

RAZVOJNE PRILOŽNOSTI TRGA KAPITALA V SLOVENIJI PO FINANČNI KRIZI?¹

dr. Marko Simoneti, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani
UDK 336.76 (497.4)
JEL: G0100, G300, O160

Povzetek:

Članek vsebuje pregled analiz o položaju na slovenskem finančnem trgu po finančni krizi in navaja tista področja, kjer bi delujoči domači trg kapitala lahko pomembno prispeval k premagovanju glavnih gospodarskih izzivov Slovenije. Predstavljen je celovit paket ukrepov za ožvitev kapitalskega trga, ki bi domačim podjetjem in bankam omogočil dostop do dolgoročnih virov financiranja in podprl njihovo rast in razvoj po gospodarski krizi.

Gljučne besede: finančna kriza v Sloveniji, razvoj trga kapitala, zadolženost podjetij, korporativno upravljanje, pokojninska reforma

Abstract:

The paper surveys analysis of the situation in Slovenian financial markets after the financial crisis and identifies the main areas in which a functioning domestic capital market could substantially contribute to overcoming basic economic challenges of Slovenia. A comprehensive package of measures for revival of the capital market is presented, which would allow domestic companies and banks better access to long-term financing and would provide support for their growth and development after the economic crisis.

Key words: financial crisis in Slovenia, capital market development, financial leverage of companies, corporate governance, pension reform

1. UVOD: STANJE NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA PO FINANČNI KRIZI

Slovenija ima slabo razvit trg kapitala glede na primerljivo razvite države, glede na relativno dobro razvitost domačega bančnega sektorja pa je kapitalski trg v velikem razvojnem zaostanku in domači finančni sistem je izrazito neuravnotežen. Kapitalski trg je nastal kot posledica razdelitvene privatizacije v devetdesetih letih in njegov namen je bil dolga leta predvsem konsolidacija lastništva med velikimi domačimi lastniki – zasebnimi in državnimi, pogosto ob izigravanju pravil preglednosti, prevzemne zakonodaje in na škodo številnih malih delničarjev iz privatizacije. Udeležba tujcev v tem boju med domačimi velikimi lastniki za nadzor nad podjetji je bila omejena, saj so bili že v izhodišču postavljeni v podrejen položaj, pa tudi likvidnost trga nikoli ni ustrezala mednarodnim standardom.

Slovenska podjetja se dodatno financirajo predvsem prek bank. Izdaja dodatnih delnic bi lahko ogrozila

razmerja med velikimi lastniki, pa tudi preglednost poslovanja za zunanje investitorje večkrat ni v interesu uprav in velikih lastnikov. Domači kapitalski trg tako nikoli ni opravljal svoje temeljne naloge dodatnega financiranja izdajateljev prek izdaje novih delnic in obveznic na primarnem trgu. Država in banke, ki imajo ustrezne mednarodne bonitete, zaradi boljše likvidnosti namreč izdajajo obveznice predvsem v tujini.

Zaradi pregretosti domačega trga, ki je v letu 2007 beležil eno največjih rasti v svetovnem merilu pri borznih indeksih, tržni kapitalizaciji in borznem prometu, je v letu 2008 prišlo na slovenskem trgu kapitala do borznega zloma, ki je bil bistveno izrazitejši kakor na drugih trgih. Po svetovnem zlomu so si najprej opomogli delniški trgi velikih razvijajočih se držav (BRIC), v letu 2010 pa je prišlo tudi do solidne rasti razvitih trgov. Slovenija spada med tiste redke trge na svetu, kjer močnejših

¹ Ta pregledni članek je bil pripravljen kot izhodišče za širšo razpravo med udeleženci domačega trga kapitala o potrebnih ukrepih za vzpostavitev delujočega trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi. Nastal je predvsem na podlagi člankov iz raziskave Inštituta za ekonomska raziskovanja (IER) »Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi« (2010), v kateri so sodelovali dr. Marko Simoneti, mag. Kruno Abramovič, dr. Aleš Berk Skok, dr. Jože P. Damijan, dr. Igor Masten, mag. Simon Mastnak, dr. Mojmir Mrak, dr. Matija Rojec, dr. Janez Šušteršič, mag. Luka Vesnaver.

znakov okrevanja še ni bilo niti v letu 2010 in agonija na domačem kapitalnem trgu traja že tri leta.²

