja negativno vpliva na dobičkonosnost družb in s tem na naložbeni portfelj finančnih družb. Razmeroma visoke dobičkonosnosti, ki so jih beležile **banke** v letu 2021, so v veliki meri posledica odprave oslabitev, sproščanja rezervacij ter pozitivnih učinkov nedavnih prevzemnih aktivnosti (NLB in KBB), medtem ko bo tudi v letu 2022 ostajal visok pritisk na obrestne marže in z njimi povezane obrestne prihodke. Le-ti bodo pod velikim pritiskom tudi zaradi povečanih tveganj, povezanih s pričakovano rastjo obrestnih mer proti koncu leta oziroma v letu 2023. SID banka bo s prihodom nove uprave v letu 2022 pred zahtevno nalogo ponovne transformacije poslovnega modela iz trenutnega proticikličnega v bolj razvojno naravnane. NLB se bo, po vrsti prevzemnih aktivnosti na slovenskem bančnem trgu, v letu 2022 in v naprej soočala z močnim konkurentom (OTP banka). Podobno zahtevno okolje se v letu 2022 pričakuje tudi na **zavarovalnem** trgu. Tudi uspešnost (relativno visoka dobičkonosnost) zavarovalnic v letu 2021 je bila v določeni meri posledica prevzemnih aktivnosti (Sava Re in NLB Vita), medtem ko ostaja zavarovalniški trg, še posebej v Sloveniji in v luči »epidemične« negotovosti, zelo zahteven. Poleg morebitnih ponovnih večjih škodnih dogodkov, bodo rezultat zavarovalnic krojili zahtevki, povezani s škodami, nastalimi v povezavi z epidemijo covid-19 v letu 2021. Pomemben del dobičkonosnosti zavarovalnic predstavlja naložbenje, ki bo zaradi nadaljevanja obdobja nizkih obrestnih tudi v letu 2022 soočeno s tveganjem reinvestiranja. **Družbe tveganega kapitala** vodijo likvidacijske postopke. SDH pričakuje, da bodo v letu 2022 pri vseh družbah likvidacijski postopki zaključeni.

V letu 2022 bo dodatna pozornost namenjena izplačilom dividend bank in zavarovalnic, ki so v preteklih letih v določeni meri izostala, še večji poudarek bo na spremljanju uspešnosti družb pri vpeljevanju trajnostnih vidikov v svoje poslovanje. Zaradi poteka zaključevanja likvidacijskih postopkov DTK bo veliko aktivnosti namenjenih spremljanju izvedbe le-teh in doseženim kupninam pri unovčevanju njihovega premoženja.

V stebru **Gospodarstvo in turizem** so družbe v letu 2021 poslovale uspešno. Zelo uspešno je poslovala skupina Krka, ki je ob polletju dosegla 19,3 % donos na kapital in dosegla najvišjo polletno prodajo in čisti dobiček v zgodovini. Tudi poslovanje Skupine Telekom v letu 2021 je stabilno, bistveno pa se je v letu 2021 izboljšalo poslovanje Skupine SIJ, saj se je situacija na trgu glede na leto 2020 izboljšala. Uspešno so v portfelju poslovale tudi druge družbe, med njimi izpostavljamo poslovanje Cinkarne Celje z 18,3 %

donosom na kapital in poslovanje manjše kapitalske naložbe Koto, ki je izrazito razvojno in trajnostno naravnana, rezultati pa se izboljšujejo in presegajo zastavljene načrte. Turistične družbe in družbe, ki se ukvarjajo s prirejanjem iger na srečo, so imele skladno z odlokom Vlade RS do sredine maja zaprte vse namestitvene in igralniške kapacitete, razen nekaterih kapacitet, kjer so turistične družbe nudile izvajanje zdravstvenih storitev. Družbe so koristile ukrepe interventne zakonodaje, v mesecu maju in juniju pa so skladno s sproščanjem ukrepov za zajezitev epidemije covid-19 pričele odpirati svoje kapacitete. Družbe kljub dolgotrajnemu zaprtju, zaradi prejema državnih pomoči in dobrega poslovanja v preteklosti, vključno z izvedenimi investicijami, razpolagajo z zadostno likvidnostjo. V poletnih mesecih so turistične družbe poslovale odlično, zasedenost je bila zelo visoka, rezultati v poletnem obdobju celo presegajo rezultate v enakem obdobju 2019. V letu 2021 se družbe v stebru Gospodarstvo in turizem soočajo z rastjo stroškov zaradi rasti cen materialov in energentov, rastejo pa tudi stroški dela zaradi pomanjkanja ustreznih kadrov in pritiskov na dvig plač. Kadrovsko tveganje je bilo poleg stopnje digitalizacije zaznano kot eno izmed ključnih tveganj, ki mu bodo morale družbe v letu 2022 posvetiti več pozornosti.

V letu 2022 bodo ključne upravljalvske aktivnosti v stebru Gospodarstvo in turizem usmerjene v upravljanje družbe Sava (tako z vidika upravljanja terjatev do družbe Sava, kot tudi z lastniškega vidika) in v izvajanje ostalih aktivnosti na področju turizma, kar bo podrobneje predstavljeno v nadaljevanju dokumenta. Pri izvajanju aktivnosti na področju turizma bo SDH upošteval (i) spremenjene okoliščine v turistični panogi zaradi epidemije covid-19, (ii) vpliv teh okoliščin na dolgoročno poslovanje in vrednost turističnih družb, (iii) posodobljeno strategijo države na področju turizma, ki je v pripravi, (iv) načrt za okrevanje in odpornost turističnih družb ter (v) ugotovitve študije, s katero bo SDH preveril primernost in smotrnost upravljalvske aktivnosti, načrtovanih v LNU Turizem.

Med pomembnejšimi aktivnostmi v letu 2022 bo tudi sprejem odločitve v zvezi s kapitalsko naložbo v družbi Telekom Slovenije. SDH s tem v zvezi načrtuje analizo panoge, analizo poslovanja Skupine Telekom Slovenije, poglobljeno analizo konkurence, pogled na možnosti konsolidacije ter pregled možnih aktivnosti za povečanje vrednosti družbe in povečanje vrednosti za lastnike.

V letu 2022 bo potrebno urediti tudi situacijo v družbi Studentenheim Korotan, ki je bila vključena v različne strateške dokumente RS s področja zamejstva po svetu, kulture, šolstva in znanosti. Družba ima skladno s trenutno veljavno strategijo upravljanja status portfeljske naložbe. V letu 2021 je bila v sodelovanju z zunanjim svetovalcem pripravljena Dolgoročna strategija družbe, v nadaljevanju pa je potrebno z deležniki bodisi uskladiti program, ki ga bo družba izvajala ter zagotoviti finančna sredstva za izvedbo investicij in nadaljnje delovanje družbe, bodisi sprejeti katero od drugih možnih odločitev.

**Izvajanje ustrezne dividendne politike** je ena izmed osrednjih aktivnosti upravljanja kapitalskih naložb, s katero SDH zasleduje cilje maksimiranja denarnih tokov za lastnika, ob hkratnem upoštevanju uspešnosti poslovanja posameznih družb v upravljalvskem portfelju in njihovih razvojnih potreb. Obseg dividend v letu 2022 je za RS, SDH in ZPIZ skupaj načrtovan v višini 182,2 mio EUR.

SDH na tem mestu ponovno izpostavlja, da bo v pogojih hitro spreminjajočega se okolja in negotovih napovedi za bodočnost uresničevanje ciljev iz tega LNU po vsej verjetnosti zelo zahtevno, tako za družbe iz upravljalvskega portfelja SDH, kot tudi za SDH. Glede na potek dogodkov bo SDH svoje delovanje in prioritete naloge v letu 2022 sproti prilagajal.

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB  
ZA LETO 2022

---

**SPLOŠNI DEL**

## II. SPLOŠNI DEL

---

### 1. ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA

LNU je sestavljen iz **uvoda, splošnega dela** in **posebnega dela**. Posebni del v veliki meri vsebuje podatke, ki so poslovno občutljivi, zato ima v celoti oznako POSLOVNA SKRIVNOST in ni javno objavljen.

V **uvodnem delu LNU** je prikazan **okviren pregled dogajanja v gospodarskem okolju 2021, ROE portfelja in ROE po stebrih/področjih v daljšem časovnem obdobju z oceno 2021, pričakovanjem LNU 2022 ter pričakovano napovedjo za leto 2023, nadalje okvirne ocene okoliščin in napovedi po stebrih/področjih portfelja za leto 2022, skupaj z nakazanimi usmeritvami upravljavskih aktivnosti.**

V **splošnem delu LNU** so na kratko predstavljeni akti upravljanja kapitalskih naložb in cilji upravljanja, tako temeljni kot tudi strateški in razvojni cilji. V LNU 2022 je tokrat SDH že v splošni del umestil posebni segment ciljev, ki se nanašajo na trajnostno poslovanje in ki predstavljajo pričakovanja SDH do družb s kapitalsko naložbo države. Nekatera pričakovanja so naslovljena na vse družbe s kapitalsko naložbo države, nekatera pa le na izbran segment družb (poglavje 3.3.2. v nadaljevanju teksta). Predstavljene so tudi zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb. Prav tako so opisane makroekonomske napovedi za naslednje obdobje.

Nadalje je predstavljen celoten upravljavski portfelj SDH in opredeljene družbe, ki niso uvrščene v posebni del LNU. Prikazan je pregled dosežene in pričakovane donosnosti kapitala naložb po različnih kriterijih in predstavljeni pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb, in sicer iz naslova prejetih dividend.

V **posebnem delu LNU** so prikazani posamezni stebri/področja upravljanja. Znotraj vsakega stebra je za vsako naložbo posebej predstavljen načrt upravljanja. Podrobno so opredeljeni cilji upravljanja za leto 2022 ter napovedi za leto 2023, in sicer za tiste družbe, ki glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala – utež v upravljavskem portfelju – najpomembneje vplivajo na uspešnost upravljavskega portfelja SDH z vidika dobičkonosnosti lastniškega kapitala. Opredeljena so ključna merila za merjenje uspešnosti pri doseganju ciljev upravljanja ter ukrepi in usmeritve za doseganje teh ciljev kot pričakovanja SDH do družbe oziroma skupine. Izjemo predstavlja skupna navedba ukrepov in usmeritev za naložbe v družbe, ki opravljajo dejavnost elektro distribucije, saj so predvidene upravljavske aktivnosti pri vseh teh naložbah podobne. Pri posamezni družbi so predvidene tudi dodatne predvidene upravljavske aktivnosti SDH, v kolikor gre za take vrste aktivnosti, ki po vsebini upravljavskih aktivnosti ne sodijo v običajne (rutinske) aktivnosti upravljanja kot npr. aktivnosti, ki se nanašajo na pridobivanje ali razpolaganje, na posebne projekte, še posebej, če so ti povezani z dodatnimi stroški upravljanja.

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

Glede na posebnosti dejavnosti, v katerih delujejo družbe, so merila uspešnosti nekaterih družb zelo kompleksna, zato je za njihovo lažje razumevanje priporočljiva souporaba dokumenta Merila.

V posebnem delu LNU so predstavljeni tudi pričakovani denarni tokovi iz naslova prodaj ter nakupov naložb v letih 2022 in 2023.

#### OMEJITEV ODGOVORNOSTI

Dokument je izdelan s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in s potrebnim strokovnim znanjem. Napovedi, ki jih vsebuje dokument, temeljijo na ocenah in predpostavkah SDH o poslovanju družb. SDH ob pripravi tega dokumenta ni razpolagal z notranjimi informacijami javnih delniških družb.

## 2. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

ZSDH-1 določa štiri temeljne akte upravljanja naložb v lasti SDH in RS, ki jih upravlja SDH, in sicer (i) Strategijo upravljanja, (ii) LNU, (iii) Politiko upravljanja SDH in (iv) Kodeks SDH. Poleg navedenih, in z njimi vsebinsko povezanih aktov upravljanja naložb, so še (v) Merila, (vi) Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb ter (vii) Priporočila in pričakovanja SDH.

**Strategija upravljanja**, ki jo je Državni zbor RS sprejel 13.7.2015, skladno z 28. členom ZSDH-1 določa (i) opredelitev in razvrstitev naložb na posamezne vrste naložb, (ii) opredelitev razvojnih usmeritev RS kot delničarke ali družbenice družb in (iii) posamezne strateške cilje, ki jih RS želi uresničiti z vsako naložbo, opredeljeno kot strateško. V 10. členu ZSDH-1 je določeno, da se vse naložbe SDH in RS uvrščajo v eno od treh vrst naložb, in sicer med strateške, pomembne ali portfeljske naložbe. Če posamezna naložba ni uvrščena v katero od naštetih vrst naložb, se šteje za portfeljsko naložbo.

Skladno s 30. členom ZSDH-1 LNU sprejme uprava SDH na podlagi sprejete Strategije upravljanja, za veljavnost zadevnega akta pa je potrebno pridobiti še soglasje nadzornega sveta SDH (in sicer najkasneje do konca novembra tekočega leta za naslednje koledarsko leto) ter nato še soglasje Vlade RS na predlog MF.

