



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

POSEBNI DEL – III. POGLAVJE
JE POSLOVNA SKRIVNOST – STROGO ZAUPNO

Letni načrt upravljanja naložb za leto 2023



28. 11. 2022,
s spremembami z dne 9. 2. 2023

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

I UVOD	8
II SPLOŠNI DEL	14
1 ZGRADBA IN VSEBINA LETNEGA NAČRTA UPRAVLJANJA	14
2 TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	15
3 CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	18
3.1 Temeljni cilji upravljanja kapitalskih naložb in klasifikacija kapitalskih naložb	18
3.2 Kapitalske družbe in način ustvarjanja prihodkov.....	18
3.3 Strateški in razvojni cilji upravljanja kapitalskih naložb	19
3.4 Cilji v LNU	19
4 MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI	22
4.1 Gospodarske razmere v letu 2022	22
4.2 Makroekonomske napovedi.....	23
4.3 Podrobne makroekonomske napovedi za RS, evrsko območje in ZDA	24
5 PORTFELJ kapitalskih naložb v upravljanju SDH	30
5.1 Kapitalske naložbe v upravljanju SDH	30
5.2 Struktura Portfelja kapitalskih naložb	34
5.3 Kapitalske naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU	35
6 DOSEŽENI IN PRIČAKOVANI ROE PORTFELJA kapitalskih naložb PO STEBRIH/PODROČJIH	37
6.1 Delež največjih kapitalskih naložb in upravljavskih stebrov v Portfelju kapitalskih naložb, na dan 30. junija 2022	37
6.2 ROE Portfelja kapitalskih naložb v obdobju 2018–2024, po upravljavskih stebrih	38
6.3 ROE Portfelja kapitalskih naložb v obdobju 2018–2024, po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju.....	38
6.4 ROE Portfelja kapitalskih naložb v obdobju 2018–2024, po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju.....	39
7 PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA NALOŽB – 1. DEL	40
7.1 Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend kapitalskih naložb v upravljanju.....	40
8 UPRAVLJANJE TERJATEV	41
9 UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA	43

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 kapitalno naložbo države: Družba, v kateri ima kapitalno naložbo SDH ali RS, SDH pa to naložbo upravlja. Družbo s kapitalno naložbo države je treba ločiti od kapitalne naložbe države, ki jo ZSDH-1 definira kot kapitalno naložbo v lasti RS, KAD ali SDH.

D. S. U.: D. S. U., družba za svetovanje in upravljanje, d. o. o.

DTK: družbe tveganega kapitala

DRSV: Direkcija Republike Slovenije za vode

Državni zbor RS: Državni zbor Republike Slovenije

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

ECB: *European Central Bank* - Evropska centralna banka

EDP: elektrodistribucijska podjetja

EE: električna energija

EES: elektroenergetski sistem Slovenije

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: Kapitalna družba, d. d.

Kodeks SDH: Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalno naložbo države, prenovljen junija 2022

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 z enakim pomenom uporabljajo kapitalne naložbe (KN) in naložbe.

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

Merila: Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalno 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 kapitalno 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

naložbe: Pojem zajema kapitalne naložbe, terjatve in stvarno premoženje.

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

Portfelj kapitalnih naložb: Pojem zajema vse kapitalne naložbe v imetništvu SDH in RS, ki jih upravlja SDH.

portfeljske naložbe: naložbe, s katerimi poskuša RS doseči izključno gospodarske cilje

Priporočila in pričakovanja SDH: Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga, sprejeta junija 2022

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 13. julija 2015 sprejel Državni zbor RS kot Odlok o strategiji upravljanja kapitalskih naložb države

strateške naložbe: naložbe, s katerimi RS dosega gospodarske in 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: univerzalna oznaka za kontejner, enota za označevanje zmogljivosti kontejnerskih ladij in kontejnerskih terminalov

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. 109/10 s spremembami)

ZFPPIPP: Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 13/14 s spremembami)

ZGD-1: Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06 s spremembami)

ZIS: Zakon o igrah na srečo (Uradni list RS, št. 14/11 s spremembami)

ZIUZEOP: Zakon o interventnih ukrepih za zaježitev epidemije COVID-19 in omilitev njenih posledic za državljane in gospodarstvo (Uradni list RS, št. 49/20 s spremembami)

ZJN-3: Zakon o javnem naročanju (Uradni list RS, št. 91/15 s spremembami)

ZSOS-C: Zakon o dopolnitvah Zakona o Slovenskem odškodninskem skladu (Uradni list RS, št. 55/17)

ZPIZ: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje

ZPPDFT-1: Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št. 68/16 s spremembami)

ZPPOGD: Zakon o prejemkih poslovnih oseb v gospodarskih družbah v večinski lasti RS in samoupravnih lokalnih skupnosti (Uradni list RS, št. 21/10 s spremembami)

ZPre-1: Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 79/06 s spremembami)

ZSDH-1: Zakon o Slovenskem državnem holdingu (Uradni list RS, št. 25/14 s spremembami)

ZSDU: Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (Uradni list RS, št. 42/07 s spremembami)

ZTFI: Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 108/10 s spremembami)

ZVKSES: Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb (Uradni list RS, št. 18/04 s spremembami)

ZZLPPO: Zakon o zaključku lastninjenja in privatizaciji pravnih oseb v lasti Slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/98 s spremembami)

ZZNSZP: Zakon o zagotavljanju navigacijskih služb zračnega prometa (Uradni list RS, št. 101/03 s spremembami)

I UVOD



I UVOD

Pogoji v svetovnem in še zlasti evropskem gospodarstvu so se v zadnjem letu močno zaostri. Vojna v Ukrajini je povzročila motnje v oskrbi z energenti, hrano in surovinami. Naraščanje cen energentov in hrane ter pritiski na strani povpraševanja se odražajo v visoki medletni inflaciji. Zastoji v dobavnih verigah in pomanjkanje kadrovskih resursov še naprej omejujejo gospodarsko aktivnost, bistveno pa so se zvišali tudi stroški zadolževanja. Makrogospodarske razmere so izjemno negotove. Nakazujeta se znatna upočasnitev gospodarske rasti v Sloveniji in v evrskem območju ter stagnacija ali celo recesija, kar prinaša povečana tveganja za družbe iz Portfelja kapitalskih naložb SDH.

SDH razmere v poslovnem okolju pozorno spremlja, ocenjuje njihov vpliv na družbe v portfelju SDH ter pričakuje konkretne ukrepe družb za obvladovanje tveganj. To zahteva prilagojene prioritete in prinaša dodatne izzive tako na področju vodenja in nadzora družb kot tudi na področju upravljanja kapitalskih naložb, zato **bo celovito obvladovanje poslovno-finančnih tveganj prioriteta tema upravljanja v letu 2023.**

SDH je že vzpostavil **robusten sistemski okvir korporativnega upravljanja družb** s kapitalsko naložbo države, ki temelji na smernicah OECD, Strategiji upravljanja in ZSDH-1. Model korporativnega upravljanja SDH je vsem deležnikom znan in temelji na (i) natančno opredeljenih merilih za merjenje uspešnosti poslovanja, (ii) uveljavljenem sistemu določanja ciljnih vrednosti ekonomsko-finančnih in strateških ciljev družb, ki se določajo ambiciozno, a realno dosegljivo, (iii) preglednem sistemu poročanja družb o uresničevanju ciljev, (iv) redni komunikaciji z družbami, (v) sprotne spremljanju uresničevanja ciljev in analiziranju rezultatov, (vi) preverjanju poslovnih modelov in spodbujanju k izboljšanju poslovanja in konkurenčnosti, (vii) učinkovitem in preglednem izvajanju prodaj in nakupov kapitalskih naložb, (viii) standardiziranem postopku izbora članov nadzornih svetov, (ix) organizaciji rednih izobraževalnih aktivnosti za člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države in (x) stalnem prenosu relevantnih dobrih praks na družbe v upravljanju SDH s Kodeksom SDH ter Priporočili in pričakovanji SDH.

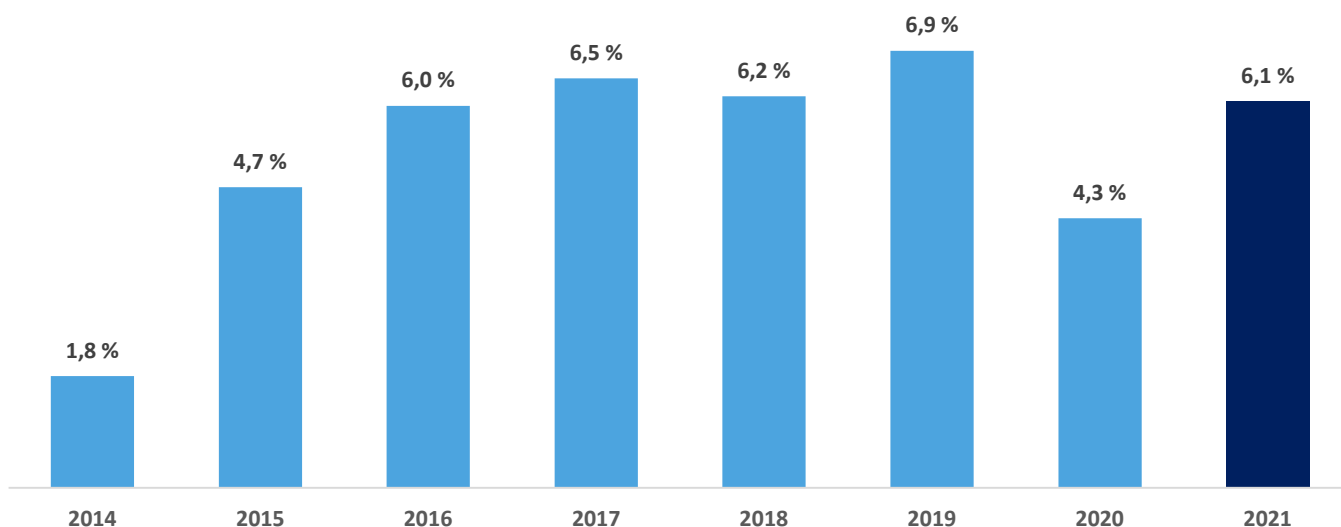
SDH model upravljanja prilagaja zaostrenim pogojem poslovanja in novim tveganjem ter posebno pozornost posveča predvsem uporabi kriznih modelov vodenja, razvoju sistemov upravljanja tveganj, zagotavljanju ustreznih kompetenc na ravni organov nadzora in organov vodenja družb s področij, ki so pomembna za ustrezne odzive podjetij na nove, spremenjene gospodarske okoliščine. Prioritetna naloga poslovodstev družb je ustrezno ukrepanje v teh spremenjenih razmerah. Poslovodstva morajo razviti ustrezne strategije in načrte z jasnimi ukrepi, ki omogočijo hiter odziv družb na morebitne spremenjene okoliščine in s tem zagotovijo čim bolj stabilno in uspešno uresničevanje začrtanih ciljev tudi v zahtevnih gospodarskih okoliščinah. Tveganjem bodo prilagojeni tudi cilji in pričakovanja SDH, ki se nanašajo tudi na intenzivno povezovanje deležnikov/odločevalcev in vključevanje v iskanje rešitev.

Pomembne strateške teme še naprej ostajajo trajnostno poslovanje družb, s poudarkom na prilagajanju ogljično nevtralnemu gospodarstvu in upravljanju korporativne kulture.

Družbe v upravljanju SDH so zelo pomemben del slovenskega gospodarstva. So zelo pomemben zaposlovalec, saj je bilo v letu 2021 v njih zaposlenih preko 73 tisoč ljudi. Ustvarjeni prihodki iz poslovanja gospodarskih družb v upravljanju SDH predstavljajo skoraj 16 % vseh ustvarjenih prihodkov iz poslovanja gospodarskih družb v Sloveniji, na tej ravni je tudi delež ustvarjene dodane vrednosti. Povprečna dodana vrednost na zaposlenega v družbah v upravljanju SDH je bila 78 tisoč EUR in precej presega povprečje vseh gospodarskih družb v Sloveniji.

Družbam v upravljanju SDH je v preteklosti, ob ugodnih pogojih v gospodarskem okolju, uspelo bistveno izboljšati rezultate poslovanja. Čista dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE) Portfelja kapitalskih naložb se je postopoma dvigovala z 1,8 % v letu 2014 na 6,9 % v letu 2019. V letu 2020 je donosnost zaradi posledic krize zaradi covid-19 padla na 4,3 %, v letu 2021 pa je bila spet bistveno ugodnejša in je znašala 6,1 %.

Slika 1: **ROE Portfelja kapitalskih naložb v upravljanju SDH v obdobju 2014–2021**



V času se je pomembno spremenila tudi struktura Portfelja kapitalskih naložb, ki jih upravlja SDH. Bistveno se je povečal¹ delež **strateških naložb, ki predstavljajo že prek 80 % vrednosti Portfelja kapitalskih naložb**. Pri upravljanju teh naložb 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 osmič zapored pripravil Letni načrt upravljanja kapitalskih naložb (LNU), s katerim za prihodnje poslovno leto določa tako cilje pri upravljanju posameznih naložb kot tudi ukrepe in usmeritve za doseganje teh ciljev.

Priprava LNU za leto 2023 je potekala v pogojih hitro spreminjajočega se poslovnega okolja in bistveno povečane negotovosti glede bodočih makroekonomskih gibanj zaradi vojne v Ukrajini in bistveno spremenjenih geopolitičnih razmer, energetske druginje, naraščajoče inflacije, višanja obrestnih mer in padanja gospodarske aktivnosti. Poleg tega se epidemija covid-19 z vsemi tveganji in negotovostjo, ki jih lahko prinese, še vedno ni končala. Vsa ta dejstva bistveno povečujejo tveganja poslovanja za družbe v portfelju SDH.

LNU za leto 2023 je bil pripravljen tudi v sodelovanju z Družbo za upravljanje terjatev bank, d. d. (DUTB), ki bo 1. januarja 2023 pripojena k SDH. Priprava LNU se začne v začetku poletja (preveritev ustreznosti kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja, analize poslovanja družb, *benchmark* analize ipd.) in se nadaljuje z upravljavskim dialogom med SDH, družbami in pristojnimi ministrstvi. SDH načrtuje ambiciozne, a realno dosegljive vrednosti 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, zajemajo ključne vidike poslovanja družb, pomembne za njihov razvoj in konkurenčnost. Zaradi hitro spreminjajočega se okolja in bistveno povečanih tveganj so bili v LNU pri vseh velikih² družbah dodani ključna tveganja in način njihovega upravljanja. Pri teh družbah so dodani tudi trajnostni cilji poslovanja, ki so jih mnoge družbe oblikovale prav na podlagi pričakovanj SDH.

Ker je Državni zbor RS 25. oktobra 2022 sprejel Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o Slovenskem državnem holdingu (ZSDH-1A),³ v katerem se pojem naložbe, določen v 2. členu, širi na način, da poleg kapitalskih naložb zajema tudi terjatve in stvarno premoženje, je bila sprememba upoštevana tudi pri pripravi LNU, na način, da sta bili dodani dve ločeni poglavji za upravljanje terjatev in stvarnega premoženja. Zaradi sprejetja ZSDH-1A sta bili v LNU dodani tudi izkaznici za družbi Slovenski državni gozdovi, d. o. o., in DRI upravljanje investicij, Družba za razvoj infrastrukture, d. o. o.

¹ Delež strateških naložb v Portfelju kapitalskih naložb je v letu 2014 znašal 66,8 %.

² Skladno s kriterijem ZGD-1, pod pogojem, da družba ni v lasti zasebnih lastnikov, ki razpolagajo z več kot 75 % glasovalnih pravic družbe.

³ Zakon je začel veljati petnajsti dan po objavi v Uradnem listu Republike Slovenije, to je dne 19. novembra 2022.

LETO 2022

Že v letu 2021, ko je bilo okrevanje gospodarske aktivnosti večje od prvotnih pričakovanj, so se pojavile različne težave v globalnih dobaviteljskih verigah, zaznan pa je bil tudi znaten dvig cen surovin in energentov. V letu 2022 so se razmere še dodatno zaostrele, tudi zaradi dogajanja v Ukrajini.

Leto 2022 je še posebej zahtevno za družbe iz stebra Energetika. Njihovo poslovanje je zaznamovano z intervencijskimi predpisi za obvladovanje energetske draginje, pomembnimi izpadi dobav zemeljskega plina (Gazprom) in izpadi proizvodnje EE (suša, remont, havarije) ter posledično z nadomestnimi nakupi za nedobavljene in neproizvedene količine. Omejevanje cen naftnih derivatov, plina in EE ter ukinjanje omrežnine ob hkratni nedoločitvi ustreznega nadomestila za nastalo škodo neposredno vplivajo na denarni tok in ustvarjajo precejšnjo negotovost. Dodatno pa visoke cene energentov za družbe za trgovanje z energenti zaradi višjega potrebnega obsega kritnih zavarovanj pomenijo izjemno visoke potrebe po zagotavljanju dodatne likvidnosti.

Zaradi povečane volatilnosti trgov z EE in z namenom zagotovitve nemotene oskrbe z zemeljskim plinom je bil v septembru 2022 sprejet Zakon o poroštvu RS za obveznosti iz naslova kreditov, najetih za zagotavljanje likvidnosti na organiziranih trgih električne energije ter emisijskih kuponov in obveznosti iz nakupa dodatnih količin zemeljskega plina izven trga Evropske unije. Na njegovi podlagi sta se s poroštvom RS že zadolžili družbi HSE in GEN. Glede na situacijo, RS še v letu 2022 načrtuje tudi dokapitalizacijo izbranih družb iz stebra Energetika.

Slabi rezultati stebra Energetika se odražajo tudi v skupni donosnosti Portfelja kapitalskih naložb v letu 2022. **Ocenjujemo, da bo ROE Portfelja kapitalskih naložb v letu 2022** zaradi zelo slabih rezultatov stebra Energetika **znašal 1,5 %**, kar je bistveno manj, kot je bilo predvideno z LNU za leto 2022 (5,0 %).

Pri tem je treba poudariti, da so rezultati Portfelja kapitalskih naložb slabi le v stebru Energetika, vsi ostali **upravljavski stebri pa bodo presegli načrtovane donosnosti iz LNU za leto 2022**.

Kljub opisanim razmeram bodo prejete dividende v letu 2022 za RS, SDH in ZPIZ znašale 190,7 mio EUR, kar je več od LNU za leto 2022, ki znaša 182,8 mio EUR. Dividende so tudi bistveno višje, kot so bile v letu 2021, ko so znašale 151,3 mio EUR.

NAPOVEDI ZA LETI 2023 IN 2024

Napovedi za leti 2023 in 2024 so pripravljene v zelo negotovih in težko predvidljivih razmerah, upoštevane so zadnje napovedi gospodarskih gibanj v času priprave dokumenta. V letu 2023 je predvidena nizka gospodarska rast. Razmere naj bi se nekoliko izboljšale v letu 2024. Inflacija bo v letu 2023 predvidoma nižja od letošnje, a kljub temu še vedno bistveno višja kot v obdobju do leta 2021. Pričakuje se nadaljnja rast temeljnih obrestnih mer. Po pesimističnih napovedih pa bi lahko bila rast še bistveno nižja kot v osnovnih napovedih. V primeru zaostritve energetske krize in poslabšanja nekaterih drugih dejavnikov bi se v letu 2023 v evrskem območju lahko pojavila recesija, v Sloveniji sicer po trenutnih napovedih v blagi obliki.

Tabela 1: **ROE Portfelja kapitalskih naložb v obdobju 2018–2021, ocena za leto 2022, LNU za leto 2023 in napoved za leto 2024, v %**

Steber	2018	2019	2020	2021	OCENA 2022	LNU 2022	LNU 2023	Napoved 2024
PROMET	6,3	6,9	2,0	4,1	3,9	3,5	3,4	3,6
ENERGETIKA	3,2	4,7	5,4	5,1	-8,6	5,1	12,5	8,7
FINANCE	9,6	10,1	6,9	10,2	7,8	6,8	8,0	8,2
GOSPODARSTVO IN TURIZEM	7,6	7,3	5,3	9,9	11,2	8,4	6,4	8,2
PORTFELJ RS + SDH	6,2	6,9	4,3	6,1	1,5	5,0	7,3	6,5

V letu 2023 je donosnost Portfelja kapitalskih naložb načrtovana v višini 7,3 %, torej bistveno višje kot znaša ocena za leto 2022. **Naložbe DUTB**, ki bodo 1. januarja 2023 prenesene v aktivno upravljanje SDH, so pri izračunih donosnosti Portfelja kapitalskih naložb upoštevane za leti 2023 in 2024 (vse spadajo v steber Gospodarstvo in turizem), niso pa upoštevane pri oceni za leto 2022. Naložbi v SiDG in DRI, ki sta bili na SDH preneseni v skladu z novelo ZSDH-1A v novembru 2022, sta upoštevani že v oceni za leto 2022. Po tej noveli bo v prihodnjem letu v upravljanje prenesen tudi lastniški delež družbe ELES v družbi Talum, ki je upoštevan le v izračunih donosnosti za leti 2023 in 2024.