Domači sekundarni trg — borza sicer v času krize neprekinjeno deluje. Upad borznih tečajev je bil prvi nedvoumni znak, da se bo svetovna kriza prek izgube premoženja podjetij, bank in prebivalstva prenesla tudi v slovensko gospodarstvo. Ko je v nato prišlo do zaprtja mednarodnega finančnega trga za domače banke, je trg kapitala prvi pokazal na kreditno najbolj izpostavljene družbe v Sloveniji. Ko je prišlo do upada tujih in domačih naročil, je trg selektivno pokazal na družbe in panoge, ki bodo najbolj prizadete z gospodarsko krizo. Glavna zamera javnosti domači borzi v kriznih časih je prav v tem, da z vidika informiranja dokaj dobro deluje in nas neusmiljeno opozarja, da je gospodarstvo še globoko v krizi, pa tudi katere delniške družbe so najbolj prizadete. Po drugi strani pa drži, da je kakovost trga zaradi omejene likvidnosti še slabša kakor pred krizo in da smo zaradi počasnega izhoda izdajatelj iz krize postali še manj zanimivi za velike portfeljske vlagatelje iz tujine.

Domači borzni posredniki, ki so praviloma tudi sami veliki investitorji na trgu, so med krizo doživeli dvojni udarec: upad vrednosti njihovih naložb in znižanje prometa pri posredovanju. To je ob dodatnih zakonskih stroških zaradi uvedbe direktive MIFID pripeljalo do velikih izgub. Tudi pri DZU-jih je bil udarec krize dvojen: provizije od upravljanja so bistveno upadle zaradi padca vrednosti premoženja in tudi zaradi izstopa malih vlagateljev, ki so se umaknili v varnejše bančne vloge. Ob vseh domačih težavah je na preizkušnji tudi poslovni model širitve naših bank, zavarovalnic, borznih posrednikov in DZU-jev na območje JVE, kjer sta bila pok borznega balona in s tem povezan upad poslovnih aktivnosti še močnejša (Berk, 2010).

Pri domačih malih investitorjih – fizičnih osebah, ki prevladujejo na slovenskem trgu kapitala, je prišlo do umika iz delniških naložb v manj tvegane finančne oblike, do prve izkušnje z borznim zlomom in pri mnogih, ki so investirali izposojeni denar, do trajne izgube premoženja in težav pri poravnavi finančnih obveznosti. Sprememba sestave naložb slovenskih gospodinjstev v času gospodarsko-finančne krize je dokaj pričakovana; zaradi izjemno agresivnih naložb v delnice in povečane privlačnosti bančnih depozitov se je sestava prihrankov izrazito nagnila v korist depozitov kot naložbene kategorije (Abramovič, 2010). Na manjšo dinamiko rasti bančnih vlog je v nadaljevanju krize vplival slabši ekonomski položaj prebivalstva zaradi naraščajoče brezposelnosti (BS, 2010).

Tudi slovenski izdajatelji so se znašli v povsem novih razmerah, ko so morali prestrašenim malim domačim

delničarjem sproti pojasnjevati, kaj bi lahko pomenila svetovna gospodarska kriza za poslovanje podjetij v prihodnosti. Direktorji borznih družb, ki so v preteklosti utemeljevali svojo uspešnost tudi s porastom cen delnic na pregretem trgu, so bili še dodatno izpostavljeni. Tudi v strokovni javnosti so nastali številni dvomi o ustreznosti tržnih cen v času finančne krize pri vrednotenju finančnih naložb v premoženjskih bilancah in pri vrednotenju zavarovanj z vrednostnimi papirji pri bančnih kreditih.

Po drugi strani je finančna kriza jasno pokazala, da so številna podjetja prekomerno zadolžena in odvisna od kratkoročnih bančnih kreditov, predvsem pa niso sposobna pridobiti potrebnega dodatnega kapitala od obstoječih velikih domačih lastnikov: finančnih holdingov, državnih skladov, države, povezanih družb, in prevzemnih družb v lasti menedžerjev in drugih zaposlenih. Povsem enake težave imajo domače banke, ki potrebujejo dodatni kapital zaradi slabšanja kreditnega portfelja in višjih kapitalskih zahtev regulatorjev in tujih kreditodajalcev. Nerazvitost primarnega trga za delnice in obveznice se je tako pokazala kot pomemben pokazatelj, da bo kriza v Sloveniji imela večje in dolgotrajnejše posledice. Tudi pri oblikovanju reševalnih finančnih ukrepov države za podjetja in banke smo v primerjavi z državami z razvitejšim domačim kapitalnim trgom dokaj omejeni.