Iz utemeljenih razlogov, in če je posamezno dejanje upravljanja v skladu z zakonom, Statutom SDH ter ni v bistvenem nasprotju z dejanji upravljanja, kot so predvidena v posebnem delu LNU, **lahko SDH, brez dopolnitve ali spremembe LNU, izvede naslednja dejanja upravljanja:**

- z namenom uravnavanja likvidnosti proda ali drugače razpolaga s kapitalskimi naložbami v imetništvu SDH, pod pogojem, da knjigovodska vrednost kapitalске naložbe<sup>2</sup>, ki je predmet razpolaganja v posameznem letu, ne presega 5 mio EUR;
- upravlja in razpolaga s KN, ki jih RS pridobi med letom in niso del LNU, pod pogojem, da knjigovodska vrednost KN, ki je predmet upravljanja oziroma razpolaganja, ne presega 1 mio EUR;
- vodi aktivnosti v zvezi s pridobivanjem KN za RS, če je o taki pridobitvi vsebinsko že predhodno odločila Vlada RS s sklepom, ne glede na to, v kakšni vlogi je pri sprejetju takega sklepa nastopala Vlada RS (kot skupščina SDH, kot državni organ ali v drugi vlogi, če je voljo Vlade RS glede pridobitve možno nedvoumno razbrati in je SDH o tem obveščen)<sup>3</sup>.

Šteje se, da so dejanja upravljanja, ki ustrezajo merilom iz prejšnjega odstavka, opravljena v skladu in na podlagi LNU.

Pomemben akt SDH, ki je vsebinsko povezan z LNU, so tudi **Merila**. Navedeni akt opredeljuje kazalnike, s katerimi SDH spremlja uspešnost poslovanja družb s kapitalsko naložbo države. Poleg merjenja oziroma ocenjevanja preteklih rezultatov poslovanja so merila namenjena podrobnejši določitvi pričakovanj SDH do družb s kapitalsko naložbo države glede bodočih poslovnih rezultatov. Merila niso kvantificirana, zato jih je treba uporabljati z vsakokratnim LNU. V LNU so merila namreč kvantificirana in predstavljajo pričakovanja SDH do družb s kapitalsko naložbo države glede doseganja bodočih poslovnih rezultatov, s pogledom za nazaj pa so kvantificirana podlaga za merjenje oziroma ocenjevanje preteklih rezultatov poslovanja družb glede na pričakovanja SDH.

**Politika upravljanja SDH** natančneje določa načela, postopke in merila, ki jih SDH spoštuje pri opravljanju nalog. Podrobno opredeljuje tudi postopke razpolaganja s kapitalskimi naložbami in njihovega pridobivanja. Zadevni akt sprejme uprava SDH, k njemu pa da soglasje nadzorni svet SDH. Politika upravljanja SDH se nenehno nadgrajuje in izboljšuje, nazadnje je bila spremenjena in dopolnjena septembra 2021, ko so bila v njej upoštevana tudi priporočila Računskega sodišča glede boljše ureditve kandidacijskih postopkov, podana v okviru Revizije upravljanja, priporočila Komisije za preprečevanje korupcije o ureditvi delovanja kadrovske komisije SDH in beleženja nabornih poti ter priporočila notranje revizije SDH v zvezi z izboljšanjem ureditve nekaterih področij, ki se nanašajo na postopke razpolaganja s kapitalskimi naložbami in njihovega vrednotenja.

**Kodeks SDH** vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države. Njihov temeljni cilj je maksimiranje vrednosti ter ustvarjanje čim višjega donosa za lastnike, če iz zakona oziroma akta o ustanovitvi ne izhaja kaj drugega. Tudi Kodeks SDH se nenehno nadgrajuje. Glavni razlog za zadnjo novelacijo Kodeksa SDH je sicer bila uskladitev njegovih načel in priporočil z novelo ZGD-1K, ki je v pravo družb prinesla nekaj novosti. Poleg uskladitve z zakonodajo, obsega noveliran Kodeks SDH tudi nekaj vsebinskih in redakcijskih popravkov ter na novo ureja priporočila o doplačilih za posebne naloge člana oziroma članov nadzornega sveta.

---

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

<sup>3</sup> Ne glede na odločitev Vlade RS, ki v nobenem primeru nima narave navodila, je SDH dolžan izvesti vse postopke pridobivanja kapitalске naložbe v skladu s Politiko upravljanja SDH. Splošno pooblastilo iz tega dela LNU zgolj omogoča izvedbo ukrepa upravljanja SDH, če se slednji zanj odloči, ne da bi bilo potrebno dopolniti LNU, o čemer bi ponovno morala odločiti Vlada RS, čeprav bi o tem vsebinsko že predhodno odločila. Pridobitev se izvede zgolj v primeru, če je nabavna cena kapitalске naložbe nižja od ocenjene vrednosti kapitalске naložbe oziroma znotraj razpona ocenjene vrednosti. Po morebitni dejanski pridobitvi nove kapitalске naložbe se v razumnem roku pripravi LNU posamične naložbe.

**Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb** vsebujejo izhodišča za delovanje predstavnikov SDH na posameznih skupščinah družb ter generalna stališča SDH v zvezi s pomembnejšimi skupščinskimi temami. Dokument sprejme uprava SDH in se posodablja vsako leto pred začetkom sezone skupščin.

**S Priporočili in pričakovanji SDH** so, z vnaprejšnjo jasno ureditvijo in javno objavo, družbam s kapitalsko naložbo države sporočena nekatera specifična priporočila in pričakovanja SDH, in sicer zlasti glede poslovnega načrtovanja, periodičnega poročanja, postopkov nabave blaga in storitev, sponzorstev in donatorstev, optimizacije stroškov, spoštovanje človekovih pravic pri poslovanju, trajnostnega poslovanja, prejemkov in drugih pravic članov organov vodenja ipd.

Na področju razvoja korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države SDH za leto 2022 načrtuje prenovitev posameznih sestavin Kodeksa korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države ter po sprejetju Priporočil in pričakovanj SDH za oblikovanje politik prejemkov organov vodenja v družbah s kapitalsko naložbo države, ter njihovo vključitev v Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb za leto 2022, uveljavitev priporočil v praksi, tako da bi družbe na podlagi priporočil oblikovale, skupščine (aktivnost SDH v funkciji delničarja ali družbenika) pa potrjevale ustrezne politike prejemkov organov vodenja.



### 3. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

Splošni cilj družb z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, je uspešno, dobičkonosno in gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in učinkovito izvajanje posameznih javnih služb. To je treba doseči z uravnoteženim, stabilnim in trajnostnim razvojem družb z ekonomskega, družbenega in okoljskega vidika.

SDH od vseh družb v upravljanju pričakuje, da bodo obvladovale tveganja, povezana z naraščanjem stroškov, s ciljem optimizacije, povišanja produktivnosti in doseganja zastavljenih ciljev.

#### 3.1. Temeljni cilji upravljanja in klasifikacija naložb

Cilji pri upravljanju posamezne naložbe se, skladno z ZSDH-1, razlikujejo glede na njeno klasifikacijo:

- 1. skupina **STRATEŠKI CILJI**: uresničevanje pomembnih družbenih interesov, kot so zagotavljanje ustreznega nivoja in dostopnosti infrastrukture, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov;
- 2. skupina **RAZVOJNI CILJI**: ohranjanje ključnih razvojnih dejavnikov v državi;
- 3. skupina **GOSPODARSKI CILJI**: povečanje vrednosti naložbe in zagotavljanje čim višjega donosa za lastnike.

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

- **Strateške naložbe**, pri katerih se zasleduje **strateške in gospodarske cilje**. Minimalni delež v strateških naložbah znaša skladno s 1. odstavkom 14. člena ZSDH-1 50 % + 1 glas;
- **Pomembne naložbe**, pri katerih se zasleduje **razvojne in gospodarske cilje**. Minimalni delež v pomembnih naložbah znaša skladno s 2. odstavkom 14. člena ZSDH-1 25 % + 1 glas;
- **Portfeljske naložbe**, pri katerih se zasleduje izključno **gospodarske cilje**. S portfeljskimi naložbami lahko SDH prosto razpolaga.

V Strategiji upravljanja so podrobneje opredeljeni glavni vsebinski kriteriji za razvrščanje naložb. Ti so:

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

Upošteva se zgoraj navedene kriterije ima RS:

- strateške naložbe predvsem v naslednjih družbah:
  - družbe, ki izvajajo ključne infrastrukturne naloge,
  - družbe v dejavnostih, ki so pomembne za varno in stabilno oskrbo z viri in energijo ter operaterji javnih omrežij,
  - družbe, ki opravljajo pomembne javne storitve (GJS) ter
  - družbe, ki povečujejo konkurenčnost celotne gozdno-lesne vrednostne verige;
- pomembne naložbe v naslednjih družbah:
  - sistemske finančne institucije in skladi rizičnega kapitala,
  - loterija in igre na srečo,
  - razvojno in tehnološko pomembne družbe, ki obvladujejo ključne tehnologije, katerih ključne razvojne komponente želi RS ohraniti v Sloveniji ter
  - družbe, ki imajo pomembno vlogo pri povezovanju družb v dobaviteljske verige in internacionalizaciji gospodarstva.

#### 3.2. Strateški in razvojni cilji upravljanja

Poleg gospodarskih ciljev se pri upravljanju strateških in pomembnih naložb zasledujejo tudi strateško razvojni cilji upravljanja. Država ima lastniške deleže v družbah, ki izvajajo pomembne infrastrukturne naloge, ki razpolagajo z naravnimi monopoli in ki so operaterji javnih omrežij, s čimer skrbijo za širši družbeni interes in zagotavljajo dostop do storitev vsem subjektom pod enakimi pogoji. Na drugi strani ima država kapitalske naložbe v družbah, ki so nosilci gospodarskega razvoja in imajo pomembno vlogo pri povezovanju družb v verige vrednosti, pri prenosu znanja in tehnologije in internacionalizaciji gospodarstva. Cilj strategije upravljanja je, da z načrtnim, preglednim in učinkovitim upravljanjem kapitalskih naložb države pomembno prispeva k

uresničevanju usklajenih nacionalnih razvojnih prioritet v strateških razvojnih dokumentih, prek spodbujanja konkurenčnosti gospodarstva, tehnološkega prestrukturiranja v smeri inovativnih proizvodov in storitev z visoko tehnološko zahtevnostjo in visoko dodano vrednostjo ter prek spodbujanja stabilne oskrbe z viri, trajnostne pridelave hrane in trajnostnega turizma.

### 3.3. Cilji v LNU

#### 3.3.1. Izhodišča za določanje ukrepov in ravnanj za doseg ciljev LNU

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

- **temeljne usmeritve**, določene v Strategiji upravljanja;
- **temeljne cilje upravljanja**, zaradi katerih je bila posamezna naložba klasificirana v določeno temeljno skupino naložb;
- **strateške in razvojne cilje upravljanja**, ki jih določa Strategija upravljanja;
- **razvojne usmeritve**, ki so bile sprejete na ravni države ter **razvojni trendi**, ki jih je zaznati v konkurenčnem okolju, v katerem družbe s kapitalsko naložbo poslujejo;
- SDH pri pripravi tega dokumenta upošteva tudi **strategije in poslovne načrte**, ki so jih pripravile družbe same, če so družbe seznanile SDH z lastnimi strateško-planskimi dokumenti in so ti načrti skladni s cilji SDH. SDH jih v posebnem delu tega LNU pri posameznih družbah, kjer je to relevantno, v celoti ali v bistvenih delih povzema in se opredeljuje do tega, ali bo družbe glede strategije podpiral ali na pravno možen način poskušal vplivati na spremembo njihove strategije. SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države, ki so organizirane kot delniške družbe, omejen dostop do informacij, ker je po veljavnem pravu pravica delničarjev do obveščenosti omejena, kar se v posebnem delu LNU lahko kaže kot nepopolno povzemanje strateških ciljev in smeri razvoja za posamezno družbo. Če prognoza vseh relevantnih okoliščin ni ugotovljiva z zadostno mero verjetnosti, se smeri, ukrepe in ravnanja v LNU opredeljuje alternativno, v odvisnosti od nastopa določenih dogodkov.

SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države na razpolago le **korporacijsko-pravne vzvode**, ki izvirajo iz položaja delničarja oziroma družbenika. Pri upravljanju naložb je treba upoštevati tudi druge zakonske omejitve, ki so podrobneje razložene v poglavju 3.3.3. v nadaljevanju teksta;

#### 3.3.2. Glavni strateški temi pri upravljanju kapitalskih naložb države v letu 2022 - Pričakovanja SDH



##### Upravljanje, ki podpira trajnostno poslovanje družb



##### Industrija 4.0 in znanja prihodnosti

##### Upravljanje, ki podpira trajnostno poslovanje družb

Pri upravljanju trajnostnega poslovanja imamo vlogo vsi - vlada, SDH kot krovni upravljavec, podjetja, vlagatelji in posamezniki. SDH nosi svoj del odgovornosti, da spodbudi in kjer je potrebno, tudi pospeši zeleno transformacijo družb v svojem portfelju preko svojih upravljavskih pravic. Verjamemo, da gre ekonomska blaginja z roko v roki s trajnostnim poslovanjem slovenskega gospodarstva in družbe v upravljavskem portfelju SDH predstavljajo zajeten del tega gospodarstva. Številna podjetja v upravljavskem portfelju SDH že stopajo po poti implementacije trajnostnega poslovanja in znotraj tega ESG dejavnikov (**E** – okoljski, **S** – družbeni in **G** – upravljavski). Namen je, da SDH posredno v okviru svojih upravljavskih upravičenj spodbudi družbe s kapitalsko naložbo države, da trajnostno poslovanje vključijo v poslovne strategije in da podjetja ambiciozno postavijo cilje za zmanjšanje ogljičnega odtisa ter s pravočasno zeleno transformacijo zagotovijo dolgoročno konkurenčnost družbe ter dolgoročno vrednost za lastnika ob sodelovanju in vključevanju tudi ostalih deležnikov.