Rahlo izboljšanje donosnosti je v letu 2023 predvideno v stebru Finance, katerega rezultati so dobri že letos. Inflacijski pritiski se bodo ob visokem deležu regulirane dejavnosti negativno odrazili v rezultatih stebra Promet, v katerem bo donosnost v letu 2023 nekoliko nižja kot letos. V stebru Gospodarstvo in turizem je pri nekaterih pomembnih družbah iz proizvodne dejavnosti padec

aktivnosti opazen že v zadnjem delu letošnjega leta, leto 2023 pa bo za nekatere družbe zahtevno, kar se odraža v predvidenih slabših rezultatih stebra kot letos, ko bodo ti zelo ugodni.

Za družbe iz stebra Energetika se tudi v letu 2023 pričakujejo zaostrene gospodarske razmere, ki bodo privedle do splošnega padca povpraševanja in povečanega kreditnega tveganja. Po drugi strani pa zaradi omejenih razpoložljivih kapacitet za proizvodnjo EE, omejenih možnosti za uvoz zemeljskega plina in zaostrenih geopolitičnih razmer tudi v letu 2023 še vedno lahko pričakujemo visoke cene energentov, kar pa se zaradi predvidenih interventnih posegov ob koncu poslovnega leta 2023 ne bo v celoti odrazilo v rezultatih družb. Ne glede na navedeno bodo poslovni rezultati energetske družbe v letu 2023 predvidoma bistveno boljši kot v letu 2022.

V letu 2023 bodo **ključne aktivnosti SDH pri upravljanju kapitalskih naložb v stebru Energetika** usmerjene v obvladovanje finančnih in likvidnostnih tveganj ter kapitalske ustreznosti družb, ki jih prinašata energetska draginja in bližajoča se recesija.

SDH bo še naprej aktivno zasledoval primarni cilj čim višje energetske samozadostnosti RS ter povečanje zanesljivosti in diverzifikacije oskrbe. V skladu s svojimi pristojnostmi bo aktivno prispeval tudi k zagotavljanju pogojev za izvedbo zelenega prehoda, ki pa je povezan z velikimi investicijskimi vlaganji.

Poleg navedenega bo SDH aktivno spodbujal:

- umeščanje novih elektroenergetskih objektov v prostor,
- povečanje deleža in proizvodnih kapacitet obnovljivih virov energije (OVE) skladno z napovedano posodobitvijo NEPN in REPowerEU,
- izvedbo projektov skupnostnih elektrarn na področju OVE,
- povečanje robustnosti, digitalizacijo in fleksibilnost elektrodistribucijskega sistema,
- povečanje kibernetske varnosti,
- razgljičenje in pravični izhod iz premoga.

Na področju plinovodnega sistema bo SDH spodbujal izboljšanje mednarodne povezljivosti in pretočnosti plinovodnega omrežja (predvsem na meji z Italijo) ter pripravo omrežja na sprejem sintetičnih plinov in vodika.

Leto 2023 bo za poslovanje družb v stebru **Promet** prineslo velike izzive, ki jih prinašata napovedani upad gospodarske aktivnosti v EU in celo možnost recesije, kar bi lahko imelo negativen vpliv na blagovne in turistične tokove na vseh področjih logistike in prometa. Ob zelo previdnem napovedovanju rasti prihodkov bodo morale vse družbe v stebru veliko pozornosti nameniti ukrepom za obvladovanje stroškov, »škarje« med reguliranimi prihodki v nekaterih družbah na eni strani in visokimi deleži fiksnih stroškov na drugi strani se namreč hitro zapirajo. Glede na to, da se bodo v letu 2023 in nadaljnjih letih nadaljevale načrtovane visoke investicije v infrastrukturo (avtocestni križ, železniška in pristaniška infrastruktura), ki bodo vplivale na poslovanje največjih družb v stebru, bodo ključne upravljalne aktivnosti usmerjene v spremljanje investicijskih projektov družb. Med drugim bo SDH, v skladu s svojimi pristojnostmi, spremljal izvedbo strateških projektov Slovenskih železnic na področju tovornega prometa in logistike ter mobilnosti. Skrbno bo spremljal največje investicijske projekte (tretja razvojna os, predor Karavanke ...) in finančni položaj največje naložbe v stebru – družbe DARS. Posebno skrb bo namenil upravljalnim aktivnostim v družbi Pošta Slovenije, saj bistveno poslabšanje razmer v skupini v letu 2022 terja sanacijske aktivnosti ter konkreten in izvedljiv program prestrukturiranja in novo strategijo. SDH bo spremljal izvajanje strateških projektov, predvsem integracijo Intereurope v skupino in implementacijo sinergij, projekte na področju informacijske podpore logističnim procesom in druge aktivnosti, ki bodo vplivale na rast in pozicioniranje Skupine Pošta Slovenije v Sloveniji in regiji v prihodnjih letih. V letu 2023 bo posebna pozornost namenjena novi družbi v upravljanju stebra, to je DRI, ki je v skladu z ZSDH-1A prenesena v upravljanje SDH. SDH bo v skladu z navedenim zakonom spremenil in dopolnil Akt o ustanovitvi družbe. Glavna skrb bo namenjena spoštovanju Kodeksa SDH in Priporočil in pričakovani SDH, ob skrbi za izpolnjevanje pogojev za ohranjanje in-house statusa. V skrbi za povezovanje različnih deležnikov bo zaradi strateškosti, ki so skupne vsem naložbam v stebru Promet, tudi v letu 2023 ta steber tvorno sodeloval z resornimi ministrstvi in drugimi deležniki.

Na uspešnost družb iz stebra **Finance** bodo v letu 2023 v največji meri vplivale na eni strani razmere na denarnih in kapitalskih trgih ter z njimi povezan vpliv na donosnost njihovih naložbenih portfeljev, na drugi strani pa stroškovni pritiski zaradi visokih inflacijskih stopenj, ki so še vedno prisotne tudi v drugi polovici leta 2022. V letu 2023 lahko od centralnih bank, tudi ECB, pričakujemo nadaljevanje dvigovanja referenčnih obrestnih mer, kar bo pozitivno vplivalo na obrestne marže bank, hkrati pa bosta zaostrena monetarna politika in upočasnjena gospodarska rast oziroma recesija vplivali na povišana kreditna tveganja in s tem povezano oblikovanje oslabitev in rezervacij. Sproščanje slednjih je, skupaj s pozitivnimi učinki prevzemnih aktivnosti, v preteklih dveh letih pomembno vplivalo na zelo dobre rezultate v slovenskem finančnem sektorju. Za doseganje primerljive uspešnosti bodo v letu 2023 tako ključni obvladovanje stroškov (plače, stroški storitev), sposobnost prilagoditve naložbenih portfeljev dolžniških vrednostnih papirjev na spremenjene razmere (skrajševanje ročnosti, omejitev vpliva rastočih kreditnih pribitkov v portfelju obveznic nižjih bonitetnih razredov) in, v zavarovalniškem sektorju, uspešnost vgraditve rastočih cen v zavarovalniške produkte.

Zaradi padajočih cen na kapitalskih trgih (tako obvezniških kot delniških) lahko pričakujemo tudi nižje prihodke finančnih družb iz naslova upravljanja premoženja njihovih komitentov. Za zavarovalnice 1. januarja 2023 prične veljati nov mednarodni standard računovodskega poročanja IFRS 17, ki bo zaradi novega načina prikazovanja prihodnjih dobičkov iz sklenjenih zavarovalnih pogodb (večji vpliv predvsem v segmentu življenjskih zavarovanj) pomembno vplival na njihovo dobičkonosnost in višino lastniškega kapitala. V stebru Finance so ob zaključku leta 2022 v upravljanju še tri družbe tveganega kapitala (DTK), ki so v postopku likvidacije. V letu 2022 so likvidacijski upravitelji izvedli vrsto aktivnosti za unovčenje naložb teh družb; pričakujemo, da bodo najkasneje v letu 2023 vsi likvidacijski postopki zaključeni.

Poslovanje družb v stebru **Gospodarstvo in turizem** je v letu 2022 uspešno. V prvem polletju leta 2022 so nekatere družbe dosegle izjemne rezultate (Krka, SIJ, Cinkarna, Koto, Loterija, tudi Hit v obdobju 1–8). Skupina Krka je v prvem polletju leta 2022 za 6 % povečala prodajo in dosegla rekordne vrednosti prodaje. Na dosežene rezultate skupine Krka sicer močno vplivajo geopolitične razmere v vzhodni Evropi, ki je Krkin največji trg. Tudi skupina SIJ je v prvem polletju dosegla rekordne rezultate, vendar zaradi dviga cen energentov, ki jih ni več možno preliti v prodajne cene, za drugo polletje načrtuje do 40-odstotno zmanjšanje obsega proizvodnje. Skupina SIJ je največji porabnik plina v Sloveniji, zato bi lahko morebitne motnje v dobavljivosti plina in elektrike zelo pomembno vplivale na njeno poslovanje. Poslovanje skupine Telekom Slovenije je stabilno, skladno s planom, vendar pa prihodki rahlo padajo, zmanjšujejo pa se tudi tržni deleži v ključnih segmentih. Izjemne rezultate je v prvem polletju dosegla Cinkarna, ki je močno povečala prodajo in dosegla dobiček nad 30 mio EUR oz. ROE v višini 31,2 %. Turistične družbe so imele v letu 2022 dobro sezono; zaradi investicij, izvedenih v preteklosti, so dosegale višje cene, kar se je odrazilo v uspešnosti poslovanja. Pri tem pa so napovedi za drugo polovico leta 2022 in za leto 2023 negotove, saj so se gospodarske okoliščine popolnoma spremenile, kar vpliva na enormne dvige cen energentov, na zastoje v dobavnih verigah, ohlajanje povpraševanja in bistveno povečana tveganja v vseh segmentih poslovanja. Za turistične družbe, ki so si komaj opomogle od krize, povezane z epidemijo covid-19, je poleg naraščajočih stroškov ključno tveganje zmanjšanje povpraševanja kot posledica napovedane recesije. SDH ocenjuje, da so napovedi za družbe s področja gospodarstva in turizma za leto 2023 zelo negotove in da je možno, da bo prišlo do večjih odstopanj od načrtovanih kazalnikov v LNU za leto 2023, v odvisnosti od splošne gospodarske situacije ter razmer na trgu energentov in trgu dela.

V letu 2023 bodo poleg rednih aktivnosti ključne tiste, ki so pri upravljanju kapitalskih naložb v stebru Gospodarstvo in turizem usmerjene v zaključek lastniške konsolidacije največje turistične skupine Sava, v ureditev dolžniško-upniških razmerij te družbe in v izvajanje ostalih aktivnosti na področju turizma, kar bo podrobneje predstavljeno v nadaljevanju dokumenta.

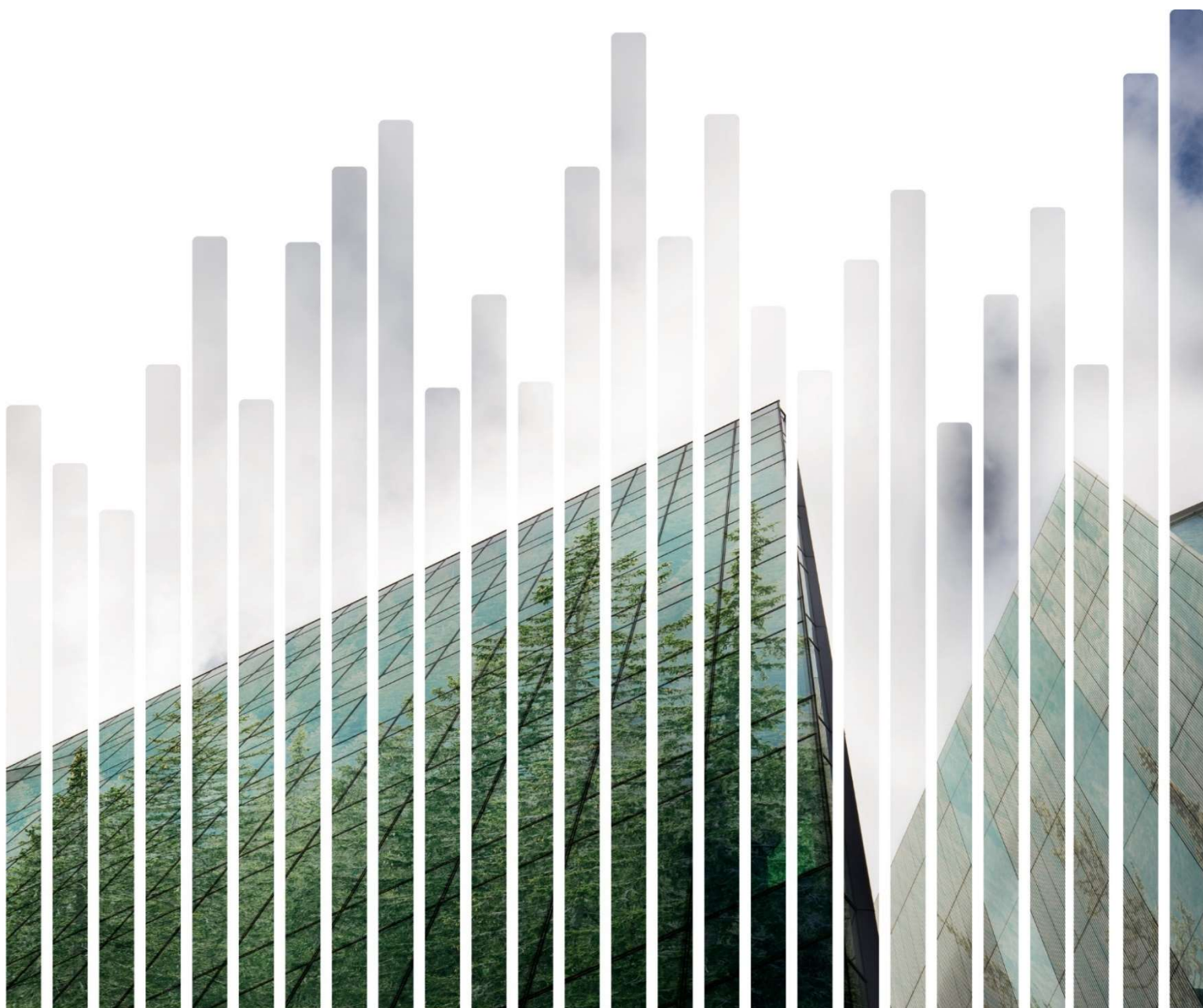
Velik del aktivnosti v stebru Gospodarstvo in turizem bo v letu 2023 usmerjen tudi v upravljanje novih naložb, pridobljenih od države in DUTB. Tem družbam namerava SDH nameniti več pozornosti, predvsem uveljavitvi dobre prakse korporativnega upravljanja, zato je za leto 2023 v vseh novih družbah med pričakovanja vključil spoštovanje Kodeksa SDH in vzpostavitev poročanja skladno s Priporočili in pričakovanji SDH. SDH bo posebno pozornost namenil družbi Slovenski državni gozdovi (SiDG), v kateri skladno z ZSDH-1A načrtuje prenovo Akta o ustanovitvi.

V letu 2023 bo treba dokončno urediti tudi situacijo v družbi Studentenheim Korotan (če ne bo urejena v letu 2022), 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, skladno z Aktom o ustanovitvi pa ni usmerjena v doseganje dobička, temveč ima izključno in neposredno splošnokoristne in dobrodelne namene. V letu 2022 je bila na podlagi Sklepa Vlade RS pripravljena revizija Dolgoročne strategije Korotana, ki vključuje tudi vsebine s področja vzgoje in izobraževanja, zaradi česar je SDH predlagal, da se naložba prenese v upravljanje enega od pristojnih ministrstev.

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 upravljavskem portfelju in njihovih razvojnih potreb. Obseg dividend v letu 2023 je za RS, SDH in ZPIZ skupaj načrtovan v višini 159,6 mio EUR.

V pogojih hitro spreminjajočega se okolja in bistveno povečanih tveganj bo uresničevanje ciljev iz tega LNU zelo zahtevno. SDH bo svoje delovanje in prioritete naloge v letu 2023 sproti prilagajal dejanskim okoliščinam poslovanja.

II 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 – STROGO ZAUPNO in ni javno objavljen.

V uvodnem delu LNU so povzeta ključna dogajanja v gospodarskem okolju in je zbirno prikazano gibanje ROE Portfelja kapitalskih naložb po stebrih/področjih v daljšem časovnem obdobju, z oceno za leto 2022 in s cilji LNU za leto 2023. Podane so tudi ocene predvidenih okoliščin poslovanja v letu 2023 po posameznih stebrih/področjih in predstavljene ključne aktivnosti na področju upravljanja kapitalskih naložb.

V splošnem delu LNU so na kratko predstavljeni akti upravljanja kapitalskih naložb, cilji upravljanja kapitalskih naložb in makroekonomske napovedi za naslednje obdobje. Predstavljen je Portfelj kapitalskih naložb, ki jih upravlja SDH,⁴ in navedene so kapitalске naložbe, ki niso uvrščene v posebni del LNU. Prikazan je pregled dosežene in pričakovane donosnosti kapitala kapitalskih naložb SDH po različnih kriterijih in predstavljeni so pričakovani denarni tokovi iz naslova prejetih dividend. Na koncu splošnega dela LNU sta dodani dve novi poglavji, ki se nanašata na upravljanje terjatev in na upravljanje stvarnega premoženja, ki bo na SDH prešlo po pripojitvi DUTB k SDH.

V posebnem delu LNU, ki se nanaša na kapitalске naložbe, so prikazani posamezni stebri/področja upravljanja kapitalskih naložb. Znotraj vsakega stebra je za vsako naložbo posebej predstavljen načrt upravljanja. Podrobno so opredeljeni cilji upravljanja za leto 2023 in napovedi za leto 2024, in sicer za tiste družbe, ki glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala – utež v upravljavskem portfelju – najbolj 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.⁵ Glede na bistveno povečana tveganja je **pri vseh velikih družbah** v upravljanju SDH **dodan opis ključnih tveganj za uresničitev zastavljenih ciljev in način njihovega upravljanja. Pri vseh velikih družbah so navedeni tudi trajnosti cilji.** Pri posamezni družbi so ponekod predvidene tudi dodatne upravljavske aktivnosti SDH, kot npr. aktivnosti, ki se nanašajo na pridobivanje kapitalskih naložb ali razpolaganje z njimi, na posebne projekte, še posebej, če so ti povezani z dodatnimi stroški upravljanja. V posebni del LNU so vključene tudi izbrane kapitalске naložbe DUTB in naložbe, pridobljene na podlagi ZSDH-1A. Vsebina teh LNU izkaznic je prilagojena razpoložljivosti podatkov.

Poudariti velja, da je za sprejetje poslovnih odločitev družbe, ki so navedene v okviru pričakovanj SDH, odgovorno izključno njeno vodstvo, ki mora v postopku odločanja o sprejetju 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.

Posebni del LNU vsebuje tudi informacije o pričakovanih denarnih tokovih iz naslova (i) pridobivanja kapitalskih naložb in razpolaganja s kapitalskimi naložbami v neposrednem imetništvu RS in SDH ter tudi iz naslova (ii) upravljanja terjatev in (iii) upravljanja stvarnega premoženja, prenesenega na SDH iz DUTB.

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.

⁴ Vključene so tudi kapitalске naložbe DUTB, s katerimi je od 1. 1. 2023 predvideno aktivno upravljanje SDH in niso uvrščene v skupino naložb namenjenih upravljanju s terjatvami ali s stvarnim premoženjem.

⁵ 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.

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 aktov in aktov upravljanja naložb, vsebinsko povezanih z njimi, 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. julija 2015, skladno z 28. členom ZSDH-1 določa (i) opredelitev in razvrstitev naložb na posamezne vrste, (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, in sicer med strateške, pomembne ali portfeljske naložbe. Če posamezna naložba ni uvrščena v katero od naštetih vrst, se šteje za portfeljsko naložbo.

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

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 glede bodočih poslovnih rezultatov družb s kapitalsko naložbo države. Merila niso kvantificirana, zato jih je treba uporabljati z vsakokratnim LNU. V LNU so merila v obliki ciljev za posamezne družbe namreč kvantificirana in predstavljajo pričakovanja SDH glede doseganja bodočih poslovnih rezultatov družb s kapitalsko naložbo države, 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. 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. Njegov temeljni cilj je maksimiranje vrednosti in ustvarjanje čim višjega donosa za lastnike, če iz zakona oziroma akta o ustanovitvi ne izhaja kaj drugega. Tudi Kodeks SDH se nenehno nadgrajuje.