Pri tem je zanimivo, da slovensko gospodarstvo financira premagovanje krize prav s trgom kapitala v tujini. Z izdajo obveznic v tujini se je ob izbruhu krize najprej zadolžila država in deponirala sredstva v banke, nato so domače banke izdale v tujini obveznice z državno garancijo. Prav sredstva, zbrana s pomočjo države na tujih trgih kapitala, so omogočila domačim bankam redno poravnavo zapadlih kreditnih obveznosti do tujine. Domača upniško-dolžniška razmerja med bankami in podjetji so pri tem ostala nespremenjena, njihovo postopno razreševanje pa postaja tudi zaradi nerazvitosti domačega trga kapitala pomembna ovira pri izhodu prezadolženih podjetij in slabo kapitaliziranih bank iz krize. Hitro naraščajoči javni dolg, povezan z različnimi reševalnimi ukrepi države, se še naprej financira s prodajo državnih obveznic v tujini. Izpostavljenost Slovenije na mednarodnem trgu kapitala se je s krizo bistveno povečala. Tuji investitorji skrbno spremljajo uspešnost Slovenije pri izhodu iz krize in bodo v primeru skromnih rezultatov pri javno-finančni konsolidaciji z dvigom zahtevanih donosnosti na državne obveznice še dodatno zaostri pogoje financiranja iz tujine za celotno slovensko gospodarstvo.

Podpora države in ekonomske politike za razvoj domačega trga kapitala, ki je bila v Sloveniji že tradicionalno skromna, se je v času krize še dodatno zmanjšala. Vsi načrtovani izstopi države iz lastništva družb prek trga kapitala so bili ob zlomu trga razumljivo zaustavljeni. Začel se je obratni proces, v katerem država neposredno ali posredno pridobiva dodatne

² Glede na konec leta 2007 so bili delniški indeksi konec leta 2010 na razvijajočih se trgih že na enakih ravneh (MSCI-EM), v severni Ameriki so bili nižji le še za 15 % (S&P 500), v Evropi še za eno tretjino (DJ EURO STOXX), v Sloveniji pa kar za dve tretjini (SBITOP je bil nižji za 67 % !!!).

lastniške deleže v delniških družbah. To seveda pomeni, da se bo že v bližnji prihodnosti še dodatno zaostriło vprašanje dobrega korporacijskega upravljanja države in preglednega ter družbeno sprejemljivega umika države iz največjih slovenskih gospodarskih družb prek trga kapitala.

Slovenija je kot članica EU v letu 2008 končala veliko sistemsko preobrazbo na trgu finančnih instrumentov z uvedbo direktive MIFID, ki temelji na prepričanju, da je treba v EU po ameriškem vzoru zagotoviti več konkurence na finančnih trgih, omogočiti čezmejno opravljanje finančnih storitev, zagotoviti večjo inovativnost pri oblikovanju finančnih produktov in storitev ter znižati stroške. Za zaščito investorjev, preglednost in ohranjanje celovitosti trga so bili vzpostavljeni novi vseevropski mehanizmi nadzora, poročanja in obveščanja, ki pa še niso v celoti zaživeli. Slovenski udeleženci na trgu kapitala so se tem spremembam sicer formalno prilagodili, večinoma pa so jim prinesla le takojšnje dodatne stroške in večjo izpostavljenost tuji konkurenci v bližnji prihodnosti. Za mnoge manjše ponudnike bi postala vprašljiva ekonomika poslovanja v novih regulatornih razmerah tudi brez borznega zloma, kriza pa je ta proces še pospešila. Kriza je opozorila na velike pomanjkljivosti novega finančnega sistema v EU in prišlo bo do nazadovanja pri liberalizaciji finančnih storitev ter do dodatnih regulatornih zahtev predvsem glede kapitalске ustreznosti, preglednosti transakcij in pri upravljanju s tveganji. Kaj bi lahko prinesle te novosti za domače udeležence trga kapitala, še ni povsem jasno: gotovo dodatne stroške, morda pa tudi nekatere nove priložnosti.