Glavno gonilo dekarbonizacije niso samo globalni cilji in cilji držav, temveč tudi zahteve strank, zaposlenih in širše skupnosti, pritisk vlagateljev in finančnih institucij, prav tako pa tudi razvoja tehnologije in znižanje operativnih stroškov z namenom še večje

učinkovitosti. Nekatere študije že izkazujejo, da upravljanje družb v smeri zniževanja emisij toplogrednih plinov izboljšuje njihovo finančno uspešnost.<sup>4</sup>

SDH je julija 2020 s priporočili in pričakovanji želel družbe v upravljalnem portfelju spodbuditi k ekonomski, družbeni in okoljski transformaciji poslovnih strategij/modelov, ki bi vodila do večje konkurenčnosti, manjših tveganj in do trajnostne uspešnosti na dolgi rok. SDH je z namenom spodbujanja trajnostnega poslovanja sprejel še druge ukrepe, ki se nanašajo na uvajanje dodatnih trajnostnih kazalnikov pri internem spremljanju poslovanja družb, v letne načrte upravljanja je pri posameznih družbah uvrstil dodatne kvalitativne cilje, prav tako pa je zadevno temo uvrstil tako na dnevni red periodičnih sestankov z družbami, kot tudi v program izobraževalnih srečanj. V letih 2021 in 2022 po tej poti stopa še bolj odločno.

V sistemu korporativnega upravljanja so uprave in nadzorni sveti družb odgovorni za dolgoročno odpornost podjetja v poslovnem okolju, ki se hitro spreminja tudi zaradi posledic podnebnih sprememb. Ena ključnih odgovornosti je nadzor in učinkovito upravljanje podnebnih tveganj in tudi priložnosti za zagotavljanje celotne uspešnosti družbe. Izkoriščanje priložnosti pri trajnostni transformaciji družb bo lahko pomembno zaznamovalo tudi konkurenčnost družb v prihodnje.

Integracija trajnostnega poslovanja v vse sisteme upravljanja na ravni družb je zato ključnega pomena za trajnostno uspešnost. Z namenom ohranjanja konkurenčnosti družb, z obvladovanjem tveganj in izkoriščanjem priložnosti, z vključevanjem finančne uspešnosti in izpolnjevanjem pričakovanj deležnikov, bodo morali organi vodenja in nadzora novo realnost vključiti v lastno kulturo delovanja, stalno krepiti kompetence s tega področja in tvorno medsebojno sodelovati pri doseganju trajnostne uspešnosti na dolgi rok.

Za družbe je torej pomembno, da imajo jasno opredeljeno stališče, kaj je za podjetje najbolj pomembno (vidik finančne bistvenosti za poslovanje in učinek dejavnosti), da imajo jasno povezavo trajnostne strategije z namenom družbe, postavljene cilje, mejnike in projekte oziroma partnerstva za doseg cilja in na koncu merjenje uspešnosti ter ustrezna razkritja.

#### Kvalitativni cilji v LNU 2022

- Družbe imajo vzpostavljen nadzor nad izvajanjem vseh ravni trajnostnega poslovanja, ki vključuje tudi implementacijo dejavnikov ESG s strani NS in vseh pristojnih komisij NS (npr. revizijska komisija, komisija za tveganja, komisija za strategijo, nominacijska komisija).
- Trajnostno poslovanje je integrirano v vse procese in je ključna odgovornost uprave.
- Merila za merjenje uspešnosti trajnostnega poslovanja so vključena tudi v sistem nagrajevanja poslovodstva družbe.
- Člani organov vodenja in nadzora se redno usposablja s področij trajnostnega poslovanja.
- Implementacija vseh vidikov trajnostnega poslovanja je vključena v načrt dela notranje revizije družb, funkcija skladnosti poslovanja (*compliance*) pa naj dopolnjuje okvir upravljanja tveganj in spremljanje usklajenosti družbe z zakonskimi in regulativnimi zahtevami na področju trajnostnega poslovanja ter internimi politikami.
- Implementacija ostalih priporočil in pričakovanj SDH glede trajnostnega poslovanja družb (7. in 8. poglavje Priporočil in pričakovanj SDH).
- Poseben poudarek znotraj priporočil naj bo na:
  - Pregledu izpostavljenosti glede na veljavne dokumente (npr. Nacionalni energetsko podnebni načrt (NEPN), Resolucija o Dolgoročni podnebni strategiji Slovenije do leta 2050 in ostali sektorski dokumenti na ravni države, Pripravljeni na 55, ...) in pripravi načrta razogličanja s cilji, ki sledijo zavezam in ambicijam Slovenije in EU na tem področju (cilji do 2025 in 2030 ter ambicije do 2050).
  - Opredelitvi bistvenosti (kaj je za podjetje najbolj pomembno z vidika finančne bistvenosti in učinka dejavnosti)<sup>5</sup>.
  - Uskladitvi strategije podjetja/poslovnega modela s »podnebno strategijo«.
  - Javne delniške družbe naj opravijo presojo o morebitnem ESG ratingu v srednjeročnem obdobju.

**Cilji SDH so naslovljeni na velike oziroma srednje velike družbe (družbe s kapitalsko naložbo države in odvisne družbe v skupini, v kateri ima položaj obvladujoče družbe družba s kapitalsko naložbo države).**

#### Industrija 4.0 in znanja prihodnosti

Industrija 4.0 spreminja način našega življenja in poslovanja družb. Pri tem nam odpira nove priložnosti. Tehnologije, kot so umetna inteligenca (AI), internet stvari (IoT), veriženje blokov (blockchain), napredna robotika in avtomatizacija, so skupaj s podatki (big data), poslovno analitiko in poslovanjem v oblaku v polnem teku in gonilo razvoja gospodarstva. Prednosti industrije 4.0 so v

<sup>4</sup> Vir: NY Stern, Center for Sustainable Business, [ESG and Financial Performance](#).

<sup>5</sup> Opredeljeno s Smernicami za nefinančno poročanje: dopolnilo o poročanju o informacijah, povezanih s podnebjem (2019).

izboljšani produktivnosti, učinkovitosti, prilagodljivosti, zmanjšanju stroškov, ustvarjanju možnosti za inovacije in višjih prihodkih. Na podlagi vseh prednosti se priporočajo nadaljnje investicije v tehnologije industrije 4.0<sup>6</sup>.

Ob nadaljevanju trenda digitalizacije, postaja vse pomembnejše področje tudi kibernetika, ki postaja velik izziv in skrb za državo, vsa podjetja in tudi posameznike. Epidemija covid-19 je še bolj izrazito pokazala, da je ena od prednostnih tem vsakega podjetja, da so podatki dobro zaščiteni. Družbe morajo storiti več, da okrepijo svojo kibernetiko pred možnimi vdori v sisteme in z njimi povezanimi škodami.

Ko družbe izkoriščajo naložbene priložnosti, ki jih prinaša industrija 4.0 in izvajajo pričakovanja svojih deležnikov v skladu s svojimi mandati, bi si morale zastaviti več vprašanj. Ali so zaposleni pripravljeni za industrijo 4.0, ob zavedanju, da nekaterih delovnih mest ne bo več ali pa bodo precej drugačna? Ali se vlaga dovolj napora v usposabljanje zaposlenih in v nova znanja? Za podjetja so in bodo še naprej pri tem ključni **kvalificirani zaposleni**, saj se s tem prispeva k uspešnosti podjetja, zadovoljstvu in krepitvi človeškega kapitala. Danes je to prednostna naloga vseh podjetij. Kadar podjetja ne vlagajo pravočasno v usposabljanje, izobrazbo, prekvalifikacijo zaposlenih, to lahko močno vpliva na njihovo poslovno uspešnost, ugled in sposobnost privabljanja talentov in zaposlenih nasploh. Prav tako lahko povzroči odliv zaposlenih, višje operativne stroške, povezane z njihovim zadrževanjem, zaposlovanjem in razvojem. Načrt usposabljanj mora biti premišljen, tako da zaposlenim pomaga pri ustreznem nadgrajevanju znanj, pomembnih za poslovanje in razvoj posameznega podjetja.

**SDH je upošteva trende razvoja gospodarstva, pričakovanja javnosti in širšega družbenega pomena trajnostnega poslovanja in posameznih dejavnikov ESG, posebej kot strateške opredelil tri kazalnike, po en kazalnik za vsak dejavnik oziroma temo, katerim bo v prihodnosti posvetil upravljavsko pozornost, si prizadeval za napredek ter dosežke transparentno izpostavil tudi na ravni celotnega upravljalškega portfelja.** Trajnostna uspešnost vodi v finančno uspešnost in zato želi SDH v prihodnosti na ravni portfelja, poleg kazalnika ROE in dividendnosti kapitala portfelja, izpostaviti tudi izbrane kazalnike trajnostnega poslovanja<sup>7</sup>.

## 1. Znotraj teme E: OGLJIČNI ODTIS

Za vse pomembne toplogredne pline (npr. ogljikov dioksid - CO<sub>2</sub>, metan - CH<sub>4</sub>, di-dušikov oksid - N<sub>2</sub>O ter tako imenovani F-plini.) se poroča v metričnih tonah ekvivalenta ogljika (tCO<sub>2</sub>e) po Protokolu toplogrednih plinov: Obseg 1, Obseg 2 in Obseg 3. Emisije toplogrednih plinov so glavno gonilo naraščajočih globalnih klimatskih sprememb in so zato v glavnem fokusu politik, regulative, poslovnih modelov in tehnoloških odzivov za omejevanje podnebnih sprememb. GHG protokol je skladen s cilji Pariškega podnebnega sporazuma.

**Emisije toplogrednega plina (GHG emissions) – KAZALNIK GRI 305:1-3, TCFD, GHG Protokol <https://ghgprotocol.org/>**

Družbe določijo izhodiščno vrednost (in cilj zmanjšanja) za emisije toplogrednih plinov po GHG protokolu:

- najmanj **Obseg 1**: neposredne emisije toplogrednih plinov iz virov, ki so v lasti podjetja ali pod njegovim nadzorom, in **Obseg 2**<sup>8</sup>: Posredne emisije toplogrednih plinov, ki nastanejo pri proizvodnji pridobljene in porabljene električne energije, pare, toplote ali hlajenja (skupaj imenovani „električna energija“),

- **cilj glede absolutnih emisij toplogrednih plinov (doseženo število metričnih ton CO<sub>2</sub>e in odstotno zmanjšanja glede na referenčno leto).** Z določitvijo ciljev se zagotovita usmeritev in struktura okoljske strategije. Ta ključni kazalnik uspešnosti pomaga razumeti zaveze podjetja k zmanjšanju emisij ter kaže, ali ima podjetje cilj, v smeri katerega usklajuje in usmerja svoja prizadevanja v zvezi z emisijami.

**SDH pričakuje, da bodo do konca tretjega kvartala leta 2022 družbe s kapitalno naložbo države, ki se uvrščajo med TOP20 upravljalškega portfelja SDH, zaradi specifičnosti poslovanja pa tudi druge družbe, če ustreznega sistema merjenja v pričakovanem obsegu še nimajo vzpostavljenega, le-tega vzpostavile ter rezultate za leto 2021 posredovale tudi SDH. Prav tako se pričakuje, da družbe, ki tega še niso storile, do konca tretjega kvartala 2022 ali najkasneje do konca oktobra 2022 na podlagi ugotovljene izhodiščne vrednosti oblikujejo tudi načrt razogljičenja z opredelitvijo kratkoročnih, srednjeročnih in dolgoročnih ciljev do 2025, 2030 in ambicij do 2050 z morebitnimi dodatnimi vmesnimi mejniki ter ga posredujejo tudi SDH.**

## 2. Znotraj teme G: RAZNOLIKOST ORGANOV VODENJA IN NADZORA - po spolu

<sup>6</sup> Priporočila za rast produktivnosti na ravni družb navajajo tudi avtorji raziskav Achieving growth that matters (ur. Domadenik Muren, Koman, Redek, 2021).

<sup>7</sup> Kazalniki so bili izbrani glede na konsistentnost z obstoječimi mednarodnimi okvirji in standardi, glede na pomen pri dolgoročnem ustvarjanju vrednosti, univerzalnosti znotraj raznolikega portfelja ter javnimi zavezami SDH (kot npr. spolna raznolikost v organih vodenja in nadzora). Izbrani kazalniki ne predstavljajo celovitega spremljanja družb na področju trajnostnega poslovanja.

<sup>8</sup> Glede na razvoj regulative in tehničnih standardov EU na področju poročanja Obsega 3 GHG Protokola in predvidene uveljavitve v letu 2023 naj le-to dejstvo družbe ustrezno upoštevajo in pravočasno izvajajo svoje aktivnosti pripravljenosti na to.

**Spodbujanje socialne in ekonomske vključenosti**, ne glede na starost, spol, invalidnost, raso, narodnost, vero ali drug status je pomemben vidik dobrega upravljanja ljudi. Spol, etnična in kulturna raznolikost, zlasti znotraj odločevalcev, je tesno povezana s finančno in nefinančno uspešnostjo poslovanja družb ter stabilnostjo podjetij po vsem svetu. Bolj raznolika podjetja lahko bolje inovirajo, pritegnejo vrhunske talente, izboljšajo svojo usmerjenost k strankam, izboljšajo zadovoljstvo zaposlenih in „varovanje“ družbene licence za poslovanje (*social licence to operate*). Vključenost in raznolikost bosta verjetno postala jedro poslovnega modela organizacij v prihodnosti<sup>9</sup>. SDH zato pričakuje, da bodo družbe s kapitalsko naložbo države pomen raznolikosti ustrezno obravnavale in tudi v povezavi s potrebami in specifičnostjo svojega poslovanja naslovile to področje z opredelitvijo kategorij spremljanja raznolikosti, merjenjem in določitvijo ciljev na tem področju, skladno z GRI standardom 405-1b: Raznolikost in vključenost (%): Odstotek zaposlenih po kategorijah zaposlenih, po starostni skupini, spolu in drugih kazalnikih raznolikosti. Navedeno raznolikost bo SDH spremljal v okviru svojih rednih upravljavskih aktivnosti.