Razlogi za zadnje posodobitev Kodeksa SDH v juniju 2022 so bili delna uskladitev s prenovljenim Kodeksom upravljanja javnih delniških družb iz decembra 2021, delno pa je bila posodobitev posledica lastnih ugotovitev SDH, da je treba nekatere vsebine spremeniti ali nadgraditi v smeri nadaljnjega razvoja dobrih praks korporativnega upravljanja. Del, ki se nanaša na dodatne vsebine etičnih kodeksov, je bil v Kodeks SDH dodan na predlog Ekonomsko socialnega strokovnega odbora .

Pomembnejše vsebinske spremembe in dopolnitve Kodeksa SDH so sicer bile:

- dodano je bilo priporočilo 3.6.3, po katerem naj se politike raznolikosti implementirajo v internih aktih družbe. Namen priporočila je bil operacionalizirati način izvajanja politik raznolikosti, ki so običajno programski dokument in same po sebi še ne zagotavljajo dejanskega izvajanja te vsebine v praksi;
- dodano je bilo priporočilo 6.1.2, s katerim se je nadzornemu svetu (in njegovi kadrovske komisiji, če jo ima) priporočilo oblikovanje kompetenčnega profila za člane poslovodstva neposredno pred začetkom postopka njihovega izbora. V priporočilo je dodana manjša sprememba po vzoru novega priporočila v Kodeksu upravljanja javnih delniških družb. Namen vnaprejšnjega profila je, da se kadrovske potrebe družbe opredelijo vnaprej in se kandidati pregledno merijo glede na vnaprej opredeljeni profil;
- v zvezi s kadrovanjem poslovodstev je bilo dodano priporočilo 6.1.3, po katerem naj se kot negativni pogoj za članstvo v poslovodstvu družbe upoštevajo funkcije v politični stranki, na katere so bili kandidati voljeni in imenovani v zadnjih šestih mesecih, in da v preteklih šestih mesecih niso imeli funkcije, ki je po Zakonu o integriteti in preprečevanju korupcije nezdržljiva s članstvom v poslovodstvu gospodarske družbe. Gre za primerljive pogoje, ki po ZSDH-1 veljajo za kandidate za člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države;
- dodano je bilo novo priporočilo 6.5a, v katerem je bilo določeno navedeno, da se izpolnjevanje zakonskih pogojev in pogojev za imenovanje za člana nadzornega sveta, kot so za imenovanje na to funkcijo določeni v aktih o ustanovitvi, pričakuje ves čas njegovega mandata, ne le v času kandidature. Naknadno nastalo neizpolnjevanje pogojev naj vodi v prenehanje mandata. Naknadno nastalo neizpolnjevanje pogojev iz ZGD-1 in pogojev iz akta o ustanovitvi pa je ustrezno

sankcionirano že v zakonodaji. Zato je bil poudarek v tem priporočilu na sankcioniranju situacije, ko član nadzornega sveta naknadno preneha izpolnjevati pogoje iz tretjega odstavka 21. člena ZSDH-1. Taka situacija v zakonu ni bila sankcionirana, zato je urejena kot priporočilo;⁶

- v priporočilu 6.7.1 se je dodalo priporočilo o medsebojnem seznanjanju z izjavami o neodvisnosti na seji nadzornega sveta;
- v priporočilu 6.10 se je črtal sklic na Prilogo 1 in Prilogo 2 Kodeksa, ki sta se doslej nanašali na podrobnejšo določitev višine plačil za opravljanje funkcije in višino sejin za člane organa nadzora ter opredeljevali vzorec skupščinskega sklepa za plačilo članov organa nadzora. Namesto tega se novo besedilo priporočila 6.10 sedaj sklicuje na ureditev te materije v Priporočilih in pričakovanih SDH. Gre za sistemski premik te vsebine v Priporočila in pričakovanja SDH in v Politiko prejemkov organov vodenja. Tako bodo vsebine glede priporočenih višin prejemkov organov vodenja in nadzora urejene na enem mestu. Sprememba v besedilu priporočila 6.10 je tudi, da s sklicem na upoštevanje ostalih dejavnikov kompleksnosti poslovanja družbe in kompleksnosti nalog nadzornega sveta napoveduje, da se bodo v okviru razponov plačil predvidoma enkrat v prihodnosti določili novi podrazredi, tako da bodo razlike v plačilih med nadzornimi sveti v večji meri objektivno utemeljive.
- v priporočilu 6.14 se je pedagoško pojasnilo, katere vrste komisij običajno ustanavljajo nadzorni sveti, pri tem pa se je na novo omenila IT komisija. Zaradi vse večje pomembnosti digitalizacije se je pedagoško opozorilo na možnost ustanovitve IT komisije nadzornega sveta. Dodatne vsebine glede tega so se pedagoško podale v Prilogi 5 Kodeksa;
- dodano je bilo priporočilo 7.5, ki napotuje na oblikovanje strategije družbe in poslovnega načrta, kar je prav tako pedagoškega značaja;
- v priporočilu 10.1.1 so se priporočile dodatne vsebine etičnega kodeksa na področju odgovornega odnosa do zaposlenih in socialnih partnerjev, njihovih pravic in spoštovanja sprejetih zavez na tem področju. Dodane vsebine so se v Kodeks vnesle na podlagi pobude ESSO.

Izhodišča SDH za glasovanje na skupščinah družb vsebujejo izhodišča za delovanje predstavnikov SDH na posameznih skupščinah družb in 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, spoštovanja človekovih pravic pri poslovanju, trajnostnega poslovanja, prejemkov in drugih pravic članov organov vodenja ipd.

V zadnji dopolnitvi Priporočil in pričakovanih SDH je bilo sicer Priporočilo št. 8 v poglavju Spoštovanje človekovih pravic pri poslovanju dopolnjeno z novim priporočilom št. 8.3, v katerem se je družbam priporočilo, naj spoštujejo delovnopravno zakonodajo in veljavne kolektivne pogodbe, vodijo korekten in spoštljiv socialni dialog z reprezentativnimi sindikati in predstavniki zaposlenih v svetih delavcev oziroma z delavskimi zaupniki ter reprezentativnim sindikatom in svetom delavcev oziroma delavskim zaupnikom zagotavljajo pravočasne informacije, do katerih so upravičeni na podlagi veljavne zakonodaje ali drugih zavez družbe. S temi priporočili se v okviru družb s kapitalsko naložbo države poskuša še v večji meri krepiti področje spoštovanja človekovih pravic, saj gre za vidik trajnostnega poslovanja, katerega krepitev sodi med strateška področja delovanja SDH.

Prav tako je bilo v zadnji dopolnitvi Priporočil in pričakovanih SDH dodano novo priporočilo št. 10 z naslovom Politika prejemkov organov nadzora. Upošteva sistemskost pristopa urejenosti področij priporočil na področju plačil članov organov vodenja in nadzora, je SDH kot primerno ocenil, da se vsebina plačil članov nadzornega sveta, razen temeljnih izhodišč, ki ostajajo zapisana v Kodeksu SDH, uredi na istem mestu kot prejemki organov vodenja, torej v dokumentu Priporočila in pričakovanja SDH.

Na področju razvoja korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države SDH za leto 2023 načrtuje naslednje aktivnosti:

- prenovo Kodeksa korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države v smeri večje preglednosti, poenostavitve posameznih segmentov in novih poudarkov glede na aktualne izzive na področju korporativnega upravljanja (v proces prenove bo vključil tudi zunanje strokovnjake in druge pomembne deležnike),
- nadaljevanje promoviranja in spodbujanja ukrepov na področju upravljanja tveganj, skladnosti poslovanja in integritete, trajnostnega poslovanja družb in korporativne kulture,
- posodobitev in dopolnitev Priporočil in pričakovanih SDH glede na aktualne izzive, pri čemer se posebej načrtuje:
- manjša posodobitev Politike prejemkov organov vodenja na podlagi spoznanj ob implementaciji Politike v letu 2022 ter priprava vzorčne politike prejemkov organov vodenja, na podlagi katere bodo nadzorni sveti družb s kapitalsko naložbo države lažje pripravili svoje politike prejemkov organov vodenja in dosegli skladnost z dokumenti SDH,

⁶ Z uveljavitvijo Novele ZSDH-1 (ZSDH-1A) je bil sicer v 21. člen dodan nov šesti odstavek, ki določa, da mora SDH redno preverjati izpolnjevanje meril in kriterijev članov nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države iz drugega, tretjega in četrtega odstavka 21. člena ZSDH-1 in v primeru ugotovitve njihovega neizpolnjevanja takoj začeti postopke za odpoklic člana nadzornega sveta.

- posodobitev Politike prejemkov organov nadzora, saj so priporočene višine prejemkov organov nadzora nespremenjene že več kot 10 let (SDH bo preučil priporočene višine ter gibanje prejemkov organov nadzora v Sloveniji in v tujini ter glede na ugotovitve sprejel nove okvire prejemkov organov nadzora),
- posodobitev Politike upravljanja SDH s posebnim poudarkom na izboljšanju kandidacijskih postopkov za člane nadzornih svetov, kjer bo nadgradil akreditacijski in nominacijski postopek z namenom še bolj sistematičnega preverjanja znanja, usposobljenosti in izpolnjevanja *fit & proper* standardov kandidatov za člane nadzornih svetov ter njihovega kontinuiranega izobraževanja.

Ker bodo s prenosom premoženja DUTB na SDH v upravljanje poleg kapitalskih naložb DUTB prešle tudi terjatve in stvarno (nepremično in premično) premoženje DUTB, bo treba v tem delu nadgraditi oziroma po potrebi prilagoditi tudi vse temeljne akte upravljanja naložb in druge akte upravljanja naložb, vsebinsko povezane z njimi in navedene v tem poglavju.

V zvezi z upoštevanjem Priporočil in pričakovanj SDH glede oblikovanja politik prejemkov organov vodenja SDH pričakuje, da se bodo v letu 2023 javne družbe, upoštevale tudi zgoraj omenjeno vzorčno politiko prejemkov organov vodenja, v celoti uskladile s navedenimi priporočili. Prav tako SDH pričakuje, da bodo v letu 2023 in v naslednjih letih tudi ostale družbe oblikovale politike prejemkov organov vodenja in jih predložile skupščini/ustanovitelju v odobritev oziroma sprejetje, pri čemer tudi glede slednjih pričakuje usklajenost s priporočili SDH. V primeru utemeljenega odstopa od določil ZPPOGD (za kar SDH šteje, če je družba dosledno upoštevala priporočila SDH pri vrednotenju posameznih meril, ki vplivajo na oceno zahtevnosti poslovanja družbe) bo SDH predložil politike prejemkov organov vodenja v predhodno potrditev vladi.

3 CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

Splošni cilji družb z lastništvom države, ki jih upravlja SDH, so 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 kapitalskih naložb in klasifikacija kapitalskih naložb

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

- **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;
- **razvojni cilji:** ohranjanje ključnih razvojnih dejavnikov v državi;
- **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 zasledujejo strateški in gospodarski cilji. Minimalni delež v strateških naložbah znaša skladno s prvim odstavkom 14. člena ZSDH-1 50 % + 1 glas;
- pomembne naložbe, pri katerih se zasledujejo razvojni in gospodarski cilji. Minimalni delež v pomembnih naložbah znaša skladno z drugim odstavkom 14. člena ZSDH-1 25 % + 1 glas;
- portfeljske naložbe, pri katerih se zasledujejo izključno gospodarski cilji. Z njimi lahko SDH prosto razpolaga.

Kapitalske naložbe DUTB, ki s Strategijo upravljanja niso bile klasificirane, štejejo za portfeljske naložbe. Sprememba klasifikacije naložb je v skladu z veljavnimi predpisi mogoča le s sprejetjem nove Strategije upravljanja naložb.

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

- strateško-razvojni,
- sektorsko-podjetniški,
- mrežni in
- javnofinančni.

Upošteva se zgoraj navedene kriterije, ima RS:

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

3.2 Kapitalске družbe in način ustvarjanja prihodkov

Vse družbe s kapitalsko naložbo države so kapitalске družbe, organizirane v obliki delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo. Dve družbi imata status javnega podjetja.

Družbe s kapitalsko naložbo države se razlikujejo med seboj glede na način ustvarjanja prihodkov. Nekatere družbe prihodke v celoti ustvarjajo na trgu v pogojih konkurence, nekatere jih ustvarjajo na podlagi podeljenih koncesij oziroma zakonov, ki jim dajejo pooblastilo za zaračunavanje storitve/dajatve, nekatere pa imajo mešani način ustvarjanja prihodkov. V vsakem primeru poslovni

model vsake družbe predpostavlja pozitivno poslovanje. Če pozitivno poslovanje ne bi bilo predpostavljeno, ne bi prišla v poštev pravnoorganizacijska oblika kapitalske družbe, ampak bi bilo treba uporabiti kakšno drugo pravnoorganizacijsko obliko (npr. gospodarski javni zavod).

3.3 *Strateški in razvojni cilji upravljanja kapitalskih naložb*

Poleg gospodarskih ciljev se pri upravljanju strateških in pomembnih kapitalskih naložb zasledujejo tudi strateški 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 ter internacionalizaciji gospodarstva. Cilj strategije upravljanja je, da z načrtnim, preglednim in učinkovitim upravljanjem kapitalskih naložb države pomembno prispeva k uresničevanju nacionalnih razvojnih prioritet, usklajenih v strateških razvojnih dokumentih, s spodbujanjem konkurenčnosti gospodarstva, tehnološkega prestrukturiranja v smeri inovativnih proizvodov in storitev z visoko tehnološko zahtevnostjo in visoko dodano vrednostjo ter s spodbujanjem stabilne oskrbe z viri, trajnostne pridelave hrane in trajnostnega turizma.

3.4 *Cilji v LNU*

3.4.1 *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 upoštevajo zlasti naslednja **izhodišča**:

- **temeljne usmeritve**, določene v Strategiji upravljanja;
- **temeljni cilji upravljanja**, zaradi katerih je bila posamezna naložba klasificirana v določeno temeljno skupino naložb;
- **strateški in razvojni cilji upravljanja**, ki jih določa Strategija upravljanja;
- **razmere v poslovnem okolju, ključna tveganja in napovedi bodočih poslovnih gibanj**;
- **razvojne usmeritve**, ki so bile sprejete na ravni države, in **razvojni trendi**, ki jih je mogoče 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 SDH seznanile z lastnimi strateško-planskimi dokumenti in so ti načrti skladni s cilji SDH. 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 obveščeniosti 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, ukrepi in ravnanja v LNU opredeljujejo alternativno, v odvisnosti od nastopa določenih dogodkov.

SDH ima v družbah s kapitalsko naložbo države na razpolago le **korporacijskopravne vzvode**, ki izvirajo iz položaja delničarja oziroma družbenika. Pri upravljanju naložb je treba upoštevati tudi druge zakonske omejitve, ki so podrobneje razložene v poglavju 3.4.3 v nadaljevanju.

3.4.2 *Prioritete upravljanja v letu 2023 in druge dolgoročne strateške teme pri upravljanju kapitalskih naložb države*

Kot že omenjeno v uvodu tega dokumenta, se ključne prioritete na področju upravljanja kapitalskih naložb nanašajo na **celovito obvladovanje poslovno-financijskih in drugih strateških tveganj in izgradnjo odpornosti družb** v času gospodarskega ohlajanja.

Učinkovito obvladovanje poslovno-financijskih tveganj lahko družbo pomembno zaščiti pred negativnimi vplivi na gibanje prihodkov, stroškov, dobička in denarnega toka ter pomembno vpliva na to, kako uspešno bo družba izšla iz takih okoliščin glede na konkurenco. Razvit sistem upravljanja tveganj je predpogoj za dolgoročno vzdržnost poslovnih modelov družb.

SDH bo zato model upravljanja prednostno prilagodil zaostrenim pogojem poslovanja in novim tveganjem, ki vključuje:

- krizno upravljanje in vodenje podjetij v kompleksnih pogojih poslovanja,
- razvit in prilagojen sistem upravljanja tveganj,
- specifične kompetence članov nadzornih svetov in uprav,
- prilagojene izobraževalne aktivnosti za nadzorne svete,
- prilagojene cilje in pričakovanja SDH,

- intenzivno povezovanje in vključevanje deležnikov/odločevalcev v iskanje rešitev.

V zvezi s tem SDH od članov organov nadzora pričakuje okrepljen **nadzor nad upravljanjem vseh ključnih tveganj**, za kar morajo imeti člani nadzornega sveta tudi zadostna znanja.

SDH pričakuje, da bodo strateške energetske družbe spoštovale vso interventno zakonodajo na področju upravljanja z energetske krizo in v okviru poslovnih načrtov leta 2023 učinkovito izvajale vse potrebne ukrepe za zagotavljanje stabilne in cenovno dostopne oskrbe z energijo za gospodinjstva in poslovne odjemalce v Republiki Sloveniji.

SDH od vseh družb pričakuje oblikovanje ukrepov za spopadanje s trenutno energetske draginjo, ki naj vključujejo tako varčevanje z energijo kot tudi ukrepe za pospešitev zelenega prehoda in energetske prilagodljivost, kjer je to mogoče, ter okrepljeno upravljanje ključnih stroškov poslovanja, ki se povečujejo tudi zaradi inflacije in drugih učinkov. Zagotavljanje kibernetске varnosti naj postane strateška funkcija.

Pri oblikovanju sistemov upravljanja bo dan poudarek sistemom, ki v stabilnih pogojih poslovanja delujejo učinkovito in so se hkrati sposobni **prožno odzivati tudi na negotovosti**. Obvladovanje poslovnega in finančnega tveganja v letu 2023 bo zahtevalo ravnovesje med preizkušenimi preteklimi strategijami in inovativnim razmišljanjem, podprto z naprednimi tehnologijami, ki so danes na voljo.

V negotovih časih je še posebej pomembno, da se družbe osredotočijo na investicije v digitalizacijo in tiste **tehnologije industrije 4.0**, ki bodo najbolj podprle strateške cilje družbe, saj so njihove prednosti v izboljšani produktivnosti, učinkovitosti, prilagodljivosti, zmanjševanju stroškov, ustvarjanju možnosti za inovacije in višjih prihodkih. Ob nadaljevanju trenda digitalizacije postaja vse pomembnejše tudi **obvladovanje tveganj kibernetске varnosti in varnosti podatkov**. Družbe morajo storiti vse potrebno, da okrepijo svojo kibernetско varnost pred možnimi vdori v sisteme in preprečijo škodo, povezano z njimi.

Pomembne strateške teme še naprej ostajajo trajnostno poslovanje družb, s poudarkom na postopnem približevanju ogljično nevtralnemu gospodarstvu in upravljanju korporativne kulture.

SDH bo posredno v okviru svojih upravljaljskih upravičenj še naprej spodbujal družbe s kapitalsko naložbo države, da imajo na področju strateške teme trajnosti:

- vzpostavljeno ustrezno strukturo upravljanja,
- jasno strategijo, ki vključuje trajnost in podnebno ukrepanje,
- vzpostavljen okvir za obvladovanje tveganj in tudi priložnosti,
- metriko in cilje za obravnavanje vpliva podnebnih sprememb na posamezna podjetja,
- ustrezna razkritja in poročanje.

Družbe so v letu 2022 izmerile ogljični odtis po Obsegu 1 in 2 mednarodnega Protokola GHG ter pripravile cilje in načrte razogljičenja (2025, 2030 in ambicije do 2050). Izmere ogljičnega odtisa za največjih 20 družb portfelja in dve proizvodni družbi je SDH v agregatni obliki predstavil v Letnem poročilu o upravljanju kapitalskih naložb RS in SDH za leto 2021. Te pomembne vsebine podnebnega ukrepanja postajajo redni del upravljanja in spremljanja poslovanja posameznih družb. Odgovorno obravnavanje okoljske trajnosti, ukrepi za blažitev podnebnih sprememb, ukrepi prilagajanja in prehoda so pomembni za številna podjetja, da ustvarjajo dolgoročne, trajnostne donose. SDH je zato za vse velike družbe v LNU dodal tudi trajnostne cilje poslovanja.

Nekatere borze in drugi deležniki od borznih družb že zahtevajo razkritja v skladu z okvirom delovne skupine za finančna razkritja, povezana s podnebjem. Finančni trgi potrebujejo jasne, celovite in visokokakovostne informacije o vplivih podnebnih sprememb. To vključuje tveganja in priložnosti, ki jih predstavljajo naraščajoče temperature, politika, povezana s podnebjem, in nastajajoče tehnologije v našem spreminjajočem se svetu. Trgi zahtevajo, da imajo podjetja vzpostavljeno **strukturo upravljanja, jasno strategijo, okvir za obvladovanje tveganj ter tudi metriko in cilje** za obravnavanje vpliva podnebnih sprememb. Ti cilji in kakovost načrtov za njihovo doseganje so pomembni tudi za SDH, saj so borzne družbe pomemben del portfelja. Orodja delovne skupine za finančna razkritja, povezana s podnebjem, so ključna za razumevanje sposobnosti podjetja, da se prilagodi prihodnosti.