Tik pred začetkom krize v letu 2008 je Ljubljansko borzo d. d. (LJSE), ki skupaj s KDD predstavlja osrednjo infrastrukturo domačega trga kapitala, dokončno prevzela Dunajska borza. S tem se je končal dolgoletni proces preoblikovanja iz članske organizacije, ki se razvija dokaj izolirano na podlagi domačega znanja in izkušenj, v komercialno delniško družbo, ki je poslovno povsem vključena v razvite trge EU. LJSE se v povezavi z borzami na Dunaju, v Pragi in Budimpešti odpirajo razvojne priložnosti predvsem za: povečanje mednarodne prepoznavnosti in primerljivosti trga, povečanje navzočnosti mednarodnih vlagateljev in članov, izboljšanje likvidnosti domačega trga, uvajanje novih tehnoloških rešitev pri trgovanju in poravnavi in sodelovanje v povezanem regionalnem trgu nove Evrope.

Iz vsega povedanega izhaja, da bi bilo za slovenski trg kapitala v trenutnih razmerah pomembno, da se pripravi nova strategija razvoja, ki bo upoštevala posledice finančne krize za vse pomembne domače udeležence na trgu, spremembe zakonodaje v finančnem sektorju EU in dodatne možnosti, ki se odpirajo z vključitvijo LJSE v sistem kapitalskih trgov nove Evrope. Kot analitična podlaga za začetek oblikovanja take strategije je bila pripravljena zbirka prispevkov številnih domačih

avtorjev pod skupnim naslovom: Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi (IER, 2010). Ta članek vsebuje pregled teh prispevkov in drugih domačih analiz o položaju na kapitalnem trgu v Sloveniji po finančni krizi, ugotavlja osnovna področja, kjer bi delujoči trg kapitala lahko pomembno prispeval k premagovanju novih gospodarskih izzivov Slovenije, ter sistematično povzema številne predlagane ukrepe za izboljšanje razmer.

2. ZAKAJ SLOVENSKO GOSPODARSTVO POTREBUJE DELUJOČI TRG KAPITALA?

Razvit trg kapitala načeloma razširja možnosti financiranja podjetij in prek zniževanja stroškov kapitala, izboljšane strukture financiranja in boljše alokacije sredstev pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Razlogi, zakaj je bolje razvit trg kapitala lahko še dodatno koristen za posamezno gospodarstvo, pa so odvisni tudi od konkretnih gospodarskih razmer, ki so se s finančno-gospodarsko krizo v Sloveniji bistveno spremenile. Kriza je jasno pokazala na nekatere skrite pomanjkljivosti delovanja domačega gospodarstva in boljše razvit trg kapitala bi lahko prispeval k reševanju teh težav. Pred krizo so vladni strateški dokumenti (Služba Vlade RS za razvoj, 2006) poudarjali potrebo po razvoju finančnega sektorja predvsem zaradi podpore pri umiku države iz lastništva podjetij in bank, pri izboljšanju korporacijskega upravljanja in preoblikovanju KAD in SOD v portfeljska vlagatelja. Pomembna je bila vloga trga kapitala tudi pri napovedanih spremembah v dopolnilnem pokojninskem zavarovanju prek pokojninskih skladov. Ob analizi razmer po finančni krizi so domači avtorji našli še vrsto novih in dodatnih razlogov za bolj uravnotežen finančni sistem, kar pomeni v naših razmerah hitrejši razvoj trga kapitala. Vse te argumente smo zbrali v nekaj vsebinskih sklopih, ki jih podrobneje predstavljamo v nadaljevanju.

2.1 NOV KORPORACIJSKI MODEL SLOVENIJE D. D.?

Nerazvitost našega trga kapitala je sistemsko pogojena z izbranim načinom privatizacije, s konsolidacijo lastništva v zaprtem krogu domačih lastnikov, z velikim lastniškim deležem države, z načinom financiranja podjetij prek bank in s tipom kapitalizma, ki se je razvil v zadnjih dvajsetih letih v Sloveniji. S temi sistemskimi vprašanji razvoja trga kapitala se ukvarjajo predvsem Šušteršič (2010), pa tudi Damijan (2010), Masten (2010), Vesnaver (2010) in Rojcek ter Simoneti (2010).