**Eden izmed pomembnih segmentov raznolikosti za uspešnost družbe je spolna raznolikost organov vodenja in nadzora.** Raven spolne raznolikosti v organih vodenja in nadzora še ni na pričakovani ravni in vsakdo v sistemu korporativnega upravljanja nosi odgovornost za dvig deleža manj zastopanega spola. Nadzorni sveti družb, ki so zavezane revidiranju, naj bi v skladu s 70. členom ZGD-1 in priporočili kodeksov upravljanja v politiki raznolikosti organov vodenja in nadzora natančneje opredeli ciljno spolno raznolikost, časovni okvir in tudi načine za doseganje tega cilja. SDH kot krovni upravljevalec družb s kapitalsko naložbo države lahko v okviru upravljavskih upravičenj pomembno prispeva k spolni raznolikosti organov vodenja in nadzora. Zavedanje pomena tega področja je SDH že potrdil s pristopom k Pobudi za prostovoljno doseganje ciljne spolne raznolikosti, ki jo podpirajo tudi ZNS, ZM, LISE in Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve. Cilj te pobude je doseganje spolne raznolikosti do konca leta 2026: 40 % za člane nadzornih svetov in skupaj 33 % za člane nadzornih svetov in uprav manj zastopanega spola v javnih delniških družbah in družbah v državni lasti. **SDH pričakuje, da bodo pristojni organi družb s kapitalsko naložbo države in tudi odvisnih družb v skupini, v kateri ima položaj obvladujoče družbe družba s kapitalsko naložbo države, pri tem prevzema SDH zaveze v okvirih upravljavske pristojnosti tudi sam, sprejemali odločitve na način, da bodo, začeni z letom 2022 vlagali potrebne napore v doseg cilja 40 % za člane nadzornih svetov in skupaj 33 % za člane nadzornih svetov in uprav manj zastopanega spola. Potrebno se je namreč zavedati, da so člani organov vodenja in nadzora imenovani za mandat, običajno v razponu 4 do 6 let, kar pomeni, da je že v letu 2022 potrebno v postopkih predlaganja oziroma imenovanja novih članov upoštevati prizadevanje za doseg pričakovane ciljne vrednosti.**

#### **KAZALNIK (GRI 405-1b)**

##### **Raznolikost in vključenost (%)**

Odstotek zaposlenih po kategorijah zaposlenih, po starostni skupini, spolu in drugih kazalnikih raznolikosti.

##### **Spolna raznolikost organov vodenja in nadzora v % manj zastopanega spola**

Cilj: **40 % za člane nadzornih svetov in skupaj 33 % za člane nadzornih svetov in uprav manj zastopanega spola v vseh družbah s kapitalsko naložbo države do konca leta 2026.**

### **3. Znotraj teme S: VLAGANJE V RAZVOJ ZAPOSLENIH**

Poleg dejstva hitrega razvoja novih tehnologij, pospešene digitalizacije, velike konkurenčnosti trga, sprememb kadrovske politike zaradi spreminjajočih se vrednot in pričakovanih zaposlenih, SDH že nekaj let pri spremljanju poslovanja družb, tudi v pogovorih s predstavniki družb na periodičnih sestankih, zaznava vedno večja kadrovska tveganja, vezana na zagotovitev zadostnega in ustrezno usposobljenega ter zavzetega kadra, tako z vidika tveganj ohranitve obstoječega kadra, kot z vidika tveganj zagotovitve specifičnih znanj prihodnosti in povezanih novih zaposlitev, predvsem zagotovitve mladih talentov.

**SDH iz navedenih razlogov posebej naslavlja pričakovanje do družb s kapitalsko naložbo države in tudi odvisnih družb v skupini, v kateri ima položaj obvladujoče družbe družba s kapitalsko naložbo države, da družbe z vso potrebno skrbnostjo v okviru kadrovske strategije, upoštevajo pričakovani razvoj družbe, napovedi poslovanja za naprej, aktivnosti konkurence na trgu in z namenom izkoriščanja naložbenih priložnosti, ki jih prinaša industrija 4.0 kot tudi zelena transformacija, prepoznajo tako kritična kot tudi vsa potrebna znanja ter spretnosti, pripravijo in izvajajo ustrezne načrte usposabljanj, vlagajo v izgradnjo kulture stalnega učenja in se osredotočajo na prilagodljivost in odpornost. Področja izobraževanja se na ravni družb razlikujejo, zato bo SDH na ravni portfelja spremljal dosežen rezultat po kazalniku GRI 404-1 na ravni celokupnega izobraževanja na zaposlenega. Splošna usmeritev je, da se raven usposobljenosti zaposlenih z znanji prihodnosti ustrezno povečuje skladno z razvojem in potrebami družbe. V okviru rednega upravljanja bo SDH spremljal izvajanje ciljev, ki so si jih zastavile družbe, navedeni kazalnik bo spremljal tudi ločeno po družbah, upoštevaje specifičnost poslovanja in tveganj zadevnega področja za uspešnost poslovanja družbe ter pri tem po presoji oblikoval ustrezna pričakovanja.**

#### **KAZALNIK GRI 404-1**

**Znanja za prihodnost: Izvedena usposabljanja.**

<sup>9</sup> Povzeto po *Measuring Stakeholder Capitalism – Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation (2020)*.

**Povprečne ure usposabljanja na osebo v organizaciji na leto = skupno število ur izobraževanja zagotovljeno zaposlenim/skupno število zaposlenih.**

Znotraj tega kazalnika lahko družba kategorizira po zaposlenih kot tudi po pomembnih temah izobraževanj (digitalizacija in inovativnost, zelena transformacija, upravljanje tveganj, strategija, sektorsko pomembne vsebine....).

### 3.3.3. Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države

SDH upravlja kapitalске naložbe države v skladu z zakoni in predpisi ter sprejetimi akti upravljanja. Na določena pravila oziroma zakonske rešitve je možno gledati kot na omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb, ki pa imajo tudi svoj (pogosto varovalni) namen. Pri tem se izpostavlja naslednje omejitve pri upravljanju:

- V določbi 3. odstavka 20. člena ZSDH-1 je določeno, da SDH ne sme posegati v neodvisnost organov družb, predvsem pa ne sme posegati v posamezne poslovne in vodstvene odločitve.
- V poglavju 3.3.1. je pojasnjeno, da pomembnejšo omejitev pri upravljanju predstavljajo določbe ZGD-1 o omejeni informacijski pravici delničarja. Ko gre za javne družbe, je treba upoštevati tudi določbe ZTFI.
- SDH mora upoštevati določbe prevzemne zakonodaje, ki silijo delničarja, da objavi prevzemno ponudbo za vse preostale delnice, ki jih še nima, ko doseže prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag. SDH ne more povečevati udeležbe države v ciljni družbi čez prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag, če ob tem ne obstaja pripravljenost za potencialni odkup vseh preostalih delnic ciljne družbe.
- SDH mora upoštevati določbe zakona, ki ureja preprečevanje omejevanja konkurence. Pri koncentraciji, pri kateri je izpolnjen poleg pravnega pogoja tudi ekonomski pogoj, mora opraviti prijavitev le-te pristojni agenciji in odložiti izvajanje koncentracije do izdaje odločbe o skladnosti koncentracije s pravili konkurence. SDH se izogne koncentraciji, če meni, da je ta sporna z vidika konkurenčno-pravnih pravil oziroma predlaga agenciji določene korektivne ukrepe oziroma sprejme zaveze.
- SDH mora pri določenih upravljavskih ukrepih upoštevati pravila o državnih pomočeh. Slednja je treba upoštevati tudi v postopkih prodaje kapitalskih naložb, kar med drugim pomeni, da v prodajni pogodbi praviloma ni mogoče kupca zavezati k izpolnitvi nefinančnih zavez. Pravila o državnih pomočeh mora SDH upoštevati tudi v postopkih nakupa kapitalskih naložb.
- SDH mora upoštevati Strategijo upravljanja, v okviru katere se ukrepi upravljanja določajo v vsakokratnem LNU.
- V skladu z ZPPDFT-1 mora SDH pri določenih pravnih poslih opraviti pregled stranke in ugotoviti dejanskega lastnika, iz česar lahko izhajajo omejitve pri sklepanju transakcij z določenimi potencialnimi strankami.

**Politika prejemkov članov organov vodenja** je med ključnimi vzvodi za motiviranje poslovodstva pri uresničevanju ciljev in strategije družbe in je lahko pomembno orodje, s katerim lastniki poskušajo poravnati interese poslovodstva s svojimi interesi ter vzpodbujajo poslovodstvo k dolgoročnemu uspehu in trajnostni naravnosti družbe. Novela ZGD-1K, ki je stopila v veljavo dne 24. 2. 2021, je za družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu, od 24. 8. 2021 dalje predvidela, da se politika prejemkov organov vodenja in nadzora oziroma izvršnih direktorjev takih družb mora oblikovati in predložiti v glasovanje skupščini za odobritev, pri čemer je tako glasovanje o politiki prejemkov na skupščini zgolj posvetovalno. Če skupščina predlagane politike prejemkov ne odobri, družba na naslednji skupščini v glasovanje predloži spremenjeno politiko prejemkov. Družba članom organov vodenja in nadzora ter izvršnim direktorjem določi prejemke le v skladu s politiko prejemkov, ki je bila predložena v glasovanje za odobritev na skupščini.<sup>10</sup> Navedeno se lahko uporabi tudi za druge družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če tako določa statut te družbe ali če tako odloči skupščina te družbe.

Glede na to, da politiko prejemkov v družbah v neposredni in posredni večinski lasti SDH/RS dejansko ureja že ZPPOGD, SDH na skupščinah navedenih družb doslej ni sprejemal politik prejemkov članov organov vodenja. Namesto skupščine so zato v večini družb s pomembnejšo kapitalsko udeležbo države politiko prejemkov sprejeli nadzorni sveti. SDH ocenjuje, da nove okoliščine urejanja tega področja ter dosedanje izkušnje izvajanja ZPPOGD usmerjajo v sistemsko prevetritev in vzpostavitev prenovljenega sistema prejemkov članov organov vodenja v družbah s kapitalsko naložbo države, kateremu okvirju oziroma usmeritvam bo nato sledil SDH v okviru izvajanja upravljavskih aktivnosti. SDH že izvaja pripravljalne aktivnosti in sicer predhodno analizo obstoječega sistema. Kot zametek dela te prenove je možno razumeti tudi v letu 2020, v okviru Priporočil in pričakovanj SDH, izdana priporočila SDH za sprejem pravil o drugih pravicah članov organov vodenja. Dejanski rezultat sistemskih sprememb bo odvisen tudi od zunanjih dejavnikov, predvsem od politične volje, na eni strani Vlade RS z vidika 23. člena ZSDH-1 in/ali pristojnega ministrstva, Vlade RS in Državnega zbora RS glede sprememb oziroma prenove ZPPOGD.

Po noveli ZGD-1K morajo družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu, od dne 24. 8. 2021 dalje pripraviti tudi **poročilo o prejemkih za zadnje poslovno leto**, ter ga predložiti skupščini na enak način kot letno poročilo, skupščina pa ima

<sup>10</sup> Pred novelo ZGD-1K je ZGD-1 določal, da je skupščina lahko sprejela politiko prejemkov članov organov vodenja in ta je bila takrat zavezujoče narave.

pravico do posvetovalnega glasovanja. Poročilo o prejemkih vsebuje celovit pregled prejemkov, vključno z vsemi ugodnostmi v kakršni koli obliki, ki jih je družba posameznemu članu organa vodenja in nadzora ter izvršnemu direktorju zagotovila ali dolgovala v zadnjem poslovnem letu, v skladu s politiko prejemkov, odobreno na skupščini na zgoraj navedeni način. Družba v naslednjem poročilu o prejemkih pojasni, kako se je glasovanje skupščine upoštevalo. Novela ZGD-1K je še določila, da pri majhnih in srednjih družbah tako sprejetje sklepa skupščine ni potrebno, če se poročilo o prejemkih za zadnje poslovno leto predstavi kot posebna točka dnevnega reda za razpravo na skupščini, lahko pa statuti teh družb ali same skupščine odločijo drugače.

SDH se s prejemki poslovnih oseb v posameznem poslovnem letu sicer seznanijo preko letnih poročil družb in na rednih letnih skupščinah družb, pri čemer pričakuje, da so prejemki razkriti skladno z določili 294. člena ZGD-1 in Kodeksa SDH. SDH pri obravnavi politike prejemkov zastopa stališče, da mora biti politika prejemkov družbe skladna z ZPPOGD (za družbe, ki so ga zavezane spoštovati) in z 270. členom ZGD-1, ki določa, da morajo biti prejemki posameznega člana uprave v sorazmerju z njegovimi nalogami in finančnim stanjem družbe.