V post epidemičnih razmerah sta **korporativna kultura in upravljanje talentov** postala pomemben element konkurenčne prednosti za organizacije, zato je pomembno, da tudi v prihajajočih zaostrenih gospodarskih razmerah to ostane strateška tema.

SDH je februarja 2022 v sodelovanju s strokovnjaki Centra poslovne odličnosti Ekonomske fakultete (CPOEF) izdal priročnik za nadzorne svete družb s kapitalsko naložbo države z naslovom Upravljanje korporativne kulture. Neposredni namen priročnika je, da nadzorne svete opremi s ključnimi usmeritvami, vprašanji in orodji za delovanje z vidika upravljanja korporativne kulture. Ob zavedanju, da je ustrezna organizacijska kultura pomemben dejavnik spodbujanja ali zaviranja uspešnosti poslovanja, je posreden namen priročnika tako tudi zagotavljati uspešnost in učinkovitost poslovanja družb s tem, da kultura dobi ustrezno mesto v okviru

praks korporativnega upravljanja. Naloga nadzornega sveta je, da to področje spremlja in nadzoruje periodično znotraj vzpostavljenega sistema korporativnega upravljanja, in sicer z:

- vzpostavljeno krovno strategijo in skrbjo za usklajenost korporativne kulture z dolgoročno strategijo in poslanstvom družbe,
- spoznavanjem in razumevanjem, kako poslovodstva družb definirajo in razvijajo korporativno kulturo,
- jasno opredeljenim poslanstvom, povezanim s kulturo in vrednotami podjetja, kar spremlja ustrezna pričakovanja in vedenja zaposlenih,
- nadzorom nad tem, kako uprava družbe opredeljuje in nenehno usklajuje kulturo s strategijo in kako upravlja tveganja,
- umeščeno upravljanje korporativne kulture v okvir notranjega upravljanja in notranjih kontrol, v dobro delujočega upravljanja tveganj, skladnosti poslovanja in notranje revizije,
- rednim uvrščanjem kulture v program dela in preglede notranje revizije,
- podatki o stanju ključnih indikatorjev uspeha na področju korporativne kulture,
- vključevanjem ciljne korporativne kulture tudi v nagrajevanje poslovodstva, ki je transparentno in usklajeno z doseganjem zelene kulture podjetja.

SDH pričakuje, da člani organov nadzora skrbno proučijo priročnik ter tematiko spremljajo in nadzorujejo periodično znotraj vzpostavljenega sistema korporativnega upravljanja. Člani organov vodenja pa naj implementirajo potrebne ukrepe, tudi s primerno komunikacijo z vrha in uvajanjem ustreznega vodenja na vseh nivojih, da bo zelena korporativna kultura živela tudi v praksi in podpirala izvajanje strateških ciljev družbe. Cilj je, da družbe analizirajo obstoječo korporativno kulturo, opredelijo zeleno kulturo in postopoma izvajajo potrebne ukrepe.

Poslanstvo, ki govori o bistvu podjetja, naj jasno artikulira vlogo organizacije in pomen v širši družbi. Pri tem naj se v prihodnje ob prenovi ali osvežitvi strategije družbe skladno z najnovejšimi dognanji stroke preveri, ali poslanstvo družbe še odgovarja izzivom sodobnega poslovnega okolja in pričakovanjem deležnikov.

3.4.3 Zakonske omejitve pri upravljanju kapitalskih naložb države

SDH upravlja kapitalske naložbe države v skladu z zakoni in predpisi ter 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 izpostavljajo naslednje omejitve pri upravljanju.

- V določbi tretjega 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 ni pripravljenosti za potencialni odkup vseh preostalih delnic ciljne družbe in če tak ukrep ni predviden v LNU.
- SDH mora upoštevati določbe zakona, ki ureja preprečevanje omejevanja konkurence. Koncentracijo, pri kateri je izpolnjen poleg pravnega tudi ekonomski pogoj, mora priglasiti pristojni agenciji in odložiti njeno izvajanje do izdaje odločbe o skladnosti koncentracije s pravili konkurence. SDH se izogne koncentraciji, če meni, da je ta sporna z vidika konkurenčnih 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 kupca ni mogoče 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.

4 MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI

4.1 *Gospodarske razmere v letu 2022*

Pred napovedjo za makroekonomsko okolje je podana predstavitev gospodarskih razmer v letu 2022, saj so te tudi izhodišče glede pričakovanj o gibanju gospodarske aktivnosti v letu 2023.

Negotovo okrevanje v svetovni ekonomiji, ki smo mu bili priča v letu 2021, so v letu 2022 prekinile zaostrene razmere, ki so privedle do padca BDP v drugem kvartalu leta 2022, pri čemer je treba razloge iskati v razmerah v Rusiji (sankcije), na Kitajskem (ponovni izbruhu covid-19 in omejitveni ukrepi), v visoki inflaciji (še posebej v Evropi in ZDA), v zaostrenih finančnih pogojih ter v negativnih vplivih vojne v Ukrajini. Negativni vplivi vojne v Ukrajini se kažejo v prelivanju krize, ki zaradi izjemno visoke inflacije sili centralne banke k zaostrovanju monetarnih politik. Žal je treba zapisati, da centralne banke v letu 2021 niso pravilno ocenile razvoja inflacije, kar ob dodatnih negativnih vplivih ukrajinske vojne v letu 2022 zahteva silovito dvigovanje temeljnih obrestnih mer.

Do septembra 2022 so, po do sedaj znanih podatkih, prisotni številni opozorilni znaki, da lahko v evrskem območju kmalu nastopi recesija. Zabeleženi so že bili padci aktivnosti v številnih panogah gospodarstva, podatki o padajočem razpoloženju (indeks razpoloženja) menedžerjev pa prav tako podajajo slabe obete glede prihodnje gospodarske aktivnosti. V evrskem območju je BDP v prvem kvartalu leta 2022 porasel za 0,6 % (na kvartalni primerjavi), v drugem kvartalu leta 2022 za 0,8 % (na kvartalni primerjavi), v tretjem kvartalu pa je rast znašala le 0,2 % (na kvartalni primerjavi). Analitiki, ki jih spremlja Bloomberg, predvidevajo, da bo BDP evrskega območja v četrtem kvartalu padel za 0,4 % (na kvartalni primerjavi), padec BDP v prvem kvartalu leta 2023 pa naj bi po mnenju analitikov prav tako znašal 0,4 % (na kvartalni primerjavi). Napovedi tako izražajo veliko zaskrbljenost analitikov glede poslabšanja gospodarskega okolja v evrskem območju konec leta 2022, kar podaja tudi slabe obete za začetek leta 2023. V evrskem območju je v letu 2022 močno poskočila inflacija, inflacija CPI je v letu 2021 znašala 2,6 % na letni ravni, po napovedih analitikov pa naj bi v letu 2022 dosegla 8,5 %. Brezposelnost v evrskem območju bo po ocenah analitikov konec leta 2022 znašala 6,8 %. V letu 2022 so bili na monetarnem trgu storjeni pomembni premiki, saj je ECB začela proces zviševanja obrestnih mer. Depozitna obrestna mera je tako v juliju 2022 zapustila negativno območje, v septembru in oktobru pa jo je ECB še dodatno dvignila (po oktobrskem zasedanju ECB je bila depozitna obrestna mera 1,50 %). Ko je depozitna obrestna mera zapustila negativno območje, so tudi slovenske banke začele ukinjati ležarine za fizične osebe. ECB je torej na zasedanju 27. oktobra 2022 dvignila vse tri ključne obrestne mere za 75 bazičnih točk (temeljno obrestno mero na 2,00 %), z napovedjo glede prihodnjih dvigov obrestne mere pa se je ECB tudi jasno zavezala k boju proti inflaciji. Na podlagi odločnega sporočila, ki ga je ECB poslala javnosti, trgovci s finančnimi instrumenti v sredini novembra 2022 pričakujejo, da bo depozitna obrestna mera v evrskem območju na prihodnjih zasedanjih ECB še narasla, pri čemer trg nakazuje, da bo depozitna obrestna mera ECB ob koncu leta 2022 znašala 2,5 %, v letu 2023 pa naj bi še narasla. Evrsko območje je trenutno v primežu visoke inflacije in neugodnih makroekonomskih razmer, ki grozijo z recesijo. Če se bodo razmere v evrskem območju še poslabšale, bodo potrebni dodatni stimulacijski programi tako monetarne kot fiskalne politike. ECB tako nadaljuje reinvestiranje zapadlih glavnih vrednostnih papirjev iz sklopa stimulacijskega programa APP (*Asset purchase programme*), pri čemer je bila podana zaveza, da bo proces potekal, dokler bo potrebno za vzdrževanje ustreznih likvidnostnih razmer. Stimulacijski programi morajo seveda biti oblikovani tako, da ne podpihujejo visoke inflacije. Komisar EU za gospodarstvo Paolo Gentiloni je ocenil, da mora EU v teh težkih razmerah izkoristiti obstoječe fiskalne instrumente za boj proti krizi in jih prilagoditi novonastalim razmeram. Če se bo v bližnji prihodnosti stanje v ekonomiji poslabšalo in se odrazilo tudi na trgu dela, bo treba uvesti nove stimulacijske ukrepe.

V ZDA je bil v prvem kvartalu leta 2022 zabeležen padec BDP v višini 1,6 % (kvartal na kvartal, sezonsko prilagojena letna raven), v drugem kvartalu padec v višini 0,6 % (kvartal na kvartal, sezonsko prilagojena letna raven), v tretjem kvartalu pa je bila prisotna rast v višini 2,6 % (kvartal na kvartal, sezonsko prilagojena letna raven). Analitiki pričakujejo, da bo rast BDP v četrtem kvartalu 2022 znašala 0,6 % (kvartal na kvartal, sezonsko prilagojena letna raven), v prvem kvartalu leta 2023 pa $-0,1$ % (kvartal na kvartal, sezonsko prilagojena letna raven). Inflacija CPI je v letu 2021 znašala 4,7 %, v letu 2022 pa se bo zvišala na predvidoma 8,1 %. Ameriška ekonomija je v zadnjih letih kazala boljše gospodarsko stanje kot ekonomija evrskega območja, kar se izkazuje tudi na trgu dela oziroma v nižji stopnji brezposelnosti. Ta je v letu 2021 znašala 5,4 % v letu 2022 pa naj bi se še znižala, in sicer na 3,7 %. FED je v letu 2021 temeljno obrestno mero držal med 0 in 0,25 %, za kar je bil deležen številnih kritik (obtožbe o neukrepanju oz. prepoznom ukrepanju glede na inflacijske pritiske). V letu 2022 je FED začel odločno dvigovati temeljno obrestno mero (zaradi boja z visoko inflacijo) in jo je do vključno novembra 2022 dvignil kar šestkrat, pri čemer je bil en dvig v višini 50 bazičnih točk, štirje pa so bili v višini 75 bazičnih točk (samo prvi dvig temeljne obrestne mere je znašal osnovnih 25 bazičnih točk). Finančni trgovci sredi novembra 2022 vidijo temeljno obrestno mero FED konec leta 2022 pri približno 4,5 %, konec leta 2023 pa na nekaj nižjem nivoju.

V letu 2022 smo bili zaradi vojne v Ukrajini in sankcij, ki so bile uvedene proti Rusiji, priča izjemni zaostritvi razmer predvsem na evropskih energetskih trgih, saj imata obe državi pomemben delež na posameznih segmentih energetskega trga. Ukrajina ima izreden strateški geografski položaj pri dobavah ruskega plina v Evropo, Rusija pa ima izjemno pomemben delež pri dobavi več

energentov v evropskem in tudi v svetovnem merilu (nafta, plin, premog). Učinki teh razmer in strah pred dodatnimi zaostritvami so se odrazili v silovitem poskoku cen energentov, pri čemer je treba izpostaviti predvsem dogodke na evropskih trgih EE, kjer so cene v posameznih trgovnih dneh prestopile vse meje razuma. Neposredne takojšnje žrtve teh razmer so bila nekatera energetska podjetja, ki so se ukvarjala predvsem s trgovanjem s posameznimi energenti in njihovo dobavo. V Evropi smo bili tako priča propadom številnih energetskih podjetij ali opustitvam poslovanja na posameznih segmentih energetskega trga. Tudi v RS so bili prisotni umiki posameznih manjših ponudnikov s trga dobav energentov. V boljšem položaju so energetska podjetja, ki imajo lastne vire energentov (lastna črpališča plina, nafte, rudniki premoga). Evropska energetska kriza tako različno vpliva na poslovanje energetskih podjetij, njene specifične pa so podrobneje predstavljene v poglavju Dogajanje na trgu/področju energetike. Med posredne žrtve trenutne energetske krize lahko štejemo številna podjetja, ki so bila zaradi predragih energentov prisiljena zmanjšati obseg proizvodnje. EU je zaradi ukrajinske vojne in dejanj, ki so povezana z njo, Rusijo označila kot nezanesljivega dobavitelja surovin in sprejela odločitev, da v prihodnosti opusti uvoz ruskih energentov. Dodaten negativni vpliv energetske krize (poleg škodljivega vpliva na gospodarsko aktivnost) je viden tudi v pospešku inflacije, saj se je ta zaradi strateške pomembnosti energentov (prisotnih vseh panogah kot vstopni stroški) prelila v praktično vse sektorje gospodarstva.

4.2 Makroekonomske napovedi

Tabela 2: Pregled makroekonomskih napovedi za svet, RS, evrsko območje in ZDA (povzetek)

Indikator (v %)*	2018	2019	2020	2021	Napoved 2022	Napoved 2023	Napoved 2024
SVET							
Rast, realni BDP (na letni ravni)	3,6	2,8	-3,0	6,0			
napoved IMF					3,2	2,7	3,2
napoved analitikov					2,9	2,2	2,9
Inflacija CPI (na letni ravni)	3,6	3,5	3,2	4,7			
napoved IMF					8,8	6,5	4,1
napoved analitikov					7,5	5,1	3,4
REPUBLIKA SLOVENIJA							
Rast, realni BDP (na letni ravni)	4,5	3,5	-4,3	8,2			
napoved UMAR					5,0	1,4	2,6
napoved analitikov					6,0	1,3	2,7
Inflacija CPI (na letni ravni)	1,7	1,6	-0,1	1,9			
napoved UMAR					8,9	6,0	2,9
napoved analitikov					9,3	5,9	2,8
Stopnja brezposelnosti	5,2	4,5	5,0	4,7			
napoved UMAR					4,2	4,1	3,9
napoved analitikov					4,5	4,3	4,5
EVRSKO OBMOČJE							
Rast, realni BDP (na letni ravni)	1,8	1,6	-6,1	5,3			
napoved IMF					3,1	0,5	1,8
napoved analitikov					3,1	-0,1	1,5
Inflacija CPI (na letni ravni)	1,8	1,2	0,3	2,6			
napoved IMF					8,3	5,7	2,7
napoved analitikov					8,5	5,8	2,1
Stopnja brezposelnosti	8,2	7,6	8,0	7,7			
napoved IMF					6,8	7,0	6,9
napoved analitikov					6,8	7,2	7,1
Tečaj EUR/USD	1,15	1,12	1,22	1,14			
napoved analitikov					0,98	1,05	1,09
Nafta tipa Brent (v USD)	53,80	66,00	51,80	77,78			
napoved analitikov					101,00	96,25	88,00
3M EURIBOR	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57			
napoved analitikov					2,23	2,45	1,69
Temeljna obrestna mera ECB	0,00	0,00	0,00	0,00			
napoved analitikov					2,50	2,90	2,45
ZDA							
Rast, realni BDP (na letni ravni)	2,9	2,3	-2,8	5,9			
napoved IMF					1,6	1,0	1,2
napoved analitikov					1,8	0,4	1,4

Indikator (v %)*	2018	2019	2020	2021	Napoved 2022	Napoved 2023	Napoved 2024
Inflacija CPI (na letni ravni)	2,5	1,8	1,2	4,7			
napoved IMF					8,1	3,5	2,2
napoved analitikov					8,1	4,2	2,5
Stopnja brezposelnosti	3,9	3,7	8,1	5,4			
napoved IMF					3,7	4,6	5,4
napoved analitikov					3,7	4,3	4,7
Nafta tipa WTI (v USD)	45,41	61,06	48,52	75,21			
napoved analitikov					96,35	93,00	85,00
3M SOFR	2,81	1,91	0,24	0,21			
napoved analitikov					4,26	4,03	3,27
Temeljna obrestna mera FED (zgornja meja intervala)	2,50	1,75	0,25	0,25			
napoved analitikov					4,50	4,35	3,00

* Vrednosti v tabeli so podane v %, razen pri EUR/USD valutni par in nafti.

Mednarodni denarni sklad napoveduje,⁷ da bo po osnovnem scenariju svetovno gospodarstvo v letu 2022 zraslo za 3,2 %, v letu 2023 pa za 2,7 %. V letu 2021 je bila rast BDP svetovnega gospodarstva 6,0 %. Po osnovnem scenariju naj bi gospodarska rast v razvitih ekonomijah sveta v letu 2022 znašala 2,4 %, v razvijajočih se ekonomijah pa 3,7 %. Rast gospodarske aktivnosti bo po predvidevanjih v letu 2023 višja v razvijajočih se državah sveta, kjer naj bi znašala 3,7 %, medtem ko naj bi rast v razvitih državah znašala le 1,1 %. Pri primerjavi podatkov ocenjenih rasti BDP v razvitih in razvijajočih se državah lahko vidimo, da se bo razlika med stopnjama rasti še povečala v letu 2023, kar kaže na izjemen negativen vpliv, ki ga imata visoka inflacija in vojna v Ukrajini na razvite države sveta. IMF za evrsko območje za leto 2022 napoveduje rast BDP za 3,1 %, v letu 2023 rast za 0,5 %, za Evropsko unijo pa rast za 3,2 % v letu 2022 in rast za 0,7 % v letu 2023. Za ZDA se v letu 2022 pričakuje 1,6-odstotna rast gospodarske aktivnosti, v letu 2023 pa rast v višini 1,0 %.

Zaradi izjemno težavnega makroekonomskega okolja IMF podaja kot možen tudi alternativni pesimistični scenarij, ki predvideva, da bi ob realizaciji tveganj oz. ob uresničitvi hipotez (visoka inflacija, ki je ni moč ukrotiti, rigorozne razmere na finančnih trgih, ponoven izbruh epidemije covid-19, zaostritev geopolitičnih razmer, nižja mednarodna trgovina, dodatno ohlajanje kitajskega nepremičninskega trga, itd.) svetovna gospodarska rast v letu 2023 padla na 1,2 %, v letu 2024 pa na 1,6 %, kar bi predstavljalo spodnjih 10 % realiziranih gospodarskih rasti od leta 1970.

V nadaljevanju so predstavljene podrobne makroekonomske napovedi za RS, za evrsko območje, ki je pomembno zaradi močne izvozne aktivnosti RS, in za ZDA, ki ima prek kapitalnega trga močan vpliv na globalne kapitalne tokove in gospodarstva. Napovedi so podale institucije, ki dobro poznajo posamezno regionalno okolje. Tudi pri teh napovedih so različne neznanke razvoja faktorjev, ki bodo vplivali na prihodnjo gospodarsko aktivnost. Tako ima ECB (kot poznavalka evrskega območja) v sklopu trenutnih negotovih razmer poleg osnovnega scenarija prihodnjega gospodarskega gibanja izdelan tudi negativni alternativni scenarij projekcij. Finančni trgi bodo tako v prihodnjem letu pozorni na informacije ECB glede nadaljnjih dvigov obrestnih mer, obetov glede gibanja inflacije in obsega stimulacijskih programov.

4.3 Podrobne makroekonomske napovedi za RS, evrsko območje in ZDA

Podrobne makroekonomske napovedi je za RS podalo več institucij, za evrsko območje in za ZDA pa ECB in FED, saj sta poznavalki lokalnih razmer, njuna ocena prihodnjih obetov pa je tudi osnova za oblikovanje njune prihodnje monetarne politike, ki bo vplivala na gospodarsko aktivnost v evrskem območju in v ZDA.