Šušteršič (2010) v svoji politično-ekonomski institucionalni analizi ugotavlja, da je nerazvitost trga kapitala v Sloveniji logičen rezultat našega izbranega razvojnega modela, ki ga lahko opišemo kot

koordinirano tržno ekonomijo z močno vlogo države v nadzornih omrežjih. Za ta sistem je značilen obstoj tako imenovanega »potrpežljivega kapitala«, ki odločitev o financiranju podjetij ne sprejema le na podlagi javno dostopnih podatkov in tekočih donosov. Investitorji v zameno za potrpežljivost pri donosih zahtevajo možnost bolj neposrednega nadzora poslovanja, kar omogoča vzajemno prepleteno lastniško omrežje podjetij in bank in članstvo v nadzornih svetih, kjer so zastopani predstavniki zunanjega lastniškega omrežja in zaposleni. Pri tem je pri nas v »omrežni nadzor« prek svojih lastniških deležev neposredno vključena tudi država, kar je pomembna razlika med slovenskim in nemškim modelom, ki je zato veliko prožnejši. Takšna povezanost vseh deležnikov sili uprave podjetij in bank k sporazumnemu sprejemanju ključnih poslovnih odločitev.

Avtor tudi ugotavlja, da je bil razvoj normalnega trga kapitala v Sloveniji vso tranzicijo omejevan, saj je razpršeno in anonimno lastništvo podjetij v nasprotju s sistemom relacijskega dogovarjanja. Ohranjanje močne vloge državnega in domačega lastništva je bilo v času privatizacije in konsolidacije lastništva podprto z ideologijo tako imenovanega »nacionalnega interesa«. Njena osrednja teza je, da bi se s prodajo svojih ključnih podjetij in bank tujcem odrekli možnosti, da sami vodimo svojo gospodarsko razvojno strategijo in odločamo o svoji usodi kot narod. Slovenski koncept privatizacije je lastništvo podjetij v začetku zelo razpršeno razdelil med ljudi, potem pa "pod mizo" spodbujal koncentracijo pri domačih lastnikih.

Domači lastniki za prevzeme niso imeli dovolj lastnih sredstev in so tako upali predvsem na ugodno financiranje domačih bank in poplačilo teh obveznosti iz denarnega toka prevzetih podjetij, večkrat tudi na škodo investicij in razvoja podjetij. Ohranjanje sistema z izrazito močno vlogo države in finančno izčrpanimi domačimi lastniki pa ni škodljivo samo za učinkovitost podjetij, temveč ima negativen vpliv tudi na razvoj pravne države in učinkovitega zakonskega urejanja trgov (Šušteršič, 2010). Prednostno obravnavanje izbranih domačih lastnikov je bilo tako v nasprotju s temeljnimi načeli delovanja trga kapitala: enaka obravnava vseh delničarjev, preglednost pri poslovanju družb in trgovanju z delnicami, preprečevanje trgovanja na podlagi notranjih informacij, razkrivanje nasprotja interesov in predvsem zaščite malih delničarjev pri prevzemih prek obveznih javnih ponudb. V Sloveniji je tudi država kot lastnik prek svojih skladov in finančnih institucij pogosto aktivno pomagala pri nepreglednem koncentriranju lastnine v rokah izbranih domačih lastnikov.

Tudi za majhen delež lastniških portfeljskih tujih investicij (PTI) lahko najdemo vzrok v posebnosti slovenskega korporacijskega modela. Nedokončane zgodbe lastninjenja podjetij ter prevelika lastniška

in upravljavska vloga države v podjetjih, skupaj z nepreglednimi prodajami državnih deležev v podjetjih, dopuščanjem nepreglednih transakcij na kapitalskem trgu, oškodovanjem malih delničarjev itd., kar vse objektivno izhaja iz poskusov ohranjanja lastništva podjetij v „pravih“ rokah, ima neposredne negativne učinke na investiranje portfeljskih tujih investorjev v Slovenijo. Ti se ne podajajo v nepregledne zgodbe, obstoječi lastniki podjetij – tako država kakor domači kandidati za kontrolne lastniške deleže – pa zavirajo dokapitalizacije in udeležbo novih investorjev v njih in s tem preprečujejo vstop tujih portfeljskih investorjev (Rojec in Simoneti, 2010).

Sklepna ugotovitev je, da je slovenski razvojni model usklajenega tržnega gospodarstva z velikovlogo države in poudarjanjem domačega lastništva izrazito nenaklonjen razvoju trga kapitala. Trg kapitala namreč pomeni motnjo, ki lahko oslabi omrežni nadzor gospodarstva in vnese negotovost ter odpravi nadzor države nad prihodnjimi lastniškimi spremembami. Šušteršič (2010) zaključuje, da se samo ob bistvenih spremembah slovenskega korporacijskega modela odpirajo za razvoj trga kapitala resnično drugačne možnosti. Pri manjših popravkih v slovenskem korporacijskem modelu, ki so nujni zaradi težkega gospodarsko-finančnega položaja ali naše povezanosti v EU in druge mednarodne organizacije (na primer OECD), ima lahko delujoči trg kapitala pomembno vlogo, čeprav so možnosti za večji razmah trga bistveno bolj omejene.