Novela ZGD-1K je prinesla tudi spremembo, da **morajo od dne 24. 5. 2021 dalje tudi srednje in velike družbe, ki so subjekt javnega interesa (SJI) in organizirane kot družbe z omejeno odgovornostjo, imeti nadzorne svete in revizijske komisije** (razen če uveljavijo eno od predpisanih izjem). Ker za te družbe sistem prejemkov za člane organov nadzora, kot ga določa Kodeks SDH in ki temelji na določbi 284. člena ZGD-1, ki določa, da mora biti plačilo v ustreznem razmerju z nalogami članov nadzornega sveta in finančnim položajem družbe, ne odraža ustreznega razmerja med prejemki in nalogami članov nadzornega sveta in finančnim položajem družbe, je SDH z namenom enotnega pristopa pri prilagoditvi sistema prejemkov za organe nadzora maja 2021 oblikoval in izdal posebna priporočila za ureditev prejemkov za člane nadzornih svetov teh družb. **Priporočila za ureditev prejemkov za člane NS v SJI**, ki so ustanovljeni zaradi ZGD-1K, tako izhajajo iz sistema prejemkov za člane nadzornih svetov, kot ga ureja Kodeks SDH, ter hkrati priporočajo pristop, po katerem naj družbe za novoustanovljene nadzorne svete ocenijo "preostalo stopnjo zahtevnosti nalog in odgovornosti" članov nadzornega sveta. Preostala stopnja zahtevnosti nalog in odgovornosti je ocenjena stopnja pričakovane zahtevnosti nalog in odgovornosti v konkretni družbi glede na običajno stopnjo zahtevnosti nalog in odgovornosti v tipični gospodarski družbi, ki je v upravljanju SDH, primerljive velikosti in se odrazi v odstotkih. Priporočila opredeljujejo tudi merila, na podlagi katerih se ta stopnja oceni. Priporočila prepuščajo oceno zahtevnosti nalog in odgovornosti nadzornih svetov družbam samim (skupščinam oziroma ustanovitelju).

## 4. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI

Mednarodni denarni sklad napoveduje<sup>11</sup>, da bo svetovno gospodarstvo v letu 2022 zraslo za 4,9 %, v letu 2023 pa 3,5 %. Po osnovnem scenariju naj bi gospodarska rast v razvitih ekonomijah sveta v letu 2022 znašala 4,4 %, v razvijajočih se ekonomijah pa 5,2 %. Za leto 2021 napoveduje rast BDP svetovnega gospodarstva za 6,0%. Rast gospodarske aktivnosti bo višja v razvijajočih se državah sveta, kjer naj bi ta znašala 6,3 %, medtem ko naj bi rast v razvitih državah znašala 5,6 %. Za evro območje IMF za leto 2021 napoveduje rast BDP za 4,6 %, v letu 2022 pa rast za 4,3 %, za Evropsko Unijo pa rast 4,7 % v letu 2021 in rast 4,4 % v letu 2022. Za ZDA se v letu 2021 pričakuje 7,0 % rast gospodarske aktivnosti, v letu 2022 pa rast v višini 4,9 %.

Poleg fiskalnih ukrepov, ki so že bili izvedeni s strani posameznih držav oziroma regije v boju s korona krizo, bo gospodarska rast na globalni ravni odvisna od uspešnosti koriščenja programov okrevanja, ki so v teku in od nadaljnjih ukrepov pomembnejših centralnih bank, pri čemer ukrepi, ECB in FED najbolj premikajo svetovne finančne trge. Analitiki, ki so vključeni v raziskavo finančnega portala *Bloomberg*, napovedujejo depozitno obrestno mero ECB konec leta 2021 pri -0,5 % (mediana vrednosti ocen), toliko naj bi znašala tudi konec leta 2022 in 2023. Trenutno znaša pri ECB depozitna obrestna mera -0,5 %. S strani posameznih komercialnih bank v Sloveniji so bile uvedene ležarine tudi za fizične osebe, pri čemer so bili nivoji začetka zaračunavanja ležarin znižani tudi do 100.000 eur. Analitiki *Bloomberg*-a napovedujejo temeljno obrestno mero ECB v višini 0 %, in sicer v letih 2021, 2022 ter 2023. Finančni trgi bodo tako bolj pozorni na konkretnije informacije s strani ECB glede časovnice umika stimulacijskega programa. FED je v letu 2021 temeljno obrestno mero držal med 0 in 0,25%. Analitiki zgornjo mejo intervala temeljne obrestne mere FED konec leta 2021 in 2022 napovedujejo pri 0,25 %, v 2023 pa pri 0,75 %. FED je na zasedanju v septembru 2021 dejal, da bo covid-19 stimulacijski program (kupovanje obveznic), končan približno v sredini leta 2022, pri čemer naj začetek dvigovanja temeljne obrestne mere ne bo vezan zgolj na dan dogodek. Kljub različnim mnenjem glede začetka dvigovanja temeljne obrestne mere strani odločevalcev v komiteju FED, je FED trgom podal nekoliko bolj jasno sliko glede obetov prihodnje monetarne politike kot ECB. Pri preučevanju prihodnjih odločitev ECB, glede sprememb monetarne politike, neznanko predstavlja obravnava nivoja inflacije nad 2 % v obziru horizonta merjenja inflacije in prepričanja ECB, da se bo inflacija stabilizirala pri 2 % tudi v srednjeročnem obdobju.

Tabela 2: **Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK, analitiki)**

Indikator (v %)	2017	2018	2019	2020	Napoved 2021	Napoved 2022	Napoved 2023
Realni BDP (napoved analitikov)	4,8	4,4	3,3	-4,2	4,9	4,6	3,5
UMAR					6,1	4,7	3,3
EK					5,7	5,0	
OECD					3,5	4,6	
CPI inflacija (napoved analitikov)	1,4	1,7	1,6	-0,1	1,4	1,5	1,6
UMAR					1,4	2,0	1,9
EK					1,4	1,7	
OECD					0,8	1,1	

Vir: *Bloomberg*, *UMAR*, *SURS*.

Po napovedih (osnovni scenarij) UMAR bo gospodarska rast v Sloveniji v letu 2021 močno pozitivna, kar je posledica odboja gospodarske aktivnosti navzgor po padcu BDP v 2020 (covid-19). Pri blaženju negativnih učinkov epidemije so bili pomembni ukrepi sprejeti v sklopih PKP zakonodaje, na prihodnjo gospodarsko aktivnost pa bo poleg prihodnjega stanja epidemije vplivalo tudi ustrezno prestrukturiranje gospodarstva v sklopu izhoda iz krize, ki naj bi vključeval zeleni in digitalni prehod. Pri tem prehodu bo pomembno tudi črpanje sredstev iz Sklada za okrevanje in odpornost in drugih EU sredstev.

UMAR za leto 2021 pričakuje relativno visoko gospodarsko rast, ki pa naj bi se v letih 2022 in 2023 nekoliko umirila. V 2021 je okrevanje prisotno v dejavnostih, ki so povezane z mednarodno menjavo (promet, predelovalne dejavnosti), povečujejo se investicije v opremo in stroje, rasteta izvoz in uvoz. V nekaterih dejavnostih (npr. dejavnosti vezane na mednarodno menjavo) je raven aktivnosti celo višja kot je bila pred krizo, v drugih dejavnostih, kjer je sicer prisotno okrevanje (razvedrilne, športne storitve, gostinstvo), pa je nivo aktivnosti še vedno pod ravno pred epidemijo. Pričakuje se, da bo gospodarska aktivnost že v letu 2021 preseгла raven iz leta 2019, pri čemer bodo posamezne dejavnosti predkrizne nivoje po večini dosegle v letu 2022. Zaradi specifičnih razmer, ki vladajo v turizmu, pa bo predkrizna raven aktivnosti v dani panogi dosežena kasneje. V letu 2021

<sup>11</sup> Vir: IMF, julijska napoved 2021.



(brezposelnost naj bi bila le za 2 % večja kot v 2019) in v prihodnjih dveh letih naj bi se izboljšale razmere na trgu dela. Inflacija naj bi v 2021 dosegla 1,4 %, v 2022 pa 2%. V letu 2023 naj bi na inflacijo vplivala rast cen storitev in višje cene neenergetskih surovin. V letu 2022 UMAR predvideva višjo rast zasebne potrošnje, ki bo posledica izboljšanih zdravstvenih razmer, zmanjšanja negotovosti, povečanega obsega potovanja in boljših razmer na trgu dela (povečanje razpoložljivega prihodka). Povečale naj bi se tudi gradbene investicije, ki jih bodo spodbujale državne naložbe (sredstva EU), zasebne investicije, ki bodo omogočene zaradi nizke zadolženosti ter stanovanjske investicije. Rast državne potrošnje naj bi se v 2022 in 2023 postopno zniževala (visoki izdatki za epidemijo v 2020 in 2021). Medtem, ko bosta skupen izvoz in uvoz dosegla ravni izpred krize že v 2021, je pri storitvah prognoza nekoliko slabša. Uvoz in izvoz storitev bosta močnejše okrevala v letu 2022, pri čemer bo le uvoz storitev v 2022 presegel raven iz leta 2019. Prihodnje gibanje gospodarske aktivnosti bo odvisno od nadaljnega poteka epidemije (obseg omejitvenih ukrepov), obsega državnih naložb (gradbeništvo), omejitev na strani ponudbe (predelovalne dejavnosti) in zasebne potrošnje. Zaradi izvozno usmerjene slovenskega gospodarstva bodo na raven aktivnosti vplivale tudi epidemiološke razmere (omejitveni ukrepi) v tujini. Prihodnje gibanje gospodarske aktivnosti bi lahko ogrozila tudi višja inflacija, ki bi jo generiralo hitrejšo okrevanje povpraševanja in dlje trajajoče omejitve v ponudbi na globalni ravni. Kot generatorje višje gospodarske rasti od osrednje napovedi velja izpostaviti možnost trajnejšega izboljšanja epidemioloških razmer, kar bi sprožilo večje trošenje s strani gospodinjstev (sproščanje prihrankov) ter višje investicije (višja stopnja zaupanja). Dodatna spodbuda bi bila tudi višja svetovna in evropska gospodarska rast (pri glavnih trgovinskih partnericah) in uspešno prestrukturiranje gospodarstev (učinkovita raba sredstev iz načrta za okrevanje in odpornost v Evropi). Gospodarsko rast v Evropi naj bi poganjali fiskalni in monetarni ukrepi, zasebna potrošnja in naložbe.

Tabela 3: **Makroekonomske napovedi za Euro območje s strani ECB**

Indikator (v %)	2017	2018	2019	2020	Napoved 2021	Napoved 2022	Napoved 2023
Realni BDP	2,6	1,9	1,5	-6,3	5,0	4,6	2,1
CPI inflacija	1,5	1,8	1,2	0,3	2,2	1,7	1,5

Vir: Bloomberg.

Globina padca BDP v Euro območju je v letu 2020 bila znatna pri čemer je korona kriza dodatno izpostavila nepripravljenost evropskega gospodarstva na krizo in na številne strukturne probleme evropskih gospodarstev. V določenih evropskih gospodarstvih so v krizo vstopili nepripravljeni, prezadolženi, z nerazrešenimi težavami iz preteklosti, strukture nacionalnih gospodarstev so preveč slonele na posameznih panogah oz. so te panoge imele preveliko utež (npr. turizem) v nacionalnem gospodarstvu. Globina padca BDP v Euro območju, ki je večja kot v razvitih ekonomijah sveta (- 4,6 % BDP v 2020), je posledica tudi premajhnih ali nepravčasno izvedenih fiskalnih ukrepov posameznih evropskih vlad pri soočenju s krizo. Na problematično stanje v Euro območju kaže tudi ocena gospodarske rasti v letu 2021, ki ne bo pokrila upada gospodarske aktivnosti iz leta 2020, medtem ko bodo svetovne razvite ekonomije v povprečju porasle za več (rast BDP v 2021 pri 5,6 %) in bodo pokrile krčenje svojih gospodarstev v 2020. Globlji padec BDP v času krize in počasnejši odboj navzgor v času okrevanja predstavljajo velik problem za Euro območje z vidika svetovne konkurenčnosti in pomena Evrope kot enega izmed centrov svetovne gospodarske moči. Prav zaradi omenjenih napak iz preteklosti in neustreznih odzivov posameznih evropskih vlad na prvi val epidemije je za Euro območje ključno, da sredstva, ki bodo plasirana v sklopu Sklada za okrevanje in odpornost porabi uspešno in učinkovito, tudi z vidika zelenega in digitalnega prehoda, ki bo evropsko gospodarstvo naredil konkurenčnejše, odpornejše in uspešnejše v prihodnosti. Zavedanje, da finančni sistem in s tem posredno tudi gospodarstvo potrebujejo podporo monetarne politike ECB, se kaže tudi v dejstvu, da ECB ne hiti z umikom stimulacijskega programa ter da, kljub povečanju inflacijskih pritiskov v sredini leta 2021, finančne trge miri, da ne bo dvignila temeljne obrestne mere, dokler ne bo prepričana, da je inflacija nad 2 % permanentna skozi celotno obdobje njenega horizonta preučevanja inflacijskih pritiskov v obziru prihodnjega potrebnega ukrepanja monetarne politike. Evropa potrebuje v prihodnjih letih ugodne gospodarske razmere, saj je zadolženost zaradi fiskalnih ukrepov, ki so jih evropske vlade sprejele za blaženje negativnih vplivov pandemije rezultirala povečanju javnega dolga, ki v povprečju znaša 100 % BDP (v posameznih državah več, v drugih manj). Za leto 2022 se tako predvideva, da bo BDP porasel na krilih umiritve obsega omejitvenih epidemioloških ukrepov, upada negotovosti in globalnega ekonomskega okrevanja. Pozitivni vpliv na gospodarsko rast naj bi dali tudi podpora monetarna ter fiskalna politika, investicije povezane z evropskim svežnjem Next Generation EU in prenehanje težav v globalni dobaviteljski verigi. Največji pospešek gospodarski rasti naj bi dala zasebna potrošnja (manj varčevanja, izboljšanje dohodkov), za katero se pričakuje preseganje nivoja 2019 že v prvem kvartalu 2022. Poslovne investicije naj bi po predvidevanjih ECB dosegle nivo iz leta 2019 že konec leta 2021. Brezposelnost naj bi po oceni ECB v začetku leta 2023 padla pod nivo, ki je bil prisoten v obdobju pred korona krizo. Projekcije, ki jih je pripravila ECB so odvisne predvsem od vpliva, ki jih bo covid-19 imel v Evropi in drugod po svetu.