Za RS in evrsko območje bi veliko pomoč pri izoginitvi možnosti nastanka pesimističnega scenarija razvoja prihodnje gospodarske aktivnosti pomenil dokončni dogovor, sklenjen na ravni EU glede reševanja obstoječe energetske krize. Ker so energetske trgi v EU med seboj povezani oziroma soodvisni, so spremembe pri delovanju evropskega energetskega sistema ključne za izboljšanje razmer na njih in s tem tudi za evropsko gospodarstvo. EU preučuje razmere na različnih energetskih trgih in poskuša najti ustrezne rešitve, saj ima gospodarstvo, glede na trenutne visoke cene energentov (stroškovni inputi), velike težave pri načrtovanju prihodnjih obsegov proizvodnje. Evropsko gospodarstvo namreč potrebuje stabilne razmere na področju cen in dobav energentov, česar pa trenutne razmere v letu 2022 ne zagotavljajo. Zaradi cilja Evrope, da se v prihodnosti odpove ruskim energentom, analitiki svarijo, da v prihodnjem obdobju v Evropi ne bomo več videli tako ugodnih cen energentov, kot so bile na trgu še pred dvema letoma (do 2020). Ta napoved pa je zaskrbljujoča za evropsko gospodarstvo, ki je zaradi evropske energetske krize že danes na

⁷ Vir: IMF, oktobrska napoved 2022.

svetovnem trgu manj konkurenčno oziroma lahko postane povsem nekonkurenčno, če se trenutna evropska energetska kriza nadaljuje in se bodo podjetja v celoti prisiljena soočiti (zaradi sklenitev novih dražjih pogodb o dobavi energentov po izteku starih (ugodnih) pogodb) z enormnimi stroški energentov, ki jih podaja sedanja evropska energetska kriza. Podjetja v Evropi so namreč že danes soočena z bistveno višjimi cenami za plin in elektriko kot podjetja iz ZDA, pri čemer se konkurenca pri prodaji proizvodov in storitev vrši na globalnem trgu. Scenarij zmanjševanja obsega evropske proizvodnje ali scenarij selitve evropske proizvodnje v druge države (na druge kontinente), kjer so stroški energentov na normalnih nivojih, pomeni namreč katastrofalen izid oziroma scenarij za evropsko gospodarstvo.

Tabela 3: *Pregled preteklih podatkov in napovedi za Slovenijo (UMAR, OECD, EK, analitiki)*

Indikator (v %)	2018	2019	2020	2021	Napoved 2022	Napoved 2023	Napoved 2024
Realni BDP (napoved analitikov)	4,5	3,5	-4,3	8,2	6,0	1,4	2,7
UMAR					5,0	1,4	2,6
Banka Slovenije					5,8	2,4	2,5
Evropska komisija					6,2	0,8	1,7
OECD					4,6	2,5	
Inflacija CPI (napoved analitikov)	1,7	1,6	-0,1	1,9	9,3	5,9	2,8
UMAR					8,9	6,0	2,9
Banka Slovenije (HICP)					9,0	4,5	2,3
Evropska komisija					9,2	6,5	3,5
OECD					7,6	6,0	

Vir: Bloomberg, UMAR, SURS.

Osnovna napoved gospodarskih gibanj v RS

Gospodarska aktivnost v RS je v letu 2021 zabeležila močno rast, saj se je BDP povečal za 8,2 %. S tako rastjo je BDP tudi presegel raven, ki jo je slovensko gospodarstvo doseglo v letu 2019 (predkoronska raven). Rasti BDP bo treba dodati tudi rast produktivnosti dela, saj je ta pomembna v procesu lovljenja oz. poskusov doseganja povprečnega standarda EU s strani RS.

UMAR v svoji jesenski napovedi gospodarskih gibanj napoveduje rast BDP za 5,0 % v letu 2022, za 1,4 % v letu 2023 in za 2,6 % v letu 2024. V letu 2022 se pričakuje še visoka gospodarska rast kot posledica učinka aktivnosti iz leta 2021, ki pa se v letu 2022 zaradi poslabšanja razmer v zunanjem okolju zmanjšuje oziroma bo v drugi polovici leta 2022 močno upadla. V letu 2022 lahko sicer pričakujemo še široko osnovano gospodarsko rast, ki jo bo v pretežni meri poganjalo domače povpraševanje (večinoma zasebna potrošnja), pozitiven vpliv pa naj bi imele tudi investicije (predvsem državne in stanovanjske). Na gibanje državnih investicij bodo pomembno vplivali nekateri večji domači projekti (npr. gradnja drugega tira Divača–Koper). Prihodnji vpliv državnih investicij bo odvisen od zakasnitev pri investicijskih projektih in od obsega nepovratnih sredstev iz instrumenta NGEU (NextGenerationEU) zaradi končne razdelitve sredstev po državah EU. Pri investicijah poslovnega sektorja pa je treba opozoriti na problematiko naraščajočih cen investicijskih dobrin, gradbenega materiala in na dvigovanje obrestnih mer. Izvozna gibanja bodo do konca leta pod pritiskom upočasnjevanja rasti gospodarske aktivnosti v glavnih trgovinskih partnericah RS (upočasnitev pri predelovalnih dejavnostih in pri storitveni menjavi). Napoved za prihodnji dve leti je tako pripravljena v razmerah velike negotovosti, pri čemer je kot glavni izvor tveganja ovrednoten neznan prihodnji potek vojne v Ukrajini in njene posledice na energetskih trgih, ki vplivajo na poslabšanje gospodarskih obetov v najpomembnejših trgovinskih partnericah RS. Dodatni zaviralci pričakovane prihodnje gospodarske rasti so negativni vplivi omejitvenih ukrepov na Kitajskem ob spopadanju s covidom-19 (vpliv na svetovne dobavne verige), energetska odvisnost posameznih držav od fosilnih goriv in vplivi visoke inflacije (stroga monetarna politika centralnih bank, ki pomeni zaostritev pogojev financiranja). UMAR sicer navaja določene dejavnike (močan trg dela, podpora iz mehanizma EU za okrevanje in odpornost, še vedno velik presežek prihrankov itd.), ki bodo blažili učinek zgoraj predstavljenih negativnih dejavnikov glede obetov rasti BDP v prihodnjih letih. Kljub vsemu pa UMAR v letu 2023 vidi gospodarsko rast v evrskem območju pri zgolj 0,4 % (mediana ocen analitikov, ki jih je zbral Bloomberg, v novembru 2022 podaja še negativno vrednost pri -0,1 %), kar je seveda tudi slaba osnova pri napovedovanju rasti BDP Slovenije (izvozno usmerjeno gospodarstvo, katerega najpomembnejše trgovinske partnerice so države Evrope) v letu 2023. UMAR predvideva, da bo zaradi takih razmer gospodarska rast v RS v letu 2023 znašala le 1,4 %, v letu 2024 pa naj bi se stanje delno izboljšalo, saj se predvideva 2,6-odstotna rast. V letu 2023 bo tako rast zasebne potrošnje bistveno nižja (v letu 2022 5,4-odstotna, v letu 2023 pa le 0,3-odstotna), saj bodo visoke cene omejevale kupno moč, pričakuje pa se tudi previdnost pri potrošnji nenujnih dobrin in storitev. Podobna previdnost bo prisotna tudi pri zasebnih investicijah (negativni učinek zaradi visokih cen gradbenega materiala, rasti obrestnih mer itd.), medtem ko bodo državne investicije imele pozitiven doprinos, ki bo ustvarjen na krilih zaključevanja finančne perspektive 2014–2020 in s sredstvi EU za okrevanje po epidemiji covid-19 (React-EU, NOO). Bruto investicije v osnovna sredstva naj bi se v letu 2022 povečale za 6,5 %, v letu 2023 za 2,5 % in v letu 2024 za 2,0 %. Šibko tuje povpraševanje in cene plina bodo v prvi polovici leta 2023 vplivali na dodano vrednost v predelovalni dejavnosti in na blagovni izvoz slovenskega gospodarstva. UMAR v drugi

polovici leta 2023 pričakuje nekoliko višjo rast pri trgovinskih partnericah RS, kar naj bi pozitivno vplivalo tudi na slovensko gospodarstvo. Rast slovenskega izvoza naj bi v letu 2022 znašala 5,0 %, v letu 2023 2,5 % in v letu 2024 4,7 %. V kombinaciji s predvideno rastjo zasebne potrošnje (predvidena rast bruto razpoložljivega dohodka) naj bi rast BDP slovenskega gospodarstva v letu 2024 tako znašala 2,6 %, pri čemer pa je treba izpostaviti, da UMAR predvideva umiritev investicijske aktivnosti, saj se izteka obdobje, ko lahko država črpa evropska sredstva iz finančne perspektive 2014–2020. Na področju inflacije UMAR pričakuje, da se bo rast cen življenjskih potrebščin, kljub upočasnitvi do konca leta, ohranila na visoki ravni. V letu 2022 so k inflaciji največ prispevali energenti in hrana, svoj delež pa so prispevale tudi razmere v dobavnih verigah in pritiski na zviševanje plač v posameznih sektorjih. V letu 2022 bo inflacija 8,9-odstotna, v letu 2023 pa 6-odstotna. K inflaciji v letu 2023 bo še vedno prispevala relativno visoka rast cen hrane in storitev, prispevek rasti cen energentov pa naj bi bil nižji kot v letu 2022. A pri tem je treba opozoriti, da so pri hipotezi glede gibanja cen energentov v letu 2023 prisotna velika tveganja. Zaostrenost (kriznost) razmer podaja tudi ocena UMAR, da se bo letos po desetih letih presežek tekočega računa prevesil v primanjkljaj, ki bo prisoten tudi v letu 2023. Šele v letu 2024 se, ob uresničitvi scenarija stabilizacije cenovnih gibanj in ob okrevanju gospodarstva, ponovno pričakuje presežek tekočega računa plačilne bilance.

Osnovni scenarij gospodarske rasti UMAR je bil pripravljen ob hipotezah, da bo rast v EU v letu 2023 le 0,5 % (v Nemčiji 0,0 %), v letu 2024 1,9 % (v Nemčiji 1,4 %), povprečna cena nafte Brent v letu 2022 pri 103,1 USD/sod, v letu 2023 pri 89,5 USD/sod, v letu 2024 pri 83,9 USD/sod, rast cen neenergetskih surovin v dolarjih naj bi v letu 2023 bila –4,0 % in –3,5 % v letu 2024, tečaj EUR/USD pa je za leti 2023 in 2024 ocenjen pri 1,022.

Alternativna (optimistična) napoved gospodarskih gibanj v RS

UMAR je pri pripravi gospodarske napovedi predvidel tudi možnost višje gospodarske rasti, kot je podana v osrednji napovedi, a bi bili za njeno uresničitev potrebni stabilizacija cen energije in robustnejša zasebna potrošnja, ki bi izhajala predvsem iz prihrankov. Na gospodarsko rast bi lahko pozitivno vplivalo tudi učinkovitejše črpanje sredstev EU v RS in v naših največjih trgovinskih partnericah. Sredstva se morajo pri tem nameniti za okrepitev raziskav, inovacij, procesov digitalizacij, s katerimi se bo povečala tudi produktivnost, zeleni preobrazbi in prilagoditvi sistemov socialne zaščite. Za doseganje boljšega rezultata sta torej ključni realokacija virov in realizacija načrtovanih javnih in zasebnih investicij.

Alternativna (pesimistična) napoved gospodarskih gibanj v RS

Zaradi izrazito visokih tveganj, povezanih z nadaljnjim potekom vojne v Ukrajini, je treba predstaviti tudi alternativni (pesimistični) scenarij, ki upošteva dodatno zaostritev razmer, povezanih z Ukrajino, zaostritev na energetskih trgih in zaostritev razmer zaradi covida-19.

Popolna zaustavitev dobave ruskega plina bi namreč negativno vplivala na industrijsko panogo in tudi na določene druge dejavnosti. Ker je slovensko gospodarstvo odvisno od številnih zunanjih dejavnikov (cene surovin, obseg tujega povpraševanja itd.), bo dejansko prihodnje gibanje slovenskega BDP odvisno od raznih zunanjih dogodkov, pri čemer se ocenjuje, da bi močnejša recesija v Nemčiji in drugih pomembnih trgovinskih partnericah RS, ob zaostritvi razmer na področju cen ali količin uvoženega plina, pomenila nižje stopnje rasti BDP v evrskem območju za od 2,0 do 2,5 odstotne točke. V slovenskem gospodarstvu bi bil tako prisoten padec industrijske proizvodnje in tudi podjetniških investicij. V takih razmerah bi bila tako posledično gospodarska rast v RS v letu 2023 za od 1,5 do 2,0 odstotne točke nižja, kot je bila predvidena v osnovnem scenariju napovedi UMAR za slovensko gospodarstvo v letu 2023 (1,4 %). Uresničitev tega pesimističnega scenarija bi torej pomenila, da bi slovensko gospodarstvo v letu 2023 padlo v blago recesijo, v letu 2022 pa bi učinek bil seveda manjši, ker bi bila prizadeta predvsem gospodarska aktivnost v četrtem kvartalu. Dodatna tveganja glede napovedi prihodnjih gospodarskih gibanj predstavljajo tudi neznanke glede razvoja epidemije covida-19 (pojav novih nevarnih različic) in zaježitvenih ukrepov, ki jih bo pri tem treba uporabiti. Tu je treba izpostaviti predvsem kitajsko politiko ničelne tolerance do covida-19 (strogi ukrepi), kar lahko bistveno poslabša mednarodne tokove blaga, ki so že sedaj, zaradi vpliva ukrajinske vojne in specifičnih razmer v posameznih panogah, ohromljeni (dobava čipov). Dodatno tveganje predstavljajo tudi geopolitične napetosti po svetu, med katerimi ne smemo spregledati konflikta v Ukrajini in v Tajvanski ožini (blokavska delitev sveta). Podnebne spremembe, ki se kažejo v naraščajočih temperaturah in v številnih ekstremnih vremenskih dogodkih in vplivajo na posamezne dejavnosti (kmetijstvo, energetika, turizem itd.), pa prav tako predstavljajo pomembno tveganje glede obetov gospodarske rasti. Zahtevki glede povišanja plač pa lahko pripeljejo do plačne inflacijske spirale (zaradi povišanih inflacijskih pričakovanj). Če bi podobna kombinacija nastala tudi v Evropi (rast cen energentov in porast inflacijskih pričakovanj), bi se morali v gospodarstvu soočiti s hitrejšim zaostrovanjem monetarne politike (slabši pogoji na finančnih trgih), kar bi negativno vplivalo na investicijsko in posojilno dejavnost.

Tabela 4: **Makroekonomske napovedi ECB za evrsko območje**

Indikator (v %)	2018	2019	2020	2021	Napoved 2022	Napoved 2023	Napoved 2024
Realni BDP	1,8	1,6	-6,1	5,2	3,1	0,9	1,9
Inflacija CPI (HICP)	1,8	1,2	0,3	2,6	8,1	5,5	2,3

Vir: Bloomberg.

Osnovna napoved gospodarskih gibanj za evrsko območje

V septembru 2022 je ECB objavila svoje projekcije gibanj makroekonomskih kazalnikov, pri čemer po osnovnem scenariju predvideva, da bo rast BDP v evrskem območju v letu 2022 znašala 3,1 %, v letu 2023 0,9 % in v letu 2024 1,9 %. Pri primerjavi z napovedjo, ki jo je ECB izdelala v juniju 2022, je opazno, da je v septembrski napovedi relativno močno znižala napoved rasti BDP v letu 2023 (junijska napoved je predvidevala 2,1-odstotno rast BDP, septembrska pa le še 0,9-odstotno rast). Pri primerjavi septembrske napovedi ECB z napovedmi drugih institucij v enakem obdobju lahko zapišemo, da so druge institucije gospodarsko rast v evrskem območju v letu 2022 ocenile nekoliko nižje (med 2,6 in 2,8 %), v letu 2023 pa višje (med 0,9 in 1,6 %) kot ECB. Ocene rasti BDP v letu 2024 so pri ECB in ostalih institucijah (upoštevajoč napovedi, ki so bile znane v začetku jeseni 2022) približno enake (med 1,8 in 1,9 %). ECB je v septembrski projekciji, glede na projekcijo iz junija 2022, popravila ocene inflacije navzgor, pri čemer ocena inflacije za leto 2022 sedaj znaša 8,1 % (junijska ocena 6,8 %), za leto 2023 5,5 % (junijska ocena 3,5 %), za leto 2024 pa 2,3 % (junijska ocena 2,1 %). Pri primerjavi z napovedmi inflacije v letu 2022 je napoved ECB nekoliko višja od napovedi drugih institucij (med 7,0 in 7,8 %), višja od napovedi drugi institucij za leto 2023 (med 3,7 in 4,6 %) in podobna napovedim drugih institucij za leto 2024 (med 1,9 in 2,3 %).

ECB v svoji septembrski napovedi prihodnjih gospodarskih gibanj opozarja, da so kljub boljši gospodarski rasti v prvi polovici leta 2022, ki je posledica ponovnega odprtja gospodarstev in boljšega stanja v turistični panogi, negativni efekti vojne v Ukrajini poslabšali obete prihodnje gospodarske aktivnosti v evrskem območju in povečali inflacijske pritiske. Zaradi vseh negativnih učinkov ukrajinske vojne, ki so se prelili v evropsko ekonomijo, ECB opozarja na negotovost, znižanje samozavesti in upad realnega dohodka, kar naj bi po njenem prepričanju v drugi polovici leta 2022 in v prvem kvartalu leta 2023 povzročilo stagnacijo ekonomije evrskega območja. Stanje na trgu energentov in negotovost, ki je povezana z razvojem dogodkov, ki so za pomembni trg, podaja izjemno težke razmere za pripravo kratkoročnih in srednjeročnih obetov ekonomske aktivnosti.

ECB ocenjuje, da se je gospodarska aktivnost v tretjem kvartalu leta 2022 močno upočasnila zaradi padca realnih dohodkov in dvigovanja obrestnih mer, ki so zavrle investicijsko dejavnost. ECB pri tem opozarja na ekonomske kazalnike, ki kažejo na krčenje proizvodnega in storitvenega sektorja, pri čemer so bile projekcije narejene glede na stanje, ki je vladalo na energetske trgu v avgustu 2022. Dodatni zapleti na energetske trgu namreč lahko še dodatno znižajo obseg proizvodnje v evrskem območju v letih 2022 in 2023. Za četrti kvartal leta 2022 ECB tako napoveduje padec BDP za 0,1 %, v prvem kvartalu leta 2023 pa stagnacijo BDP. V nadaljevanju leta 2023 ECB predvideva, da bo rast BDP nekoliko okrevala, pri čemer svojo tezo gradi na predpostavkah znižanja inflacijskih pritiskov na realne dohodke, na odpravi ozkih grl pri problematiki ponudbene (dobavne) strani in okrevanju tujega povpraševanja. Rast BDP bo kljub temu v letu 2023 zelo nizka, pri čemer problematiko predstavlja tudi predpostavka ECB, da se bo fiskalna podpora v letu 2023 znižala po obsežnih programih, ki so bili izvedeni v preteklih letih (teza ima negativen vpliv na ocenjeno rast BDP v letu 2023). Glavno predpostavko teze ECB o izboljšanju razmer glede rasti BDP (v preostalih kvartalih) leta 2023 (po napovedani stagnaciji BDP v prvem kvartalu leta 2023) predstavlja scenarij izboljšanja stanja na trgu energentov, saj ta trg trenutno določa, kako (ne)konkurenčna je evropska proizvodnja v primerjavi z ameriško. Kljub vsemu pa se lahko zapiše, da poslabšanje gospodarskih obetov v kratkoročnem obdobju in zgolj delno minimalno izboljšanje obetov v srednjeročnem obdobju podajata po osnovnem scenariju ekonomskih projekcij nizke stopnje rasti BDP v letih 2022, 2023 in 2024.

Po osnovnem scenariju se predvideva, da bo visoka inflacija (nad 9 %) prisotna do konca leta 2022. Taka inflacija izhaja iz dogodkov na energetskih in surovinskih trgih ter tudi iz (prenizke) ponudbe in plač (rast plač). V celotnem letu 2022 naj bi inflacija tako znašala 8,1 %. V letu 2023 naj bi inflacija sicer upadla na 5,5 %, pri čemer ECB obete gradi na tezi upada inflacije energentov in hrane, ki naj bi se zgodila na podlagi padca cen surovin in efekta negativne baze. Glavno tveganje za projekcije prihodnjega gibanja inflacije pomeni negotovost glede razvoja dogodkov na trgu energentov.

Ker se je ECB pri modeliranju soočila z izjemnimi mesečnimi skoki cen energentov, je pri izdelavi napovedi uporabila tudi analizo občutljivosti, ki kaže, da bi bil v prvem (učinek znižanja cene nafte in plina) in tretjem kvartalu (učinek povišanja cen nafte in plina) v letih 2023 in 2024 večji učinek na inflacijo kot pa na BDP glede na vrednosti, ki so bile za oba kazalnika podane v osnovni napovedi gospodarskih gibanj.

Alternativna (optimistična) napoved gospodarskih gibanj za evrsko območje

Glede na močan razdor med EU in Rusijo in ob odsotnosti signalov potencialnega končanja vojne v Ukrajini je manj verjetno, da bi se trg energentov v prihodnjih mesecih vrnil na raven, ki smo jo poznali v bližnji preteklosti, s čimer bi evropska ekonomija dobila možnost hitreje rasti, kar bi bila čvrsta osnova za pozitiven scenarij gospodarskih obetov.