2.2 FINANČNA STABILNOST IN FINANCIRANJE GOSPODARSKE RASTI IZ TUJINE

Mrak (2010) analizira plačilno-bilančne vidike neto prilivov kapitala v Republiko Slovenijo od osamosvojitve naprej. Ugotavlja, da je bil tekoči račun v razdobju do leta 2003 večinoma izravnani in da se je Slovenija razvijala v glavnem na podlagi lastne akumulacije. Neto pritoki kapitala so bili spremljani s približno enakim obsegom povečevanja mednarodnih denarnih rezerv države. Številke jasno kažejo, da je Banka Slovenije za vzdrževanje deviznega tečaja tolarja sterilizirala devize iz naslova prilivov bančnih kreditov iz tujine. Očitno je, da je Slovenija prek monetarne politike in v kombinaciji s fiskalno politiko vodila takšno politiko deviznega tečaja tudi z omejitvami kapitalskih tokov, ki ni dopuščal znatnejših in trajnejših primanjkljajev v tekočem računu (Kleindienst, 2000). To je imelo gotovo dolgoročne negativne posledice za razvoj trga kapitala v Sloveniji, pa tudi domači bančni sektor je bil zaradi takih ukrepov slabše pripravljen na kreditni porast po vstopu Slovenije v EU in ERM2, ko se je primanjkljaj v tekočem računu začel povečevati.

Medtem ko je še leta 2005 primanjkljaj v tekočem računu znašal povsem normalnih in vzdržnih 1,7 % BDP, je do leta 2008 narasel že na 5,9 % BDP. V obdobju

2005—08 se je neto dolg do tujine povečal z 0 evrov na 10 milijard evrov, bruto zadolženost do tujine je dosegla 100 % BDP, razmerje med danimi krediti in depoziti v domačih bankah pa se je povzpelo na 160 % na podlagi financiranja bank iz tujine (povprečje v EU je približno 125 %). Povečevanje primanjkljaja je bilo povezano s hitro gospodarsko rastjo na podlagi velikega povpraševanja iz tujine in velikih domačih investicij. V pogojih, ko država na povečanje primanjkljaja ni več mogla odgovoriti z ukrepi lastne monetarne politike, za ukrepanje fiskalne in strukturnih politik pa ni bilo zadostne pripravljenosti, je prišlo do financiranja naraščajočega primanjkljaja s kapitalskimi prilivi iz tujine. To je bilo v tem obdobju enostavno zaradi velike likvidnosti na mednarodnih finančnih trgih in posledično nizke cene denarja. Šele v letu 2009 je primanjkljaj padel in to kot neposredna posledica finančne in gospodarske krize (Mrak, 2010).

Glavna značilnost kapitalskih prilivov Republike Slovenije v primerjavi s tujino je, da je v njihovi strukturi delež neposrednih tujih investicij (NTI) in portfeljskih tujih investicij (PTI) bistveno nižji kakor v večini primerljivih držav (nove države članice EU in stare države članice na podobni ravni razvitosti kakor Slovenija). Do obdobja pred izbruhom krize je ta kapital prihajal predvsem v obliki bančnih kreditov, ki so ob izbruhu krize običajno najbolj nestabilni. Sloveniji se je to v sedanji krizi potrdilo, saj je v letu 2009 prišlo do velikega odliva te oblike dolžniškega kapitala in ga je zamenjalo zadolževanje države v obliki izdaje obveznic na mednarodnem trgu kapitala. V strukturi kapitalskih prilivov so v Sloveniji tradicionalno prevladovale dolžniške oblike kapitala. (Mrak, 2010).

Izkušnja Slovenije v sedanji finančni krizi je, da je financiranje dinamične rasti izključno prek dodatnega zadolževanja domačih bank v tujini lahko zelo tvegano. Zaradi uvedbe evra sicer ni več nevarnosti devizne nelikvidnosti države, tveganja zaradi spremembe tečaja domače valute za posojilojemalce so odpravljena, nestabilnost teh tokov pa tudi ne ogroža več tečajne politike. Toda ker so se s temi kratkoročnimi dolžniškimi viri financirali tvegani in dolgoročni projekti tako doma kakor v tujini, so nastala velika tveganja ob nezmožnosti zunanjega refinanciranja dolgov. Tako je ob nastanku finančne krize morala poseči država s svojimi instrumenti, saj očitno ne bankirji ne direktorji podjetij niso nikoli resno računali, da bo treba pri teh formalno sicer kratkoročnih kreditih, nekoč odplačati tudi glavnico.³ V tem delu želimo utemeljiti trditve, da se slovenskemu