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

Indikator (v %)	2017	2018	2019	2020	Napoved 2021	Napoved 2022	Napoved 2023
Realni bruto domači proizvod (BDP)	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,9	3,8	2,5
Indeks cen življenjskih potrebščin (dejanska inflacija CPI indeks, napoved indeks Core PCE)	2,1	2,5	1,8	1,2	3,7	2,3	2,2

Vir: *Bloomberg*.

FED v letu 2021 za ekonomijo ZDA napoveduje močan odboj navzgor, po krčenju gospodarske aktivnosti v letu 2020, pri čemer je potrebno izpostaviti, da bo ocenjena rast BDP v 2021 več kot pokrila izpad zaradi negativnih učinkov korona virusa v letu 2020. Ekonomija ZDA tako ob primerjavi dejanskih podatkov glede BDP v 2020 in ob primerjavi ocen glede gibanja BDP 2021 izkazuje bistveno boljše stanje kot ekonomija Euro območja, s čimer ekonomija ZDA pridobiva napram ekonomiji Euro območja z vidika teže in konkurenčnosti na globalnem trgu. Finančni trgi bodo s pozornostjo spremljali odločitve FED glede dviga temeljne obrestne mere, pri čemer so mnenja odločevalcev na FED različna, spregledati pa ne gre trenutnih inflacijskih pritiskov in napovedi glede gibanja inflacije v prihodnosti. Na sestanku v mesecu septembru 2021 je 9 članov FOMC (Federal Open Market Committee) komiteja FED predvidevalo povečanje obrestne mere v 2022, a hkrati je v FOMC tudi 9 članov, ki ne pričakujejo dviga obrestne mere v 2022. Glede na izenačeno pozicijo med odločevalci o prihodnji višini obrestne mere, bo pomembna odločitev predsednika Biden-a ali predsednika FED Powell-a, ki se mu v 2022 izteče mandat, ponovno imenuje (predsednik FED je član FOMC). Vsi razen enega člana FOMC pričakujejo vsaj en dvig obrestne mere do konca 2023. Poleg datuma dviga obrestne mere bodo na finančne trge vplival tudi tempo dvigovanja obrestne mere. Pri odločitvah glede obrestne mere bodo zanimivo spremljati tolmačenje FED glede relevantnega referenčnega obdobja, ko naj bi inflacija znašala ciljnih 2 % oz. bila nad dano mejo kar mi zahtevalo dvig obrestne mere. Mnenja med odločevalci na FED so sicer bolj usklajena glede ocene stanja trga dela (pomembno v obziru delovanja FED in spremljanja izhoda iz korona krize), ki naj bi po mnenju večine odločevalcev trg dela (tudi s pomočjo stimulacijskih finančnih ukrepov, ki jih izvaja FED) že dosegel znaten napredek. Dane ugotovitve so zelo pomembne v obziru analiz, kako in kdaj se bo FED odločil glede nadaljevanja stimulacijskega programa (zmanjšanje programa, datum končanja programa itd.).

## 5. UPRAVLJAVSKI PORTFELJ SDH

### 5.1. Kapitalne naložbe v upravljanju SDH

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

SDH je imel na dan 31.10.2021 v upravljanju 68 kapitalnih naložb, od tega jih je bilo 46 zgolj s kapitalno naložbo RS in 11 zgolj s kapitalno naložbo SDH, v preostalih 11 družbah pa sta imela kapitalno naložbo tako RS kot SDH. Znotraj portfelja 68 kapitalnih naložb je imel SDH na dan 31.10.2021 v upravljanju 10 kapitalnih naložb, ki jih je RS v last pridobila na podlagi zakona, ki ureja dedovanje. Znotraj celotnega portfelja v upravljanju je 7 družb v postopku likvidacije.

Tabela 5: *Seznam naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31.10.2021*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
<b>ENERGETIKA</b>				
1	ELEKTRO CELJE D.D.	STRATEŠKA	79,50	
2	ELEKTRO GORENJSKA D.D.	STRATEŠKA	79,48	0,31
3	ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	STRATEŠKA	79,50	0,30
4	ELEKTRO MARIBOR D.D.	STRATEŠKA	79,86	
5	ELEKTRO PRIMORSKA D.D.	STRATEŠKA	79,68	
6	EGS-RI D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
7	GEN ENERGIJA D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
8	GEOPLIN D.O.O. LJUBLJANA	POMEMBNA	25,01	
9	HSE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
10	INFRA D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
11	NAFTA LENDAVALA D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
12	PETROL D.D.	POMEMBNA	10,82	12,68
13	PLINHOLD D.O.O.	STRATEŠKA	60,10	0,05
14	RTH D.O.O. TRBOVLJE – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00	
15	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O. ČRNOMELJ - V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00	
16	RŽV D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00	
<b>FINANCE</b>				
17	D.S.U. D.O.O.	POMEMBNA	100,00	
18	DTK MURKA, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O. – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	49,00	
19	M1 D.D.	PORTFELJSKA	0,00	
20	NLB D.D.	POMEMBNA	25,00	
21	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA D.O.O. – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	48,90	
22	SAVA RE D.D.	POMEMBNA	13,89	17,68
23	SID BANKA D.D.	STRATEŠKA	99,41	
24	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA – V LIKVIDACIJI	POMEMBNA	49,00	
25	ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	STRATEŠKA	34,48	28,09

Tabela 6: Tabela 5: *Seznam naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31.10.2021 – nadaljevanje*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
<b>TURIZEM IN GOSPODARSTVO</b>				
26	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09	
27	ADRIA D.O.O.	PORTFELJSKA		11,74
28	BODOČNOST MARIBOR D.O.O.	PORTFELJSKA	77,52	
29	CASINO BLEED D.D.	PORTFELJSKA		33,75
30	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46
31	CETIS D.D. CELJE	PORTFELJSKA		7,47
32	CINKARNA CELJE D.D.	PORTFELJSKA		11,50
33	CSS D.O.O.	PORTFELJSKA	97,96	
34	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48
35	HIT D.D. NOVA GORICA	PORTFELJSKA		20,00
36	URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
37	KOTO D.O.O.	PORTFELJSKA	66,23	
38	KRKA D.D.	POMEMBNA	7,22	9,00
39	LOTERIJA SLOVENIJE D.D.	STRATEŠKA		15,00
40	POMGRAD - VGP D.D.	POMEMBNA	25,01	
41	PS ZA AVTO D.O.O. LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
42	SAVA D.D.	POMEMBNA		18,69
43	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47	
44	SIJ D.D.	POMEMBNA	25,00	
45	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	100,00	
46	TELEKOM SLOVENIJE D.D.	PORTFELJSKA	62,54	4,25
47	TERME OLIMIA D.D.	POMEMBNA	43,26	4,01
48	UNIOR D.D.	PORTFELJSKA		39,43
49	VARNOST SISTEMI D.O.O.	PORTFELJSKA		9,74
50	VGP D.D.	POMEMBNA	25,00	
51	VGP DRAVA PTUJ D.O.O.	POMEMBNA	25,00	
52	VGP NOVO MESTO, D.D.	POMEMBNA	25,00	
<b>PROMET</b>				
53	DARS D.D.	STRATEŠKA	100,00	
54	KOPP D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
55	KZPS D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
56	LUKA KOPER D.D.	STRATEŠKA	51,00	11,13
57	POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	
58	SŽ D.O.O.	STRATEŠKA	100,00	

**Opombi:**

- Po plačilu kupnine je predvidena preknjižba deleža družbe Varnost sistemi d.o.o. skladno z določili v kupoprodajni pogodbi.
- Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

Tabela 7: *Seznam naložb RS v družbah, ki jih je pridobila v last na podlagi zakona o dedovanju, po stanju na dan 31.10.2021*

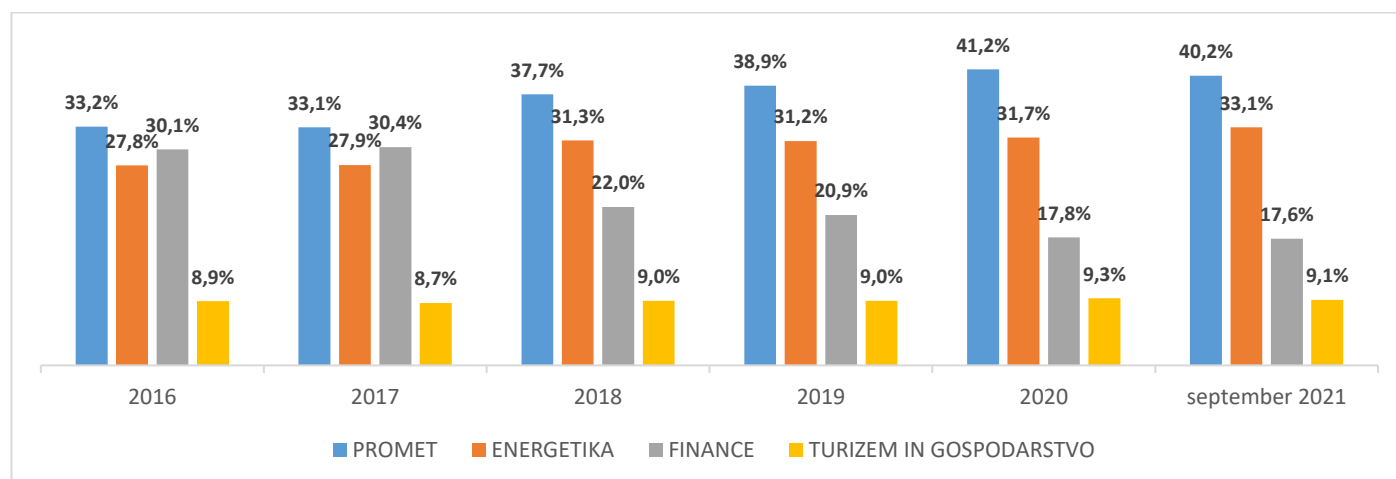
Zap. št.	Naložba	Lastniški delež RS (v %)
1	AGIS TECHNOLOGIES D.D.	0,00
2	DEKORUS D.O.O.	100,00
3	IBI KRANJ, D.D. - V LIKVIDACIJI	0,00
4	IBT TRBOVLJE D.D.	0,04
5	KOMPAS RAC D.D. LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI	0,01
6	KS NALOŽBE D.D.	0,01
7	NTU D.D.	0,03
8	POMORSKA DRUŽBA D.D. PORTOROŽ	0,10
9	VELTA PLAST D.O.O.	100,00
10	VIPA HOLDING D.D.	0,00

Opomba: Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

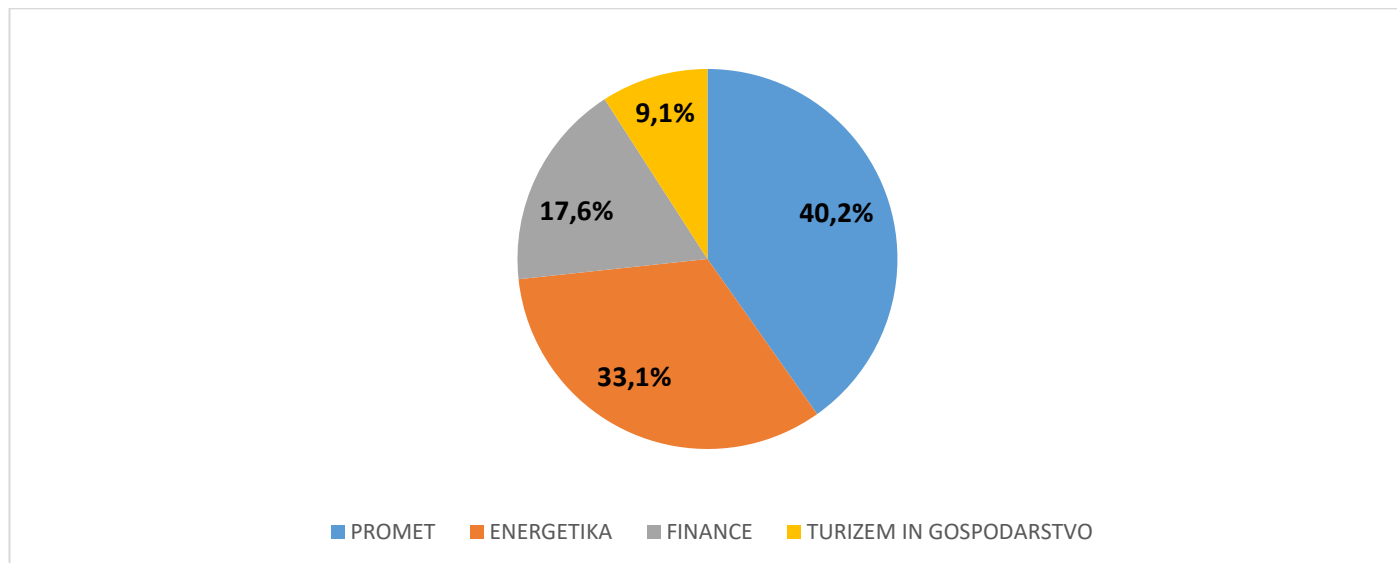
## 5.2. Struktura upravljaljskega portfelja SDH

Upravljaljski portfelj SDH (naložbe v lasti RS, ZPIZ in SDH) se je v obdobju od leta 2016 do septembra 2021 vse bolj koncentriral. Zaradi prodaje deležev RS v NLB in Abanki se je pomembno zmanjšal delež finančnih družb, posledično se je v portfelju procentualno povečal delež družb iz preostalih treh upravljaljskih stebov. Največja stebra, energetika in promet, po zadnjih razpoložljivih podatkih predstavljata že skoraj tri četrtine upravljaljskega portfelja (leta 2016 še 61 %). Tri največje družbe (DARS, HSE in GEN energija), ki sodijo v ta dva stebra, pa imajo skupaj že 48,8 % delež (merjeno s knjigovodskimi vrednostmi lastniških deležev v upravljanju). V letu 2021 se portfelj po strukturi ni bistveno spreminjal.