Alternativna (pesimistična) napoved gospodarskih gibanj za evrsko območje

ECB je pri pripravi osnovne napovedi svoje obete prihodnjih gospodarskih gibanj gradila na podatkih, ki so bili znani avgusta 2022, in s pomočjo določenih predpostavk. Ker pa je v evrskem območju močna negotovost glede razvoja posameznih ključnih parametrov izdelave gospodarskih napovedi, je ECB pripravila tudi alternativno napoved gospodarskih gibanj, ki je v luči trenutnih razmer pesimistična. Alternativna oz. pesimistična napoved glede na osnovno napoved predpostavlja višje cene plina v letu 2022 (202,3 EUR/MWh, kar je za 20,5 % višja cena kot v osnovni napovedi), v letu 2023 (360,6 EUR/MWh, + 53,2 %) in v letu 2024 (253,4 EUR/MWh, + 53,2 %). Alternativna napoved zajema (glede na osnovno napoved) tudi višje cene nafte v letu 2022 (119,7 USD/sod, + 13,5 %), v letu 2023 (138,8 USD/sod, + 54,0 %) in v letu 2024 (115,7 USD/sod, + 38,4 %). Alternativna napoved glede na osnovno napoved zajema tudi predpostavke, da bodo cene hrane višje, in sicer za 4,3 % v letu 2022, za 29,5 % v letu 2023 in za 33,3 % v letu 2024. Alternativna napoved glede na osnovno napoved zajema tudi poslabšanje številnih drugih pomembnih faktorjev, kot so znižanje tujega povpraševanja, višje obrestne mere bank za podjetja in slabše razmere na delniških trgih (padci cen delnic). Prav tako alternativna napoved upošteva tudi zaostritev razmer na področju dobav energentov v Evropo in znižanje napovedi gibanja za svetovni BDP v letih 2022 in 2023 s slabšimi predpostavkami nekaterih komponent (dodatne ovire v mednarodni menjavi, globalnih logističnih verigah, nižje tuje povpraševanje po evropskem blagu itd.). Zaradi omenjenih dejavnikov ECB v svoji alternativni (pesimistični) napovedi podaja slabše vrednosti rasti BDP in višje ocene inflacije kot v osnovnem scenariju gospodarskih gibanj. Po alternativnem scenariju bo rast BDP v letu 2022 2,8 %, v letu 2023 -0,9 % in v letu 2024 1,9 %. Omenjeni scenarij tako upošteva tudi recesijo v letu 2023. Inflacija bo po alternativnem scenariju znašala 8,4 % v letu 2022, 6,9 % v letu 2023 in 2,7 % v letu 2024.

Tabela 5: **Makroekonomske napovedi FED za ZDA**

Indikator (v %)	2018	2019	2020	2021	Napoved 2022	Napoved 2023	Napoved 2024
Realni bruto domači proizvod (BDP)	2,9	2,3	-2,8	5,9	0,2	1,2	1,7
Inflacija (PCE)	2,1	1,5	1,1	4,0	5,4	2,8	2,3

Vir: Bloomberg.

Osnovna napoved gospodarskih gibanj v ZDA

Ameriška centralna banka pri vodenju svoje monetarne politike prav tako analizira podatke s trga in pripravlja projekcije prihodnjih gibanj ključnih kazalnikov. V tabeli so podane mediane vrednosti kazalnikov, ki jih je Federal Open Market Committee (FOMC je organ FED) dal v javnost po septembrskem sestanku FED. Vrednosti v tabeli so mediane, ki so jih podali člani FED in predsedniki lokalnih FED bank v sklopu svoje ocene prihodnjega ekonomskega stanja. Zaradi številnih neznank v širšem makroekonomskem svetu je razpon ocen vrednosti ekonomskih kazalnikov v letih 2022, 2023 in 2024 relativno velik. Odločevalci FED so tako rast BDP v letu 2022 ocenili med 0,0 in 0,5 %, v letu 2023 med -0,3 in 1,9 % in v letu 2024 med 1,0 in 2,6 %. Inflacijo (PCE) so v letu 2022 ocenili med 5,0 in 6,2 %, v letu 2023 med 2,4 in 4,1 % ter v letu 2024 med 2,0 in 3,0 %. Iz zapisov FED je moč razbrati, da so odločevalci zelo zaskrbljeni oziroma negotovi zaradi prihodnje gospodarske rasti in prihodnje višine inflacije. Na podlagi ocen, na katerih nivojih naj bi bila temeljna obrestna mera v letih 2022 in 2023, se lahko zapiše, da večina odločevalcev FED meni, da bo obrestna mera konec leta 2022 višja, kot je sedaj (november 2022), pri čemer naj bi se temeljna obrestna mera dvigala tudi v letu 2023.

Rast BDP ameriškega gospodarstva se bo tako v letih 2022 in 2023 močno upočasnila, kar ne preseneča glede na težave v makroekonomskem okolju. Višjo gospodarsko rast ovirajo zastoji na mednarodnih logističnih poteh, negativni vplivi vojne v Ukrajini, vplivi kitajskih ukrepov v boju proti covidu-19 in proces zviševanja temeljne obrestne mere, ki je nujen za krotenje inflacije, a negativen z vidika investicijskega zadolževanja. Kljub pričakovanim dvigom temeljne obrestne mere inflacija v letu 2023 ne bo padla pod ciljni nivo 2 %, bo pa vodenje monetarne politike FED vplivalo na višino gospodarske rasti. Na gospodarsko rast bo negativno vplivalo tudi dejstvo, da so obsežni fiskalni programi, ki so bili uveljavljeni v času epidemije, že potekli. Na kratki rok bo rast ameriške ekonomije še poganjala potrošnja prebivalstva, ki pa ne bo večna, saj se predvideva tako upad prihrankov gospodinjstev kot tudi, da bodo učinki podpor, ki so bile dane v sklopu covid-19, počasi izpuhteli oz. izzveneli. Kot glavno tveganje se v ZDA pojavlja tveganje inflacije (v povezavi z učinki vojne v Ukrajini in trgov delu v ZDA (rast plač)), saj bi ta lahko narekovala ostrejši tempo zategovanja monetarne politike, kar bi posledično vplivalo na prihodnjo gospodarsko rast. Če bodo ZDA plasirale nove fiskalne ukrepe (zaradi učinkov vojne v Ukrajini), morajo biti ti začasni (da ne poženejo inflacije navzgor). Dodatno nevarnost za prihodnjo gospodarsko rast lahko pomenijo morebiten izbruh novih različic covid-19 in morebitni pretresi na trgu nafte.

V preteklih letih je ekonomija ZDA bolje prešla obdobja kriz kot evropska, kar je posredno kazalo na strukturne probleme v evropski ekonomiji. Z vojno v Ukrajini se v evropsko ekonomijo najbolj prelivajo negativne eksternalije, s čimer evropska podjetja izgubljajo konkurenčnost na tujih trgih (vpliv dragih energentov, ki so stroškovni faktor proizvodnje).

Alternativna (optimistična) napoved gospodarskih gibanj za ZDA

V sklopu optimističnega scenarija je višjo gospodarsko rast od pričakovane po osnovni projekciji možno doseči ob realizaciji močnejšega odboja v zasebni potrošnji in ob izboljšanju vsaj dela mednarodnega okolja. Glede na dejstvo, da je osnovna projekcija napovedi gospodarskih gibanj za ZDA narejena z upoštevanjem številnih tveganj (zaostritev vojne v Ukrajini in zaostritev mednarodnih sankcij, ki bodo prispevale k še večjim oviram pri mednarodni menjavi, visoke in volatilne cene energentov in hrane, upočasnitev gospodarske rasti na Kitajskem, rastoča inflacija in rastoča pričakovanja glede prihodnje inflacije, zaostritev razmer na finančnih trgih, pojav novih različic covid-19, nezadostna ponudba delavcev, kljub visokim plačam itd.), da so ta tveganja ocenjena s stopnjo verjetnosti nastanka srednja in visoka (in ne z oceno nizka stopnja) in da so ta tveganja ocenjena ob njihovi uresničitvi s stopnjo potencialne škode v ekonomiji (ZDA in sveta) kot srednja in visoka (in ne z oceno nizka stopnja), se zdi možnost realizacije optimističnega scenarija manj verjetna.

Alternativna (pesimistična) napoved gospodarskih gibanj za ZDA

Za ZDA se, po trenutno znanih ocenah analitikov, pričakuje zgolj minimalna rast BDP v četrtem kvartalu leta 2022 na letni primerjavi (0,2 %) in v prvem kvartalu leta 2023 (0,5 %), s čimer naj bi se ZDA komaj izognile recesiji ob koncu leta 2022 oz. ob začetku leta 2023. Ker so v ekonomiji ZDA prav tako prisotna povečanja tveganja, se po alternativnem scenariju lahko zgodi, da ameriška ekonomija v prihodnjih kvartalih pade v stagnacijo oz. v kratkotrajno recesijo. Negotovost glede razpleta oz. faktorjev tveganja predstavljajo vplivi cen nafte na obseg zasebne potrošnje in investicij, pričakovana generalna umika monetarne in fiskalne podpore ameriški ekonomiji ter nevarnosti zaostritve razmer na finančnih trgih. Pogoji na finančnih trgih se lahko poslabšajo zaradi zaostritve vojne v Ukrajini, kitajskega zapiranja gospodarstva (novi izbruhi covid-19) in ob zaostritvi pričakovanj glede prihodnje inflacije, pri čemer je treba izpostaviti, da bi zaostritev pogojev na finančnih trgih imela močan negativen vpliv na ameriško gospodarsko aktivnost in tudi (zaradi efekta prelivanja negativnih eksternalij) na preostala gospodarstva sveta.

5 PORTFELJ KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH

5.1 Kapitalske naložbe v upravljanju SDH

SDH upravlja kapitalske naložbe, ki so v lasti SDH, in tiste, ki so v upravljanju SDH in v lasti RS.

Na dan 31. oktobra 2022 je imel SDH v upravljanju 69 kapitalskih naložb, od tega 48 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 10 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 11 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo RS in SDH.

V Portfelju kapitalskih naložb je na dan 31. oktobra 2022 11 kapitalskih naložb RS, pridobljenih na podlagi zakona, ki ureja dedovanje, in sedem družb v postopku likvidacije.

V skladu z novelo ZSDH-1A je SDH v novembru 2022 v upravljanje prejel še dve novi kapitalski naložbi, in sicer v družbah SiDG in DRI, v prihodnjem letu pa bo v upravljanje SDH prenesen tudi lastniški delež družbe ELES v družbi Talum.

Tabela 6: *Seznam kapitalskih naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31. 10. 2022*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
ENERGETIKA				
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	
FINANCE				
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

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

Tabela 7: *Seznam kapitalskih naložb SDH in/ali naložb RS, ki so v upravljanju SDH, po stanju na dan 31. 10. 2022 - nadaljevanje*

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
TURIZEM IN GOSPODARSTVO				
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	LUBRIO, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00	
41	POMGRAD – VGP, D. D.	POMEMBNA	25,01	
42	PS ZA AVTO, D. O. O., LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
43	SAVA, D. D.	POMEMBNA		61,91
44	SAVAPROJEKT, D. D.	PORTFELJSKA	3,47	
45	SIJ, D. D.	POMEMBNA	25,00	
46	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	PORTFELJSKA	100,00	
47	TELEKOM SLOVENIJE, D. D.	PORTFELJSKA	62,54	4,25
48	TERME OLIMIA, D. D.	POMEMBNA	43,26	4,01
49	UNIOR, D. D.	PORTFELJSKA		39,43
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	
PROMET				
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	

Tabela 8: *Seznam kapitalskih naložb RS, pridobljenih na podlagi zakona o dedovanju, po stanju na dan 31. 10. 2022*

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	TEKOL, D. D.	0,08
10	VELTA PLAST, D. O. O.	100,00
11	VIPA HOLDING, D. D.	0,00

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

V nadaljevanju so predstavljene kapitalske naložbe DUTB, ki bodo 1. januarja 2023 prešle v upravljanje SDH.

Tabela 9: *Seznam kapitalskih naložb DUTB, za katere so pripravljene LNU izkaznice, po stanju na dan 31. 10. 2022*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež DUTB (v %)
1	FARME IHAN – KPM, D. O. O.	100,00
2	ISTRABENZ, D. O. O.	100,00
3	ISTRABENZ TURIZEM, D. D.	100,00
4	MK ZALOŽBA, D. D.	83,47
5	MLM, D. D.	100,00
6	SALOMON, D. O. O.	45,39
7	TALUM, D. D., KIDRIČEVO	5,21
8	THERMANA, D. D.	100,00

Opomba: Na dan 31. oktobra 2022 DUTB sicer razpolaga z 49 kapitalskimi naložbami, od katerih je 10 takih, ki so že v solastništvu SDH in/ali RS. Izmed preostalih 39 je v LNU vključenih 8 kapitalskih naložb, pri katerih je od leta 2023 predvideno aktivno upravljanje. Za 5 drugih kapitalskih naložb, ki bodo prav tako prešle v upravljanje SDH, LNU izkaznice niso pripravljene, saj izpolnjujejo enega od navedenih pogojev: (i) družba v postopku likvidacije, (ii) že sklenjena pogodba o prodaji, (iii) neaktivna družba ali (iv) majhna kapitalska naložba (lastniški delež manjši kot 1 %). Vse ostale kapitalske naložbe DUTB bodo v SDH od 1. januarja 2023 obravnavane v okviru upravljanja nepremičnin (stvarno premoženje) in upravljanja terjatev.

V spodnjih tabelah so predstavljene kapitalske naložbe DUTB, ki bodo od 1. januarja 2023 obravnavane v okviru upravljanja nepremičnin in upravljanja terjatev.

Tabela 10: *Seznam kapitalnih naložb DUTB, ki bodo obravnavane v okviru upravljanja nepremičnin (stvarno premoženje), po stanju na dan 31. 10. 2022*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež DUTB (v %)
1	ARGOLINA, D. O. O.	100,00
2	DUP, D. O. O., SARAJEVO, BIH	100,00
3	DUTB CRNA GORA, D. O. O., ČRNA GORA	100,00
4	FACTOR PROJEKT, D. O. O., HRVAŠKA	100,00
5	FUNDUS, D. O. O., BEOGRAD, SRBIJA (V LIKVIDACIJI)	100,00

Tabela 11: *Seznam kapitalnih naložb DUTB, ki bodo upravljane v okviru upravljanja s terjatvami, po stanju na dan 31. 10. 2022*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež DUTB (v %)
1	AUTOTEHNA CROATIA, D. O. O., HRVAŠKA (V LIKVIDACIJI)	100,00
2	AVTOTEHNA BEOGRAD, D. O. O., SRBIJA (V LIKVIDACIJI)	100,00
3	AVTOTEHNA ZAGREB, D. O. O.	100,00
4	BATRIS, D. O. O., UKRAJINA	18,00
5	BR89, D. O. O.	100,00
6	CONSTANT LEADER XXI, UKRAJINA	18,00
7	DS PROJEKT, D. O. O.	74,00
8	HYUNDAI AUTO BEOGRAD, D. O. O., SRBIJA	100,00
9	POSLOVNI SISTEM DOMINA, D. O. O., BEOGRAD, SRBIJA	55,52
10	PROLEASING RIJEKA, D. O. O., HRVAŠKA (LIKVIDACIJA)	100,00
11	PY&CA, D. O. O., BEOGRAD	100,00
12	RAVNE PRESSES, D. O. O. (STEČAJ)	88,70
13	ŠIPAD EXPORT-IMPORT, D. D., BIH (STEČAJ)	1,00
14	ŠPORTNI CENTER POHORJE, D. O. O. (STEČAJ)	15,00
15	ZLATA MONETA II, D. O. O. (STEČAJ)	100,00

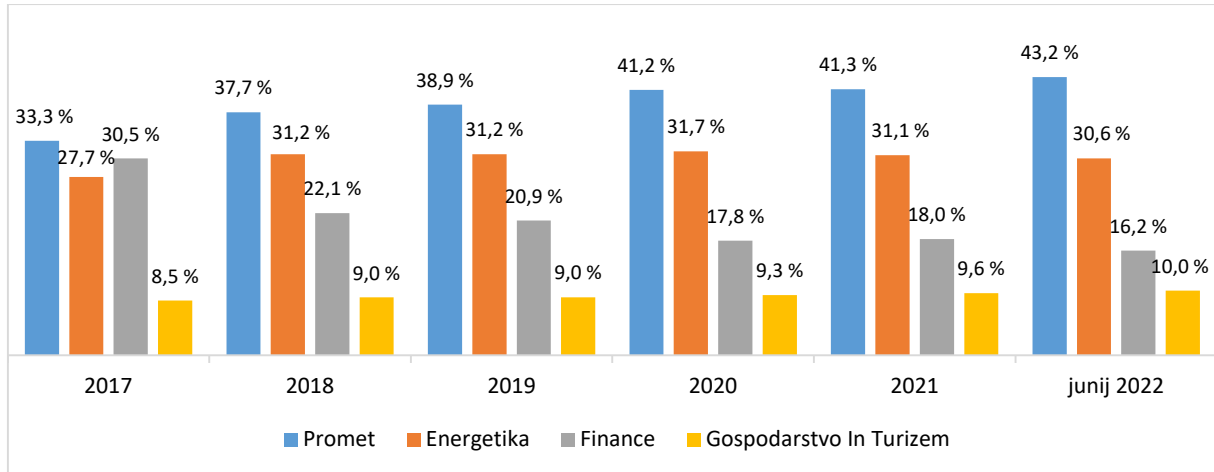
Tabela 12: *Seznam kapitalnih naložb DUTB, ki bodo obravnavane v okviru upravljanja terjatev in so knjižene zabilančno, po stanju na dan 31. 10. 2022*

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež DUTB (v %)
1	AFINANCE B. V. (NIZOZEMSKA)	2,70
2	BIRAČ A. D. ZVORNIK – U STEČAJU (BIH)	n. p.
3	CELESTIAL NUTRIFOODS LTD	0,05
4	EKOSUR, D. O. O. – V STEČAJU	15,80
5	ERA GOOD – V STEČAJU	18,40
6	PROKETER, D. O. O., U LIKVIDACIJI (CRO)	12,00

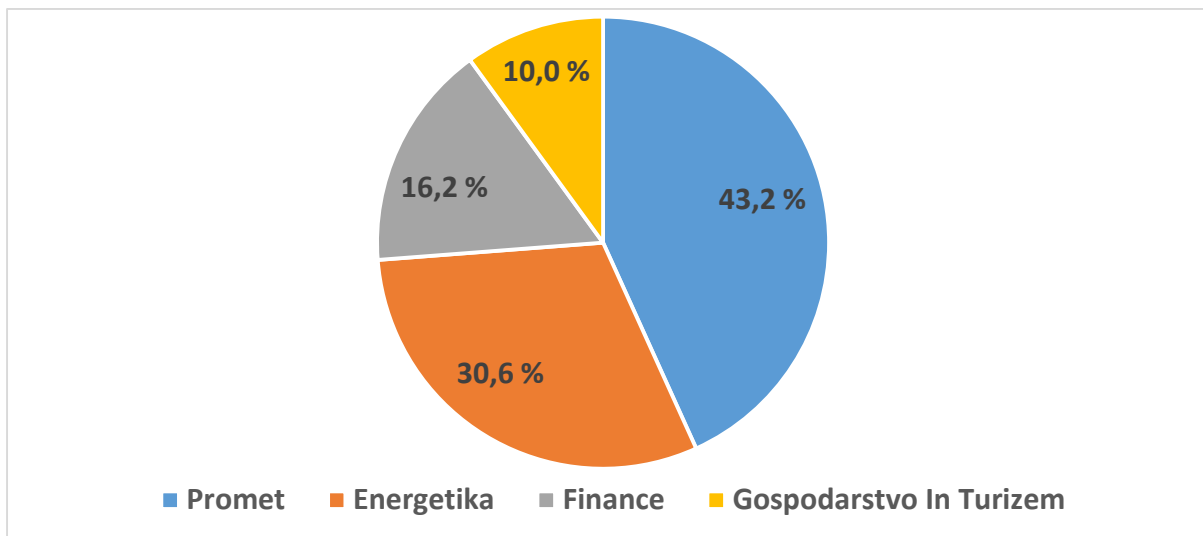
5.2 Struktura Portfelja kapitalnih naložb

Portfelj kapitalnih naložb, ki jih upravlja SDH (naložbe v lasti RS, ZPIZ in SDH), se je od leta 2017 postopno koncentriral. Zaradi prodaje deležev RS v NLB in Abanki se je pomembno zmanjšal delež kapitalnih naložb v stebru Finance ter povečal delež kapitalnih naložb preostalih upravljavskih stebrov. Največja stebra po knjigovodski vrednosti kapitala, Energetika in Promet, obsegata že skoraj tri četrtine Portfelja kapitalnih naložb (leta 2017 še 61 %). Štiri največje družbe (DARS, GEN, SŽ in HSE), ki sodijo v ta dva stebra, pa imajo skupaj 54,7-odstotni delež (merjeno s knjigovodskimi vrednostmi lastniških deležev v upravljanju).