gospodarstvu zaradi pomankanja lastne akumulacijev naslednjih letih ni treba odpovedovati dinamičnemu razvoju in investicijskim priložnostim doma in na sosednjih trgih, vendar pa mora pri tem zagotoviti kakovostnejše financiranje tovrstnih projektov iz tujih virov. Predpogoj za to je tudi mednarodno primerljiv in uveljavljen trg kapitala kot del bolj uravnoteženega finančnega sistema.

Razvoj finančnega sektorja glede strukture in obsega za podjetja preprosto pomeni, da se strošek kapitala zniža, s čimer dodatni projekti postanejo ekonomsko upravičeni. Razvit finančni trg tudi pomembno prispeva, da sredstva pridobijo vsi tisti in samo tisti projekti, ki izpolnjujejo ekonomska merila. Mednarodno finančno povezovanje ima na ravni podjetij podoben učinek, saj nastanejo dodatne možnosti za lastniško in dolžniško financiranje pod ugodnimi pogoji iz tujine, kar znižuje stroške kapitala. Na makro ravni je nekoliko drugače. Številne študije kažejo, da razvoj domačega finančnega trga nedvomno pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Mednarodno finančno povezovanje pozitivno vpliva na gospodarsko rast le, če jo spremlja ustrezen razvoj domačega finančnega trga, ki je ključen z vidika sposobnosti sprejemanja pritokov kapitala iz tujine in njihove ustrezne alokacije.

Pretekle izkušnje kažejo, da veliki prilivi kapitala (v obsegu 10 % BDP ali več), kakor na nekaterih razvijajočih se trgih pred zadnjo krizo, potisnejo cene obstoječih naložb navzgor in morda sploh ne vodijo v ustvarjanje novih sredstev (Masten, 2010). Pri finančnem povezovanju in financiranju iz tujine postane na makro ravni pomembno tudi, kako so tveganja poslovanja porazdeljena med rezidenti in nerezidenti. To je odvisno predvsem od tega, za kakšen tip investitorjev iz tujine gre: banke, portfeljske investitorje v obveznice, portfeljske investitorje v delnice ali strateške investitorje in kdo je doma neposredni prejemnik sredstev: država, banke ali podjetja.

Finančni polom v Sloveniji izvira tako iz obsega prilivov tujega kapitala nad domačo sposobnostjo sprejemanja, še bolj pa iz dejstva, da so domači bankirji financirali nekatere špekulativne in dolgoročne naložbe s kratkoročnimi viri in da je slovensko okolje zelo prijazno za kredite iz tujine, pri NTI in pri lastniških PTI pa smo tudi zaradi tako imenovanih nacionalnih interesov najbolj zaprti v EU (Rojec in Simoneti, 2010).

Na podlagi primerjave podatkov o različnih oblikah financiranja iz tujine za Slovenijo z različnimi regijami sveta Masten (2010) ugotavlja, da je moč najti veliko argumentov v prid tezi o nuji zagotovitve uravnoteženega razvoja trga kapitala pri nas. Pri tem izhaja iz logične premise, da mora finančni sistem zagotavljati vire prihodnjega gospodarskega razvoja Slovenije tudi iz tujine, to pa mora početi tako, da gospodarstva ne izpostavlja nepotrebnim tveganjem.

³ Druge hitro rastoče države so pri financiranju razvoja iz tujine uporabljale tudi druge oblike: neposredno zadolževanje države ali pa NTI. Tu je nastala povsem drugačna porazdelitev tveganj in koristi med domačimi in tujimi subjekti. Pomembno so tudi izkušnje nekaterih razvitih držav, na primer sosednje Avstrije, ki je prodor svojih podjetij na tvegane trge JVE uspela financirati tudi prek tujih portfeljskih investitorjev. S tem so te avstrijske družbe obdržale kontrolo nad projekti v JVE v svojih rokah, velik del tveganj pa prenesla na mednarodne portfeljske investitorje, ki v zadnjih letih predstavljajo že več kakor polovico prometa na Dunajski borzi (Rojec in Simoneti, 2010).