Slika 2: *Deleži upravljaljskih stebov v upravljaljskem portfelju SDH v obdobju 2016 – september 2021*

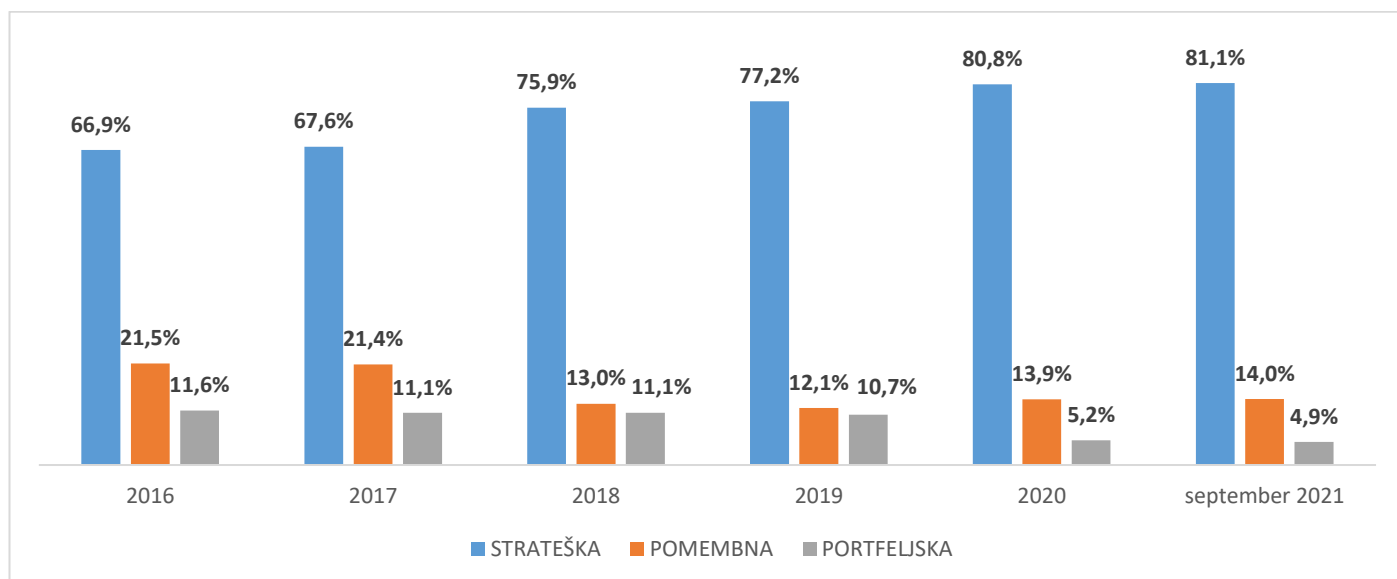


Slika 3: *Deleži upravljavskih stebrov v upravljavskem portfelju SDH, september 2021*



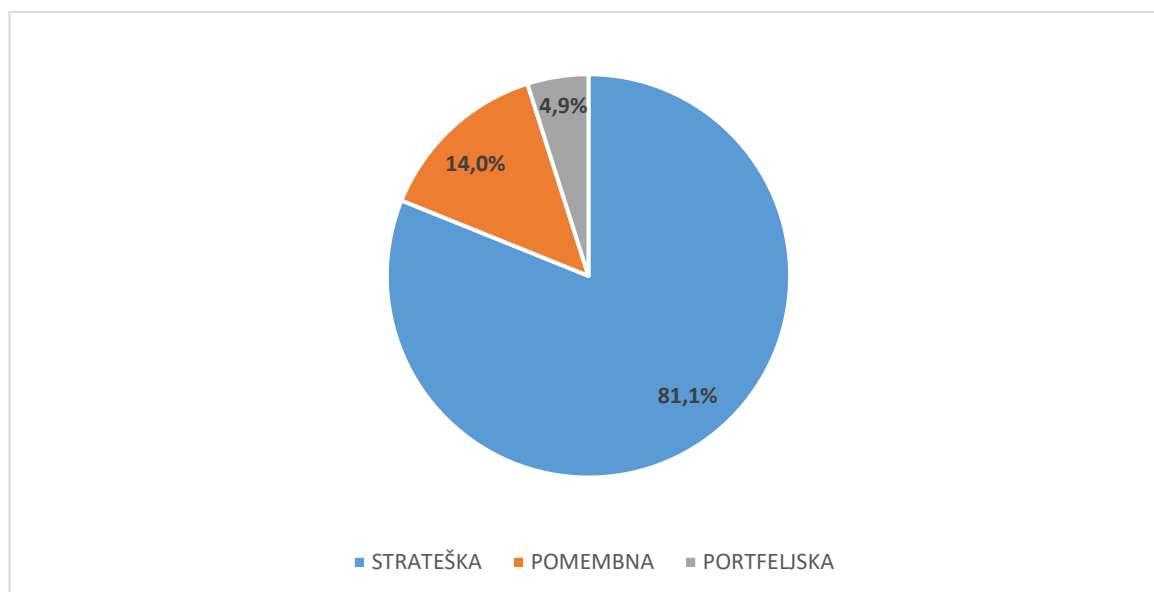
Tudi z vidika klasifikacije naložb je upravljavski portfelj SDH, zaradi že izvedenih prodaj<sup>12</sup>, vse bolj homogen. Povečal se je delež strateških naložb, ki po zadnjih razpoložljivih podatkih predstavlja že več kot 81 % upravljavskega portfelja. Med desetimi največjimi naložbami, ki skupaj predstavljajo skoraj 80 % upravljavskega portfelja, je sedem strateških, z deležem 67,5 %. V letu 2021 ni bilo pomembnih sprememb v strukturi portfelja po kriteriju klasifikacije naložb.

Slika 4: *Deleži klasifikacijskih skupin v upravljavskem portfelju SDH v obdobju 2016 – september 2021*



<sup>12</sup> V Strategiji upravljanja je NLB klasificirana kot pomembna naložba in Abanka kot portfeljska naložba.

Slika 5: *Deleži klasifikacijskih skupin v upravljavskem portfelju SDH, september 2021*



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

Klasifikacija kapitalskih naložb države, ki jo vsebuje Strategija upravljanja, se nanaša tudi na kapitalske naložbe, ki jih SDH ne upravlja in tudi niso predmet tega LNU. Mednje sodijo kapitalske naložbe RS:

- **za katere SDH nima pristojnosti skupščine** (npr. KAD, STA d.o.o.), zaradi česar SDH ne more izvrševati upravljavskih pravičenj;
- **za katere je s posebno zakonodajo določeno, da ostanejo v neposrednem upravljanju RS** (npr. SODO, ELES, Borzen, Slovenski državni gozdovi, DRI, 2TDK);
- **naložbe v družbah, ki so v postopku pridobivanja**: za družbe, katerih lastniški delež je v postopku pridobivanja s strani SDH in/ali RS in RS in/ali SDH z deležem v tej družbi še ne razpolagata, bo SDH pristopil k pripravi ločenih načrtov upravljanja teh naložb, če in ko bo naložba dejansko pridobljena, saj bo SDH šele takrat lahko pričel z le-to upravljati.

**Od naložb, ki jih SDH upravlja, so v posebni del LNU vključene vse naložbe, razen naložb, za katere obstajajo posebne okoliščine, zaradi katerih priprava posebnega dela LNU zanje ni smotrna. Gre za:**

- **naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije (t.i. neaktivne naložbe)**: v družbah, ki so v postopku likvidacije, vključujoč družbe tveganega kapitala (vse preostale družbe tveganega kapitala so namreč v likvidaciji), je temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka. Izjemoma so tudi takšne naložbe vključene v posebni del LNU, v prilagojenem obsegu, če so zanje potrebne oziroma predvidene pomembnejše dodatne upravljavske aktivnosti;
- **naložbe v družbah, za katere je SDH že sklenil pogodbo o prodaji celotnega deleža v imetništvu SDH in/ali RS oziroma drug pisni dogovor**, ki pa še ni dokončno realiziran. Upravljavske aktivnosti v teh družbah so minimalne. Cilj SDH pri upravljanju teh družb je uspešno izvesti aktivnosti, ki so predvidene v obdobju med podpisom pogodbe in zaključkom transakcije in so pogoj za uspešen zaključek prodaje;
- **naložbe v družbe, v katerih ima RS in/ali SDH majhen lastniški delež**: glede na nizek lastniški delež ima SDH zelo omejen vpliv na upravljanje teh družb. SDH si bo pri upravljanju, upošteva načelo ekonomičnosti in svoj vpliv na glasovanje, prizadeval ravnati v dobro RS in/ali SDH. Temeljni cilj SDH pri upravljanju teh naložb je zagotoviti primerne pogoje za prodajo naložb, ki bo izvedena na podlagi javnega zbiranja ponudb;
- **naložbe v družbe, ki so pridobljene na podlagi zakona, ki ureja dedovanje, v katerih ima RS večinski oziroma 100 % lastniški delež**: gre za ne-delujoče družbe, ki že več kot 2 leti niso pripravile računovodskih izkazov in za katere se vzpostavlja pravna podlaga za začetek stečajnega postopka.

Tabela 8: *Seznam naložb v upravljanju SDH, ki niso vključene v posebni del LNU, po stanju na dan 31.10.2021*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)	Lastniški delež SKUPAJ (v %)
1	A.L.P. PECA D.O.O.	PORTFELJSKA	9,09		9,09
2	AGIS TECHNOLOGIES D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
3	CASINO BLEED D.D.	PORTFELJSKA		33,75	33,75
4	CASINO PORTOROŽ D.D.	PORTFELJSKA		9,46	9,46
5	DEKORUS D.D.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
6	ELEKTROOPTIKA D.D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48	70,49
7	IBT KRANJ D.D. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,00		0,00
8	IBT TRBOVLJE D.D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
9	KOMPAS RAC D.D. LJUBLJANA - V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,01		0,01
10	KS NALOŽBE D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
11	M1 D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
12	NTU D.D.	PORTFELJSKA	0,03		0,03
13	POMORSKA DRUŽBA D.D.	PORTFELJSKA	0,10		0,10
14	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU D.O.O. ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00		100,00
15	SAVAPROJEKT D.D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47
16	VARNOST SISTEMI D.O.O.	PORTFELJSKA			9,74
17	VELTA PLAST D.O.O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
18	VIPA HOLDING D.D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00

Opomba: Deleži so zaokroženi na dve decimalki. Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.



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

### 6.1. Delež največjih naložb in upravljavskih stebr v portfelju na dan 30.6.2021

Tabela 9: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb posameznega upravljavskega stebra (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) v upravljavskem portfelju SDH (naložbe v neposredni lasti RS in/ali SDH), na dan 30.6.2021, v %*

PROMET	
DARS D.D.	28,8
SŽ D.O.O.	5,5
POŠTA SLOVENIJE D.O.O.	3,2
LUKA KOPER D.D.	2,7
KZPS D.O.O.	0,0
<b>SKUPAJ</b>	<b>40,2</b>
ENERGETIKA	
HSE D.O.O.	10,8
GEN ENERGIJA D.O.O.	9,2
ELEKTRO LJUBLJANA D.D.	2,6
ELEKTRO MARIBOR D.D.	2,3
PETROL D.D.	1,9
<b>SKUPAJ</b>	<b>26,8</b>
FINANCE	
NLB D.D.	5,4
ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	5,3
SID BANKA D.D.	4,7
SAVA RE D.D.	1,5
D.S.U. D.O.O.	0,7
<b>SKUPAJ</b>	<b>17,6</b>
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE D.D.	3,8
KRKA D.D.	3,0
SIJ D.D.	0,9
UNIOR D.D.	0,7
CINKARNA CELJE D.D.	0,2
<b>SKUPAJ</b>	<b>8,6</b>
<b>SKUPAJ NAJVEČJIH 5 NALOŽB VSAKEGA STEBRA</b>	<b>93,2</b>

Tabela 10: *Deleži upravljavskih stebr v upravljavskem portfelju SDH, na dan 30.6.2021, v %*

Steber	Delež v portfelju RS+SDH
PROMET	40,2
ENERGETIKA	33,1
FINANCE	17,6
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	9,1
<b>SKUPAJ</b>	<b>100,00</b>