Slika 2: **Deleži upravljavskih stebrov v Portfelju kapitalnih naložb, v obdobju 2017–junij 2022**

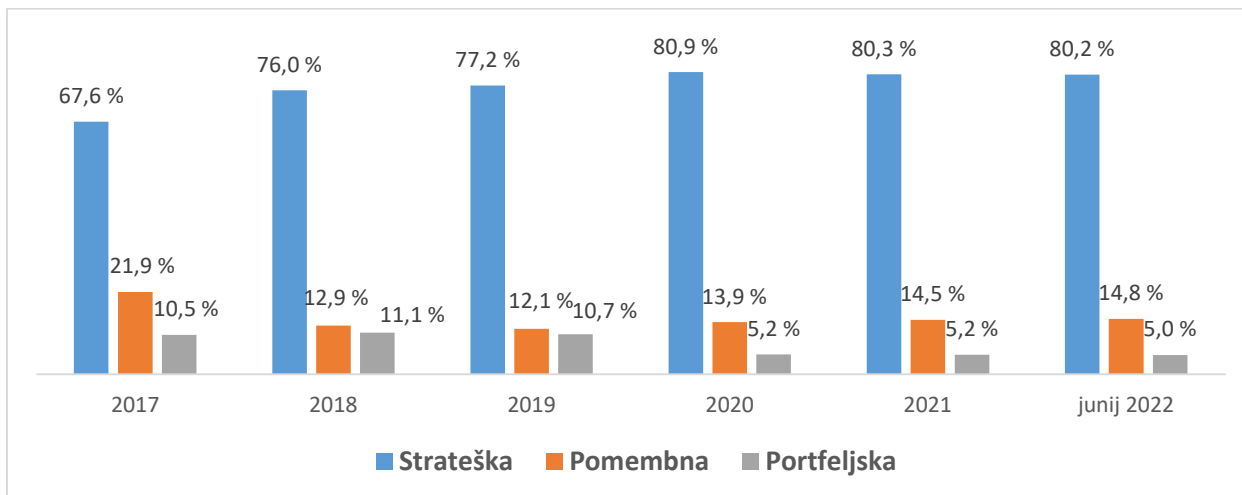


Slika 3: **Deleži upravljavskih stebrov v Portfelju kapitalnih naložb, junij 2022**

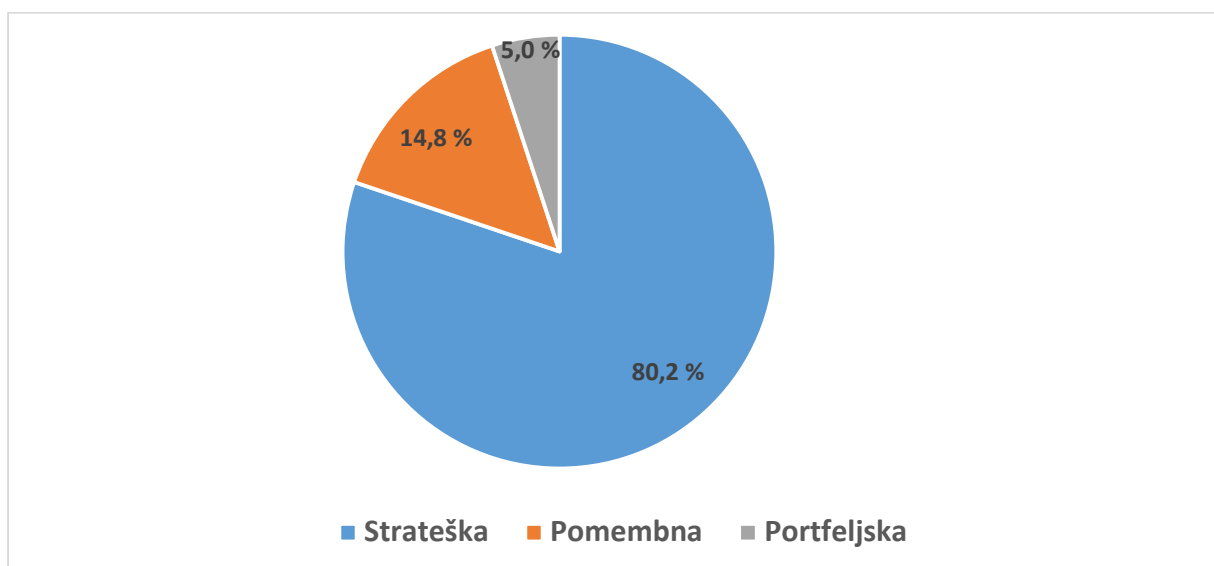


Zaradi prodaj v preteklosti je Portfelj kapitalnih naložb vse bolj homogen tudi z vidika klasifikacije kapitalnih naložb. Strateške naložbe obsegajo že več kot 80 % upravljavskega portfelja. Med desetimi največjimi kapitalnimi naložbami, ki skupaj obsegajo 79,4 %, je sedem strateških, z deležem 66,7 %.

Slika 4: **Deleži klasifikacijskih skupin v Portfelju kapitalnih naložb v obdobju 2017–junij 2022**



Slika 5: **Deleži klasifikacijskih skupin v Portfelju kapitalnih naložb, junij 2022**



5.3 Kapitalne naložbe, ki niso predmet tega LNU oziroma niso predmet posebnega dela LNU

Klasifikacija kapitalnih naložb države v Strategiji upravljanja se nanaša tudi na kapitalne naložbe, ki jih SDH ne upravlja in tudi niso predmet tega LNU. Mednje sodijo kapitalne naložbe RS:

- za katere SDH nima pristojnosti skupščine (npr. KAD, STA), zaradi česar ne more izvrševati upravljaljskih upravičenj;
- za katere je s posebno zakonodajo določeno, da ostanejo v neposrednem upravljanju RS (npr. SODO, ELES, Borzen, 2TDK);
- v družbah, ki so v postopku pridobivanja: za družbe, katerih lastniški delež je v postopku pridobivanja SDH in/ali RS ter RS in/ali SDH z deležem v njih še ne razpolagata, bo SDH začel pripravljati ločene načrte upravljanja, če in ko bo naložba dejansko pridobljena, saj jo bo SDH šele takrat lahko pričel upravljati.

Od kapitalnih naložb, ki jih SDH upravlja, so v posebni del LNU vključene vse kapitalne naložbe, razen tistih, za katere zaradi posebnih okoliščin priprava posebnega dela LNU ni smotrna. Gre za:

- kapitalne naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije (t. i. neaktivne naložbe): v družbah, ki so v postopku likvidacije, je temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka. Izjemoma so tudi takšne naložbe vključene v posebni del LNU, če so zanje potrebne oziroma predvidene pomembnejše dodatne upravljaljske aktivnosti;

- **kapitalske 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. Upravljalvske 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;
- **kapitalske naložbe v družbah, 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, skladno z ZSDH-1;
- **kapitalske naložbe v družbah, ki so pridobljene na podlagi zakona o dedovanju, v katerih ima RS večinski oziroma 100-odstotni lastniški delež**: gre za nedelujoče družbe, ki že več kot dve leti niso pripravile računovodskih izkazov in za katere se vzpostavlja pravna podlaga za začetek stečajnega postopka ali izbrisa iz sodnega registra;
- **kapitalske naložbe v družbah, za katere SDH ne določa ekonomsko-finančnih in strateških ciljev**, npr. zaradi načina financiranja, zaradi različnih pristojnosti upravljanja, neizvajanja dejavnosti in drugega. Navedeno velja za družbe RŽV, Infra in EGS-RI;
- **kapitalske naložbe v DTK**: skladno z družbenimi pogodbami je so predvideni njihova redna likvidacija in prenehanje ter posledično umik RS iz njihove lastniške strukture.

Tabela 13: *Seznam kapitalskih naložb v upravljanju SDH, ki niso vključene v posebni del LNU, po stanju na dan 31. 10. 2022*

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 BLEDE, 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	EGS-RI, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
7	ELEKTROOPTIKA, D. D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48	70,49
8	IBT KRANJ, D. D. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,00		0,00
9	IBT TRBOVLJE, D. D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
10	INFRA, D. O. O.	POMEMBNA	100,00		100,00
11	KOMPAS RAC, D. D., LJUBLJANA – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,01		0,01
12	KS NALOŽBE, D. D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
13	LUBRIO, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
14	M1, D. D.	PORTFELJSKA	0,00		0,00
15	NTU, D. D.	PORTFELJSKA	0,03		0,03
16	POMORSKA DRUŽBA, D. D.	PORTFELJSKA	0,10		0,10
17	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D. O. O., ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00		100,00
18	RŽV, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
19	SAVAPROJEKT, D. D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47
20	TEKOL, D. D.	PORTFELJSKA	0,08		0,08
21	VELTA PLAST, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
22	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 PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB PO STEBRIH/PODROČJIH

6.1 Delež največjih kapitalskih naložb in upravljavskih stebrov v Portfelju kapitalskih naložb, na dan 30. junija 2022

Tabela 14: *Delež največjih 5 kapitalskih naložb posameznega upravljavskega stebra (po kriteriju bilančne knjigovodske vrednosti) v Portfelju kapitalskih naložb, na dan 30. 6. 2022, v %*

PROMET	
DARS, D. D.	29,5
SŽ SKUPINA	7,6
POŠTA SLOVENIJE SKUPINA	3,3
LUKA KOPER SKUPINA	2,9
KZPS, D. O. O.	0,0
SKUPAJ	43,2
ENERGETIKA	
GEN SKUPINA	10,1
HSE SKUPINA	7,5
ELEKTRO LJUBLJANA, D. D.	2,6
ELEKTRO MARIBOR SKUPINA	2,4
PETROL SKUPINA	2,0
SKUPAJ	24,5
FINANCE	
NLB SKUPINA	5,5
ZAVAROVALNICA TRIGLAV SKUPINA	4,4
SID BANKA, D. D., LJUBLJANA	4,3
ZAVAROVALNA SKUPINA SAVA	1,2
D. S. U., D. O. O.	0,7
SKUPAJ	16,2
GOSPODARSTVO IN TURIZEM	
TELEKOM SLOVENIJE SKUPINA	3,8
KRKA SKUPINA	3,5
SIJ SKUPINA	1,0
UNIOR SKUPINA	0,7
CINKARNA Celje, D. D.	0,2
SKUPAJ	9,2
SKUPAJ NAJVEČJIH 5 NALOŽB VSAKEGA STEBRA	93,2

Tabela 15: *Deleži upravljavskih stebrov v Portfelju kapitalskih naložb, na dan 30. 6. 2022, v %*

Steber	Delež v portfelju RS + SDH
PROMET	43,2
ENERGETIKA	30,6
FINANCE	16,2
GOSPODARSTVO IN TURIZEM	10,0
SKUPAJ	100,0

6.2 ROE Portfelja kapitalnih naložb v obdobju 2018–2024, po upravljavskih stebih

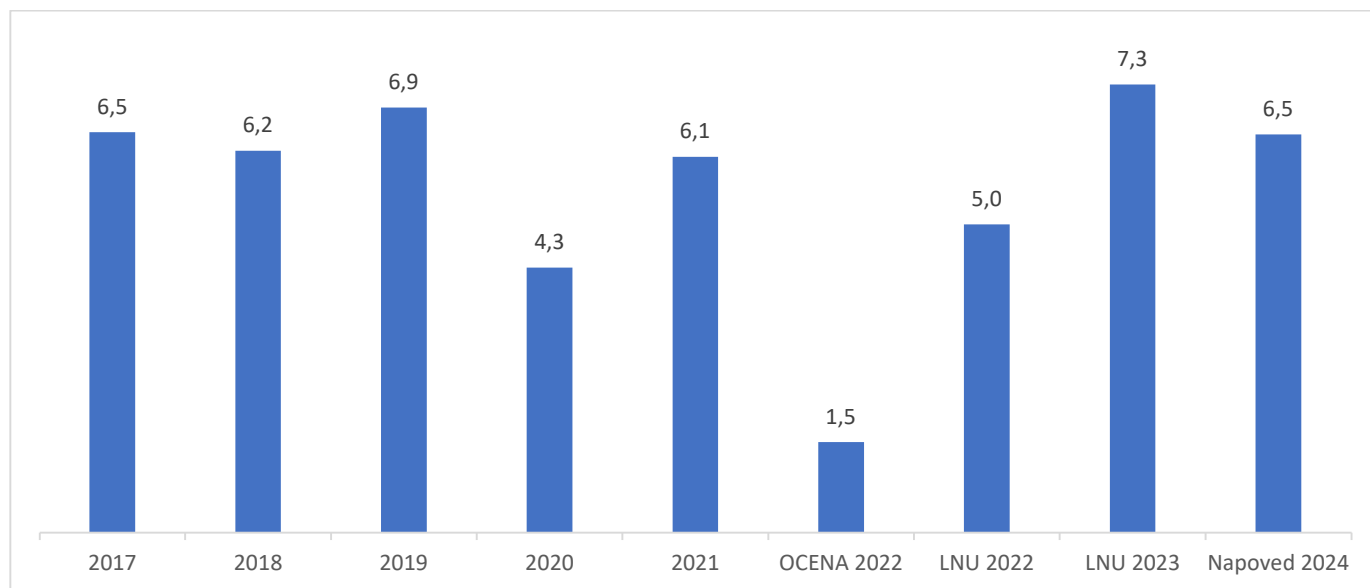
Tabela 16: ROE upravljavskih stebov Portfelja kapitalnih naložb, po letih, v %

Steber	2018	2019	2020	2021	OCENA 2022	LNU 2022	LNU 2023	Napoved 2024
PROMET	6,3	6,9	2,0	4,1	3,9	3,5	3,4	3,6
ENERGETIKA	3,2	4,7	5,4	5,1	-8,6	5,1	12,5	8,7
FINANCE	9,6	10,1	6,9	10,2	7,8	6,8	8,0	8,2
GOSPODARSTVO IN TURIZEM	7,6	7,3	5,3	9,9	11,2	8,4	6,4	8,2
PORTFELJ RS+SDH	6,2	6,9	4,3	6,1	1,5	5,0	7,3	6,5

Tabela 17: Knjigovodska vrednost in ROE Portfelja kapitalnih naložb po upravljavskih stebih, na dan 30. 6. 2022

Steber	Knjigovodska vrednost deležev RS + SDH na dan 30. 6. 2022 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2022
PROMET	4.538,3	43,2	3,9
ENERGETIKA	3.208,2	30,6	-8,6
FINANCE	1.702,8	16,2	7,8
GOSPODARSTVO IN TURIZEM	1.050,3	10,0	11,2
PORTFELJ RS + SDH	10.499,6	100,0	1,5

Slika 6: ROE Portfelja kapitalnih naložb, v %



6.3 ROE Portfelja kapitalnih naložb v obdobju 2018–2024, po kriteriju klasifikacije družb v upravljanju

Tabela 18: ROE upravljavskega portfelja SDH, po kriteriju klasifikacije, po letih, v %

Klasifikacija	2018	2019	2020	2021	OCENA 2022	LNU 2022	LNU 2023	Napoved 2024
STRATEŠKE	5,1	6,1	3,7	4,9	-0,2	4,0	6,9	5,5
POMEMBNE	10,6	12,7	8,5	12,7	8,4	10,2	9,8	11,9
PORTFELJSKE	8,9	6,4	3,1	6,6	7,5	6,5	5,7	6,3
PORTFELJ RS + SDH	6,2	6,9	4,3	6,1	1,5	5,0	7,3	6,5

Tabela 19: *Knjigovodska vrednost ter ROE Portfelja kapitalnih naložb, po kriteriju klasifikacije naložb, na dan 30. 6. 2022*

Klasifikacija	Knjigovodska vrednost deležev RS + SDH na dan 30. 6. 2022 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2022
STRATEŠKE	8.421,6	80,2	-0,2
POMEMBNE	1.548,8	14,8	8,4
PORTFELJSKE	529,2	5,0	7,5
PORTFELJ RS+SDH	10.499,6	100,0	1,5

6.4 ROE Portfelja kapitalnih naložb v obdobju 2018–2024, po kriteriju borzne kotacije delnic družb v upravljanju

Tabela 20: *ROE Portfelja kapitalnih naložb, po kriteriju borzne kotacije, po letih, v %*

Kotacija na borzi VP	2018	2019	2020	2021	OCENA 2022	LNU 2022	LNU 2023	Napoved 2024
KOTIRAJOČE	10,8	9,7	8,7	11,8	10,2	9,4	10,0	10,7
NEKOTIRAJOČE	4,3	5,8	2,9	4,8	-1,3	3,5	6,4	5,1
PORTFELJ RS + SDH	6,2	6,9	4,3	6,1	1,5	5,0	7,3	6,5

Tabela 21: *Knjigovodska vrednost in ROE Portfelja kapitalnih naložb, po kriteriju borzne kotacije, na dan 30. 6. 2022, v %*

Kotacija na borzi VP	Knjigovodska vrednost deležev RS + SDH na dan 30. 6. 2022 (v mio EUR)	Delež portfelja (v %)	ROE (v %) OCENA 2022
KOTIRAJOČE	2.537,3	24,2	10,2
NEKOTIRAJOČE	7.962,3	75,8	-1,3
PORTFELJ RS + SDH	10.499,6	100,0	1,5

7 PRIČAKOVANI DENARNI TOKOVI IZ UPRAVLJANJA 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 (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 dolžan 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) in 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 naslova (i) pridobivanja kapitalskih naložb v neposrednem imetništvu RS in SDH in razpolaganja z njimi, (ii) upravljanja terjatev in (iii) upravljanja stvarnega premoženja, prenesenega na SDH iz DUTB, za leto 2023 umeščeni v posebni del LNU (Pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb – 2. del).

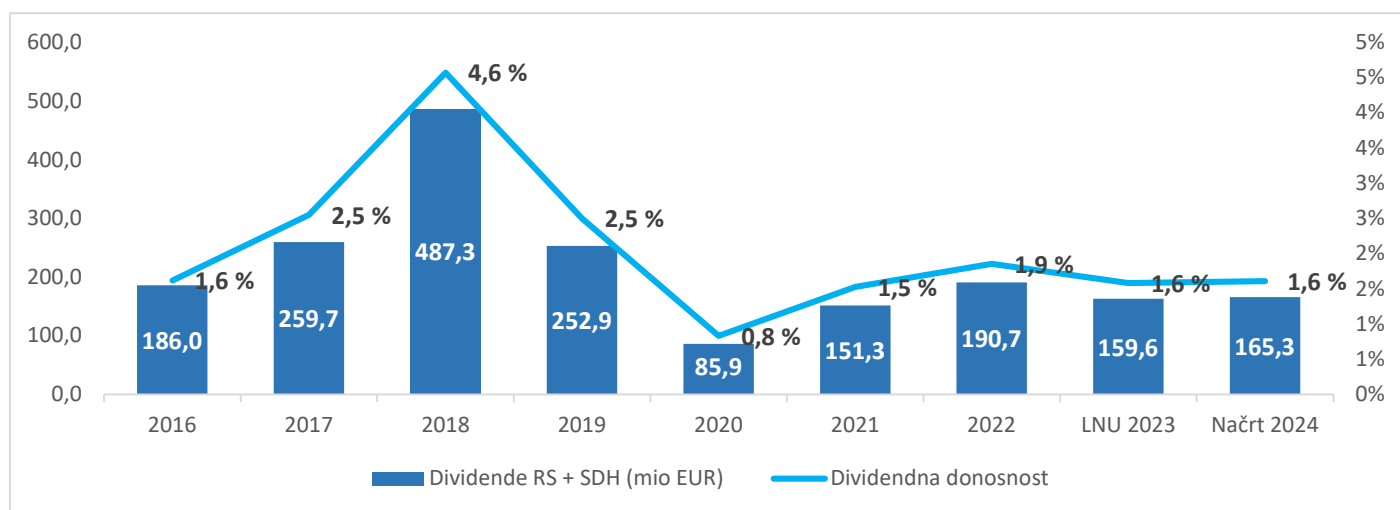
7.1 Pričakovani denarni tokovi iz prejetih dividend⁸ kapitalskih naložb v upravljanju

SDH ocenjuje, da bo RS v letu 2023 prejela 110,6 mio EUR dividend, SDH pa 49,0 mio EUR, skupaj torej 159,6 mio EUR. V letu 2024 naj bi RS prejela 109,1 mio EUR dividend, SDH pa 56,2 mio EUR, skupaj 165,3 mio EUR.

Tabela 22: *Prilivi RS, ZPIZ in SDH iz dividend Portfelja kapitalskih naložb v obdobju 2016–2024, v mio EUR*

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	LNU 2023	LNU 2024
RS ⁹	122,6	194,1	427,4	193,2	62,7	98,2	101,7	91,0	89,5
ZPIZ	19,6	19,6	19,6	19,6	0	13,3	29,0	19,6	19,6
Dividende RS in ZPIZ	142,2	213,7	447	212,8	62,7	111,5	130,7	110,6	109,1
Dividende SDH	43,8	45,9	40,4	40,1	23,2	37,8	59,9	49,0	56,2
Dividende RS + SDH	186	259,7	487,3	252,9	85,9	151,3	190,7	159,6	165,3

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



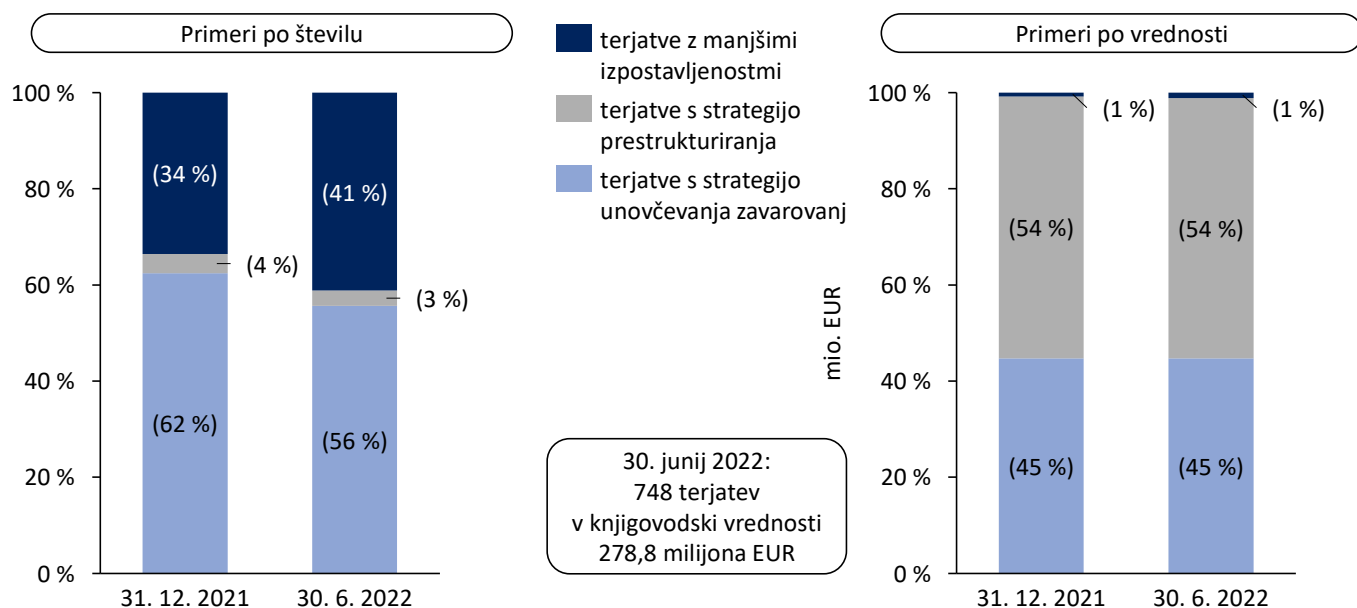
⁸ Morebitna nadenarna izplačila dividend niso vključena.

⁹ Zaradi negotovosti okoli datuma prenosa delnic družbe Talum z ELES na RS dividende teh delnic niso vključene v skupni znesek načrtovanih prilivov RS iz naslova dividend v letu 2023.

8 UPRAVLJANJE TERJATEV

S pripojitvijo DUTB se 1. januarja 2023 na SDH prenaša tudi upravljanje terjatev. Na dan 30. junija 2022 je imel DUTB, tako v Sloveniji kot v tujini, v upravljanju 308 terjatev z manjšimi izpostavljenostmi do dolžnikov in 440 terjatev s pomembno izpostavljenostjo do dolžnikov, od tega 24 terjatev s prevladujočo strategijo prestrukturiranja. Terjatve se upravljajo posamično na ravni posameznega dolžnika oz., kjer je to smiselno, tudi na ravni poslovne skupine kot celote.

Slika 8: **Pregled terjatev po številu in po vrednosti**



Temeljni cilj pri upravljanju terjatev je maksimiranje vrednosti za SDH, pri čemer se v primerih, ko je SDH hkrati upnik in tudi lastnik dolžnika (ima v njem lastniške deleže), stremi k maksimiranju njune skupne vrednosti. Področje upravljanja terjatev vključuje tudi upravljanje izbranih kapitalskih naložb, pri katerih se kot temeljni cilj upravljanja zasleduje poplačilo terjatev SDH. Seznam teh kapitalskih naložb je razviden v Tabeli 11 in Tabeli 12, v poglavju 5 Portfelj kapitalskih naložb v upravljanju SDH.

V procesu upravljanja terjatev se najprej opravi analiza stanja, ki vključuje oceno (i) možnosti dolgoročnega poplačila terjatev z denarnimi tokovi dolžnika, (ii) možnosti za dezinvestiranje premoženja dolžnika, (iii) možnosti pravnega okvira, ki bi omogočal maksimalno poplačilo terjatev, (iv) dolžnikove pripravljenosti na iskanje zadovoljive rešitve in (v) druge okoliščine, ki lahko vplivajo na poplačilo terjatev. Na podlagi analize stanja se nato izbere ustrezna strategija, za katero se oceni, da bo omogočila največjo vrednost sredstev za upnika, in sicer bodisi:

- prestrukturiranje terjatev,
- izterjava (unovčitev) zavarovanj,
- prodaja terjatev,
- celotno ali delno poplačilo terjatev s strani dolžnika/poroka.

Strategija prestrukturiranja se izvaja takrat, ko se upravičeno pričakuje, da bo dolžnik lahko odplačal več terjatev, kot bi jih upnik lahko iztržil z izterjavo (unovčitvijo) zavarovanj. Praviloma namreč velja, da je stopnja poplačila terjatev družb/poslovnih skupin višja pri strategijah prestrukturiranja kot pri strategijah unovčevanja zavarovanj ali prodaje terjatev. Zato si bo SDH, kadar je ekonomsko upravičeno, prizadeval, da se čim več družb/poslovnih skupin prestrukturira, saj to pomeni pozitiven vpliv na širše družbeno-ekonomsko okolje. Ne le, da je s tem stopnja vračila sredstev višja, ohrani ali celo poveča se število delovnih mest, ohranijo in celo okrepijo se lahko slovenske blagovne znamke, omogoči se nadaljnji razvoj okolja, v katerem dolžnik oz. družba deluje. Seveda pa mora odločitev o prestrukturiranju upoštevati pravila Evropske unije o državnih pomočeh.

Cilj pri prestrukturiranju družbe je zagotoviti dolgoročno učinkovitost poslovanja dolžnika, likvidnost in konkurenčnost ter doseči največje možno poplačilo dolgov z denarnimi tokovi iz poslovanja in dezinvestiranja poslovno nepotrebne premoženja. Ukrepi finančnega prestrukturiranja se pogosto izvajajo v sodelovanju z drugimi finančnimi upniki. V okviru ukrepov finančnega

prestrukturiranja se dolžnikom omogočijo podaljšanje roka za odplačilo dolgov, znižanje obrestne mere, delna razdolžitve (predvsem na osnovi določitve in prodaje poslovno nepotrebne premoženja družbe), izboljšanje kapitalske strukture in zagotavljanje dodatne likvidnosti. Prav tako se lahko terjatve pretvorijo v lastniške deleže, prevzamejo ali kupijo pa se lahko tudi druge terjatve.

Kadar dolžniki poslujejo z izgubo in je ocenjeno, da z ukrepi finančnega in operativnega prestrukturiranja v prihodnosti ne bi bilo mogoče ustvariti večje vrednosti, kot jo je mogoče dobiti z izterjavo in unovčevanjem zavarovanj, se upnik odloči za strategijo unovčevanja zastavljenega premoženja in izvršb na prostem premoženju dolžnika. Ta strategija se v osnovi uporabi tudi v družbah, zoper katere je že bil uveden stečajni postopek oz. na premoženju za unovčevanje katerega je potrjen izvršilni postopek. Po drugi strani pa se lahko unovčevanje zavarovanj izvaja tudi dogovorno z dolžnikom, brez izvršilnih in insolvenčnih postopkov.

Pri upravljanju terjatev bodo zasledovane naslednje usmeritve:

- maksimiranje vrednosti terjatev s prestrukturiranjem, kadar je ta strategija ocenjena kot ekonomsko upravičena;
- zagotavljanje likvidnosti dolžnikom oziroma družbam v prestrukturiranju, ki se še ne morejo prestrukturirati na trgu, če je to ekonomsko in poslovno upravičljivo in ne predstavlja nedovoljene državne pomoči;
- celotno ali delno poplačilo terjatev s strani dolžnika, kadar se prestrukturiranje, izterjava ali prodaja terjatev ne bodo odrazili v najvišji ekonomski vrednosti;
- uresničevanje strategije unovčevanja zavarovanj pri družbah, v katerih prestrukturiranje zaradi nesodelovanja ali nezmožnosti sodelovanja dolžnika ni mogoče;
- sprožitev insolvenčnih postopkov proti dolžniku, če dolžnik kot delujoča družba ne more preživeti na trgu in če ni poslovno sprejemljive ponudbe za odkup ali (delno) poplačilo terjatev SDH;
- prodaja terjatev ali paketa terjatev na način, da se v konkurenčnem in transparentnem prodajnem postopku ponudijo v odkup poslovnim bankam in drugim zainteresiranim vlagateljem;
- prevzem zavarovanj terjatev (nepremičnine, premičnine, terjatve, lastniške naložbe, pravice ...), če bo to ocenjeno kot ekonomsko upravičeno;
- aktivno upravljanje zavarovanj terjatev s strani SDH v insolvenčnih postopkih dolžnikov, s ciljem zagotavljanja zaščite in povečanja vrednosti teh zavarovanj (predvsem nepremičnin, danih v zavarovanje terjatev);
- zaračunavanje obrestne mere nad tržno na način, da ta spodbuja dolžnike k refinanciranju vsaj dela dolga s cenejšim financiranjem na bančnem trgu.

Vzpostavljen je učinkovit sistem upravljanja terjatev. Z upravljanjem terjatev se ukvarjajo usposobljeni strokovni upravljavci, ki imajo vzpostavljene procese za učinkovito upravljanje in potrebne kompetence na področju prestrukturiranja terjatev (finančnega in operativnega) za uspešno reševanje zapletenih primerov. Že vzpostavljene procese upravljanja terjatev je mogoče nadgrajevati in zagotoviti učinkovito podporo, delno z notranjimi in deloma z zunanjimi rešitvami.

Upravljanje terjatev se bo izvajalo na podlagi sprejemanja kreditnih odločitev, ki se nanašajo na terjatve do dolžnikov. Osnova za sprejetje vsakokratne kreditne odločitve je načrt upravljanja, ki ga pripravi upravljavec terjatev. V njem so prikazani strategije za maksimiranje vrednosti posameznega primera, pa tudi podrobni podatki o dolžniku, znesek izpostavljenosti do dolžnika in razlogi, ki so pripeljali do morebitne nelikvidnosti oziroma plačilne nesposobnosti dolžnika, ter jasna utemeljitev predloga za sprejetje kreditne odločitve.

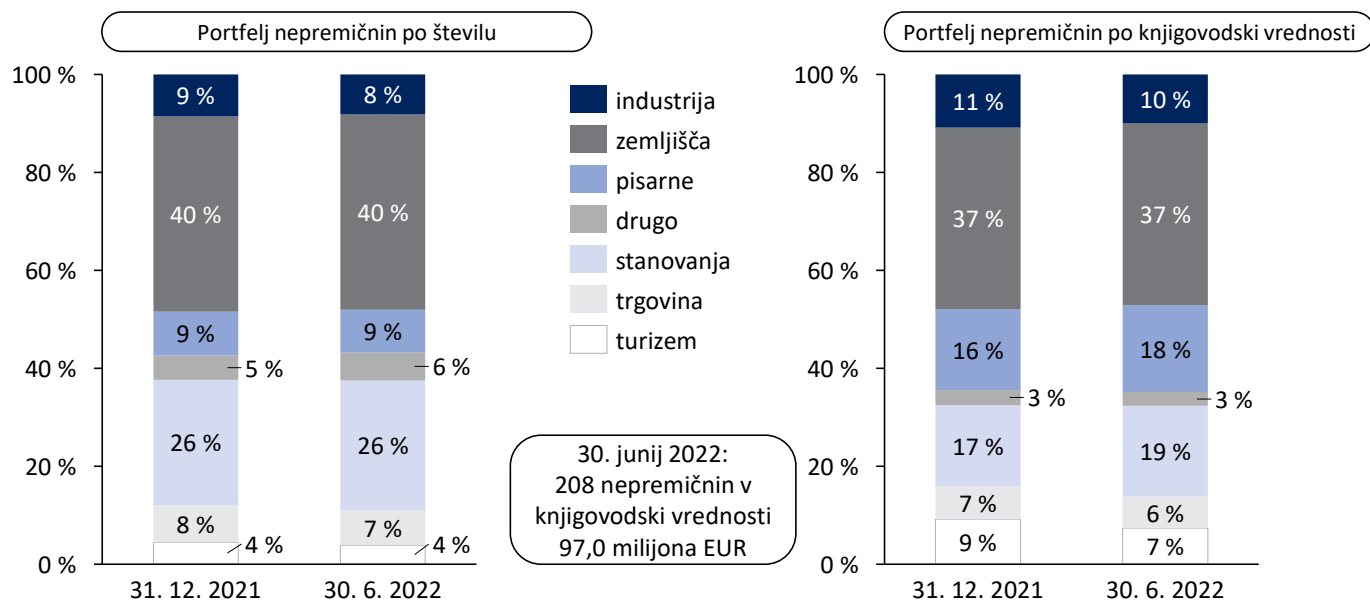
Načrtovani denarni tokovi SDH iz upravljanja terjatev v letu 2023 so prikazani v posebnem delu LNU (Pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb – 2. del).

9 UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA

Na SDH se s pripojitvijo DUTB 1. junija 2023 prenaša tudi upravljanje stvarnega premoženja, katerega pretežni del so nepremičnine.

DUTB je stvarno premoženje večinoma pridobil v postopkih unovčevanja zavarovanj na trgu, od stečajnih upraviteljev in dolžnikov. Na dan 30. junija 2022 je imel DUTB v lasti 208 nepremičninskih enot, s skupno knjigovodsko vrednostjo 95,1 mio EUR. Večinski del nepremičnin obsegajo zemljišča in stanovanjske stavbe, sledijo pa jim poslovne in industrijske nepremičnine. Namembnost zemljišč je predvsem stanovanjska in industrijska.

Slika 9: **Struktura portfelja nepremičnin* DUTB**



* Na sliki so prikazane le nepremičnine, ki jih je DUTB prevzel v celoti.

Stvarno premoženje poleg nepremičnin obsega tudi premičnine, kot npr. umetniška dela, in razno drugo premoženje. Področje upravljanja stvarnega premoženja SDH vključuje tudi upravljanje izbranih kapitalskih naložb, katerih pretežni del premoženja predstavljajo nepremičnine. Seznam teh kapitalskih naložb je razviden v Tabeli 10, v poglavju 5 Portfelj kapitalskih naložb v upravljanju SDH.

Osnovni cilj pri upravljanju stvarnega premoženja je aktivno izvajanje ukrepov, potrebnih za povečevanje njegove vrednosti in za izboljšanje možnosti za prodajo tistega premoženja, ki je temu namenjeno.

Povečevanje vrednosti premoženja se praviloma doseže z odpravo potencialnih pravnih in tehničnih ovir, s potrebnimi vlaganji (tekoče in investicijsko vzdrževanje ter razvoj z investiranjem), oddajanjem premoženja v najem, ciljnim marketingom in transparentnimi prodajnimi postopki.

Večina stvarnega premoženja je namenjena prodaji, določeno premoženje pa tudi (trajni) oddaji (npr. po izvedbi za to potrebnega razvoja ali investiranja v dokončanje oziroma izgradnjo) oziroma izposoji (umetniška dela). SDH bo stvarno premoženje v letu 2023 samostojno upravljal po postopkih, opisanih v nadaljevanju tega dokumenta.

V sklopu upravljanja stvarnega premoženja se sicer izvaja vrsta ukrepov, s katerimi se zagotavlja, da je to premoženje ustrezno vzdrževano in da se (najmanj) ohranja njegova vrednost. Za nepremičnine v objektih, ki po zakonu zahtevajo upravnika, del teh ukrepov izvaja zunanji upravnik. Poleg tega je v nekaterih primerih potrebna odprava pravnih in tehničnih napak (pridobitev manjkajoče dokumentacije in dovoljenj, postopki legalizacije, reševanje sporov s sosedi in nekdanjimi podizvajalci itn.).

Za nekatere nepremičnine (nova stanovanja in enostanovanjske stavbe), ki jih je DUTB že prodal (oziroma jih bo prodal SDH), mora SDH skladno z ZVKSES odpravljati reklamacije še dve leti po sklenjeni kupoprodajni pogodbi oziroma 10 let po prenosu skupnih delov stavbe na upravnika (za solidnost gradnje).

V posameznih primerih so v sklopu upravljanja potrebne tudi investicije (zaključna dela, nakup manjkajočega dela pri nepremičnini, razvoj prostorskih planov in razvoj celotnih projektov vključno z izgradnjo). Za vse nepremičnine in premičnine se skrbi skladno z načelom skrbnosti, prevzete stavbe so ustrezno zavarovane, poškodovane zgradbe so sanirane z namenom preprečevanja vsakršnih dodatnih poškodb, nad nekaterim premoženjem pa se izvaja tudi dodatno varovanje.

Stvarno premoženje, ki je namenjeno prodaji, se prodaja po ustreznem oglaševanju, v transparentnih prodajnih postopkih. V primerih večjega izkazanega interesa za nakup se prodaja večinoma izvede na elektronskih dražbah.

Zaradi velikega števila nepremičnin in premičnin se v postopkih upravljanja, včasih pa tudi v postopkih prodaje, uporabljajo storitve zunanjih izvajalcev za zagotavljanje upravnih storitev, varovanja premoženja, vzdrževanja premoženja, za razvoj prostorskih načrtov, gradbena, obrtniška in instalacijska dela, davčno, tehnično, pravno in drugo svetovanje ter posredovanje pri prodaji ipd.

Vzpostavljen je učinkovit sistem upravljanja nepremičnin. Z upravljanjem nepremičnin se ukvarjajo usposobljeni strokovni upravljalci, ki imajo vzpostavljene procese za učinkovito upravljanje in potrebne kompetence na področju upravljanja nepremičnin za povečevanje njihove vrednosti in za izboljšanje možnosti za prodajo tudi z razvojem projektov. Že vzpostavljene procese upravljanja nepremičnin je mogoče nadgrajevati in zagotoviti učinkovito podporo, delno z notranjimi in deloma z zunanjimi rešitvami.

Upravljanje stvarnega premoženja se bo izvajalo na podlagi sprejemanja poslovnih odločitev, ki se nanašajo na ta portfelj. Osnova za sprejetje vsakokratne poslovne odločitve je dokument (načrt upravljanja, zabeležka ipd.), ki ga praviloma pripravi upravljaec (skrbnik) nepremičnine. V načrtu upravljanja so prikazani strategije za maksimizacijo vrednosti posameznega primera, podrobni podatki o posameznem stvarnem premoženju, zgodovina upravljanja in s tem povezani stroški ter tudi jasna utemeljitev podanega predloga za sprejetje poslovne odločitve. SDH bo nadaljeval aktivno upravljanje stvarnega premoženja, ki bo nanj preneseno s pripojitvijo, hkrati pa bo po potrebi aktivno upravljal tudi tisto premoženje, ki je bilo dano v zavarovanje terjatev s strani dolžnikov.

Pri upravljanju nepremičnin bodo proučene tudi vsakokratne veljavne strategije države, ki se npr. nanašajo na stanovanjsko problematiko (kot npr. zagotavljanje javnih najemnih stanovanj), ki se lahko rešuje z razvojem obstoječega nepremičninskega portfelja, v sodelovanju z različnimi deležniki, tako podjetji v državni lasti kot drugimi institucijami.

Pri upravljanju umetniških del bo SDH proučeval smernice pristojnega ministrstva in kulturnih ustanov (galerij) državne lastnine ter v zvezi s tem sprejemal odločitve glede njihove hrambe, izposojanja in odplačnega oziroma morebitnega neodplačnega prenosa.

Načrtovani denarni tokovi SDH iz upravljanja stvarnega premoženja v letu 2023 so prikazani v posebnem delu LNU (Pričakovani denarni tokovi iz upravljanja naložb – 2. del).