## 6.2. ROE portfelja v obdobju 2017 - 2023 po upravljavskih stebih

Tabela 11: ROE upravljavskih stebov portfelja v upravljanju SDH, po letih, v %

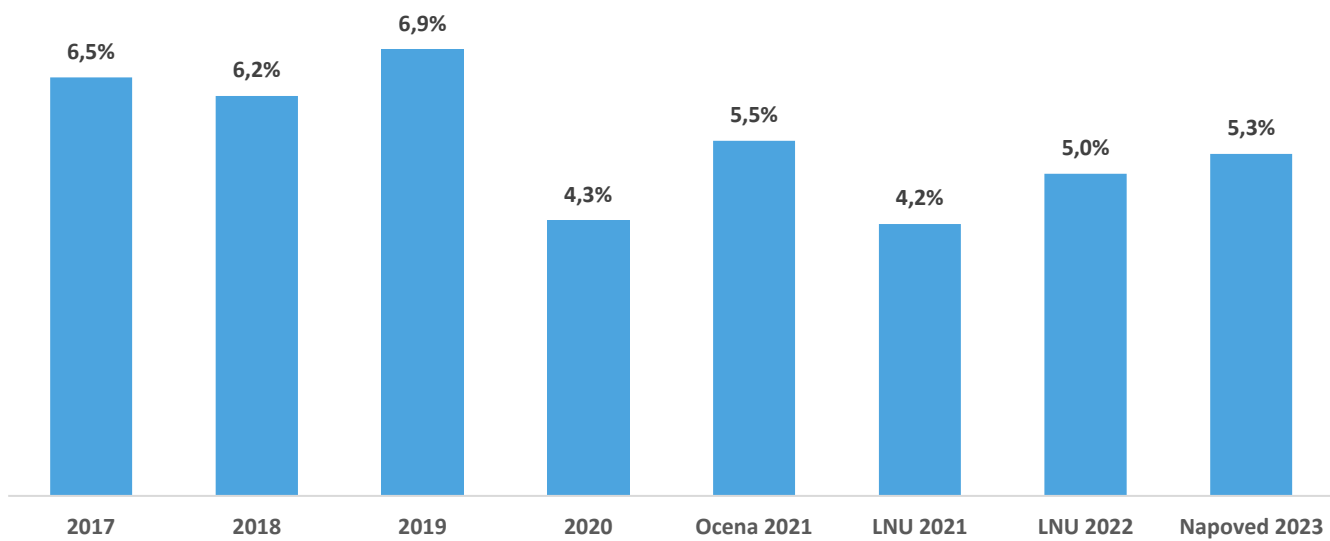
Steber	2017	2018	2019	2020	OCENA 2021	LNU 2021	LNU 2022	Napoved 2023
PROMET	5,9	6,3	6,9	2,0	3,0	3,4	3,5	3,7
ENERGETIKA	3,4	3,2	4,7	5,4	6,0	3,8	5,1	5,1
FINANCE	10,6	9,6	10,1	6,9	8,6	5,9	6,8	7,0
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	4,2	7,6	7,3	5,3	8,8	6,2	8,4	9,5
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>

Tabela 12: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE upravljavskega portfelja SDH po upravljavskih stebih, na dan 30.6.2021

Steber	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2021 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2021
PROMET	4.148	40,2	3,0
ENERGETIKA	3.413	33,1	6,0
FINANCE	1.810	17,6	8,6
TURIZEM IN GOSPODARSTVO	935	9,1	8,8
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>10.306</b>	<b>100,0</b>	<b>5,5</b>

Pri izračunu donosnosti portfelja sta bila v letu 2020 iz izračunov izključena dva največja enkratna dogodka in sicer učinek slabitev pri HSE zaradi TEŠ in PV ter enkratni pozitivni učinek pri NLB zaradi prevzema Komercijalne banke Beograd. Pri oceni za 2021 so izključeni enkratni učinki slabitev sredstev (negativni učinek) in poravnave z General Electric (pozitivni učinek) pri HSE. Pri izračunih donosnosti v letih 2022 in 2023 so upoštewane normalizirane vrednosti ROE za HSE, ki so nižje od načrtovanih vrednosti ROE s strani družbe, saj ocenjujemo, da so v času priprave tega dokumenta nekatere ključne predpostavke prihodnjega poslovanja Skupine HSE še precej negotove, načrtovani rezultati HSE pa bistveno odstopajo od preteklih realiziranih rezultatov. Če bi v izračunih upoštevali načrtovane rezultate HSE, bi bila predvidena donosnost portfelja v upravljanju SDH v letu 2022 6,2 %, v letu 2023 pa 6,0 %. Donosnost stebra energetika bi bila v letu 2022 9,1 %, v letu 2023 pa 7,5 %.

Slika 6: ROE upravljavskega portfelja SDH, po letih



### 6.3. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2017 - 2023 po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju

Tabela 13: ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije, po letih, v %

Klasifikacija	2017	2018	2019	2020	OCENA 2021	LNU 2021	LNU 2022	Napoved 2023
STRATEŠKE	4,8	5,0	6,1	3,7	4,5	3,5	4,0	4,2
POMEMBNE	13,0	10,6	12,6	8,6	11,1	8,2	10,2	10,7
PORTFELJSKE	4,2	8,8	6,4	2,8	5,8	4,6	6,6	8,2
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>

Tabela 14: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju klasifikacije naložb, na dan 30.6.2021

Klasifikacija	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2021 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2021
STRATEŠKE	8.360	81,1	4,5
POMEMBNE	1.445	14,0	11,1
PORTFELJSKE	502	4,9	5,8
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>10.306</b>	<b>100,0</b>	<b>5,5</b>

### 6.4. ROE upravljaljskega portfelja v obdobju 2017 - 2023 po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju

Tabela 15: Ponderirana povprečna čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) upravljaljskega portfelja SDH po kriteriju borzne kotacije, po letih, v %

Kotacija na borzi VP	2017	2018	2019	2020	OCENA 2021	LNU 2021	LNU 2022	Napoved 2023
KOTIRAJOČE	7,5	10,8	9,7	8,7	9,8	8,8	9,4	10,0
NEKOTIRAJOČE	6,3	4,3	5,8	2,9	4,0	3,1	3,5	3,7
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>

Tabela 16: Knjigovodska vrednost deležev RS in SDH ter ROE portfelja po kriteriju borzne kotacije naložb, na dan 30.6.2021, v %

Kotacija na borzi VP	Knjigovodska vrednost deležev RS+SDH na dan 30.6.2021 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2021
KOTIRAJOČE	2.520	24,4	9,8
NEKOTIRAJOČE	7.786	75,6	4,0
<b>PORTFELJ RS+SDH</b>	<b>10.306</b>	<b>100,0</b>	<b>5,5</b>

## 7. PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB - 1. DEL

SDH, skladno z ZSDH-1, uresničuje tudi vsa pooblastila, pristojnosti, pravice in obveznosti družbe SOD pred preoblikovanjem v SDH. S tem v zvezi je SDH, (i) v imenu in za račun SDH dolžan zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po predpisih, ki urejajo denacionalizacijo premoženja ter (ii) v imenu in za račun RS zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po Zakonu o vračanju vlaganj v javno telekomunikacijsko omrežje (ZVVJTO), Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja (ZIOOZP) ter Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega nasilja (ZSPOZ).

V nadaljevanju so predstavljeni pričakovani denarni tokovi RS in SDH iz prejetih dividend kapitalskih naložb, medtem ko so načrtovani denarni tokovi iz prodaj in pridobivanja KN za leto 2022 umeščeni v posebni del LNU.

### 7.1. Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju

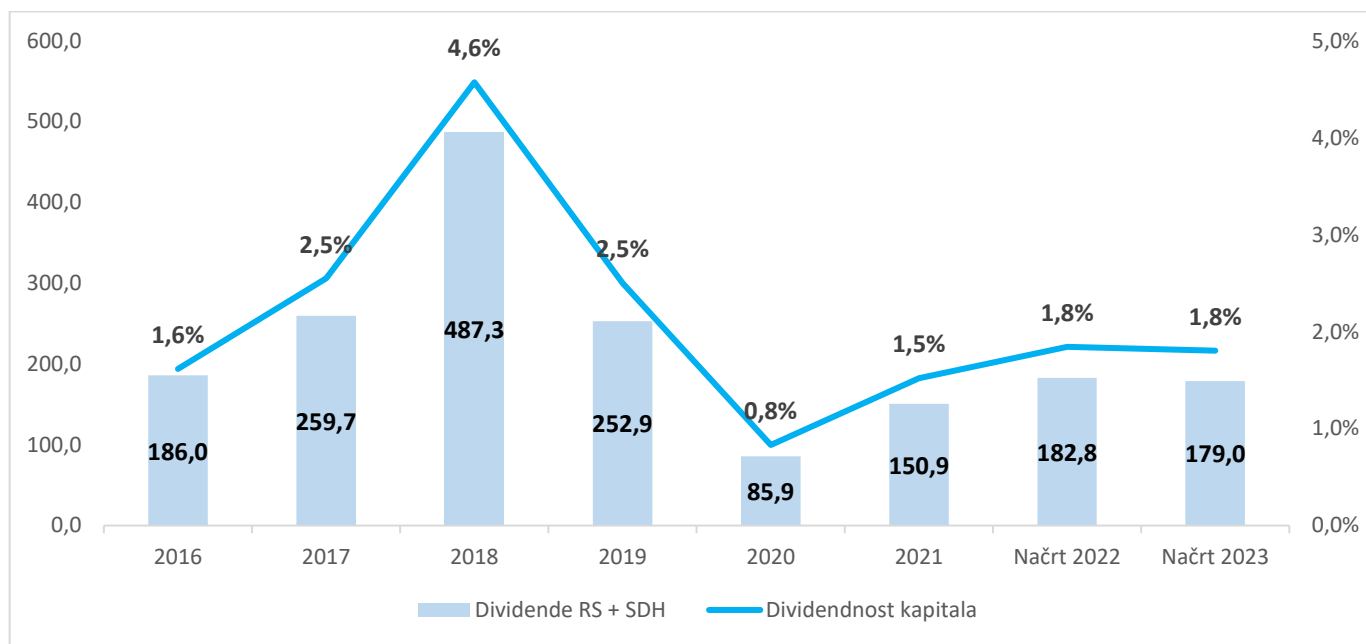
SDH ocenjuje, da bosta RS in SDH iz naslova dividend prejela naslednje prilive:

- **V letu 2022** bo RS prejela 135,8 mio EUR, SDH pa 47 mio EUR iz naslova dividend.
- **V letu 2023** bo RS prejela 130,6 mio EUR, SDH pa 48,3 mio EUR v primeru, da konec leta 2022 ne bodo uveljavljena določila ZSOS-C, in pomembne ter strateške naložbe ne bodo prenesene iz SDH na RS. Če bodo uveljavljena določila ZSOS-C, pa bo RS v letu 2023 prejela 176 mio EUR, SDH pa 3 mio EUR.

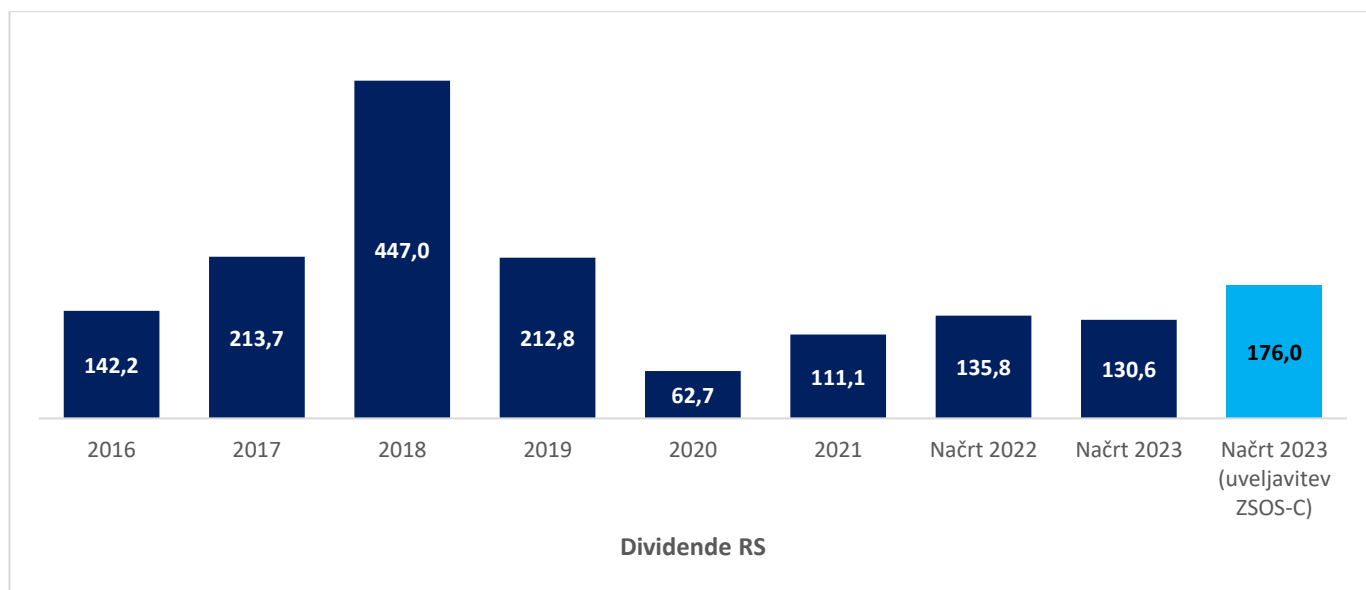
Tabela 17: *Prilivi RS, ZPIZ in SDH iz dividend kapitalskih naložb upravljavskega portfelja SDH v obdobju 2016 - 2023, v mio EUR*

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Načrt 2022	Načrt 2023	Načrt 2023 (uveljavitev ZSOS-C)
RS	122,6	194,1	427,4	193,2	62,7	97,8	116,2	111,1	156,4
ZPIZ	19,6	19,6	19,6	19,6	0	13,3	19,6	19,6	19,6
<b>Dividende RS in ZPIZ</b>	<b>142,2</b>	<b>213,7</b>	<b>447,0</b>	<b>212,8</b>	<b>62,7</b>	<b>111,1</b>	<b>135,8</b>	<b>130,6</b>	<b>176,0</b>
Dividende SDH	43,8	45,9	40,4	40,1	23,2	39,7	47,0	48,3	3,0
<b>Dividende RS + SDH</b>	<b>186,0</b>	<b>259,7</b>	<b>487,3</b>	<b>252,9</b>	<b>85,9</b>	<b>150,9</b>	<b>182,8</b>	<b>179,0</b>	<b>179,0</b>

Slika 7: Prilivi RS, ZPIZ in SDH iz naslova dividend po letih, v mio EUR



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



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