Financiranje investicijske dejavnosti v obdobju dinamične gospodarske rasti v Sloveniji je temeljilo izključno na bančnem sistemu. Slovenija je ostala je dokaj zaprta tako glede NTI kakor PTI. Za financiranje Investicijsko-varčevalna vrzel se je tako financirala samo z zadolževanjem domačih bank pri tujih bankah. Po eni strani tak način zadolževanja v tujini prinaša ohranitev lastniške kontrole in doseganje kapitalskih donosov v domačih rokah, vendar je tudi res, da nominalno fiksne obveznosti do tujine ne omogočajo porazdelitve tveganja v finančni krizi. Podatki kažejo, da si je Slovenija v približno petletnem obdobju pred začetkom krize v mednarodnem finančnem položaju oblikovala precej tvegano premoženjsko bilanco. Poleg neto zadolževanja, ki po mednarodnih primerjavah sicer ni pretirano, je glede izpostavljenosti tveganjem ob začetku svetovne finančne krize problematično kopičenje velikih neto obveznosti s fiksno nominalno vrednostjo (zadolževanje pri tujih bankah) in neto terjatev s spremenljivimi donosi – neposredne naložbe podjetij in portfeljske naložbe prebivalstva iz Slovenije v tujino. Ob začetku krize to pomeni, da ob znižanju vrednosti terjatev vrednost obveznosti ostane nespremenjena, država pa v celoti nosi tako dosežena negativna tržna tveganja (Masten, 2010).

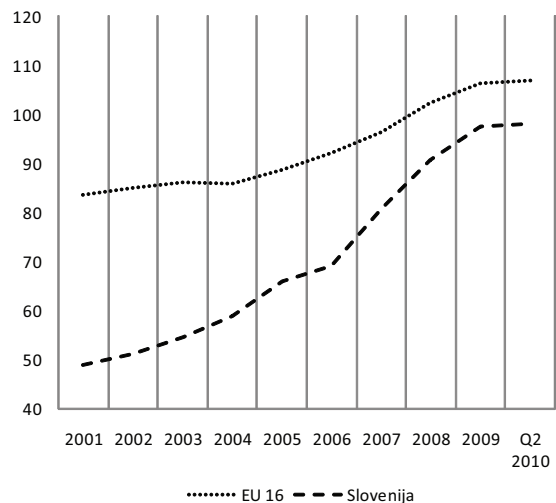
Zmanjšanje občutljivosti na finančne krize, kakršna je bila kriza 2008/09 bo zahtevalo uravnoteženo financiranje potencialne investicijsko-varčevalne vrzeli prek vseh delov finančnega sistema. To pomeni zmanjšanje odvisnosti od zadolževanje bank v tujini in povečanje vloge NTI in PTI, tako v dolžniške kakor lastniške vrednostne papirje. Za zmanjšanje odvisnosti bank od tujih virov financiranja lahko rečemo, da je to edini način, da banke zmanjšajo svojo občutljivost na podobne finančne pretrese. To je mogoče nadomestiti s povečanjem domačega varčevanja in/ali posredovanjem tujih finančnih prihrankov prek drugih delov finančnega trga. Ohranjanje sedanje nizke ravni vpetosti Slovenije v mednarodne finančne tokove prek NTI in PTI in zmanjševanje odvisnosti bančnega sistema od tujih virov financiranja pa bi po umiku državnih stimulacijskih ukrepov nujno vodilo v naraščanje finančnih omejitev v slovenskem gospodarstvu in s tem povezano v nižjo gospodarsko rast (Masten, 2010).

2.3 PREZADOLŽENOST IN NUJNE SPREMEMBE V FINANCIRANJE SLOVENSkih PODJETIJ IN BANK

Zadolženost slovenskih podjetij se je v zadnjih desetih letih postopoma povečevala: dolg podjetij v razmerju do BDP se je od leta 2001 povečal s 50 % na 100 % in v desetih letih smo po tem kazalcu že dosegli države EU-16 (glej sliko 1). Po ugotovitvah Banke Slovenije (2009a: 37—38) so se v letu 2007 pokazali prvi znaki naraščajočega bremena hitrega zadolževanja, saj se je

dolg podjetij povečal za 11 odstotnih točk BDP. Tako »finančno poglobljanje« seveda pomeni, da se je breme servisiranja dolgov za podjetja bistveno povečalo in s tem tudi občutljivost podjetij na spremembe pogojev poslovanja.

Slika 1: Naraščanje dolga podjetij v Sloveniji in evrskem območju v razmerju do BDP

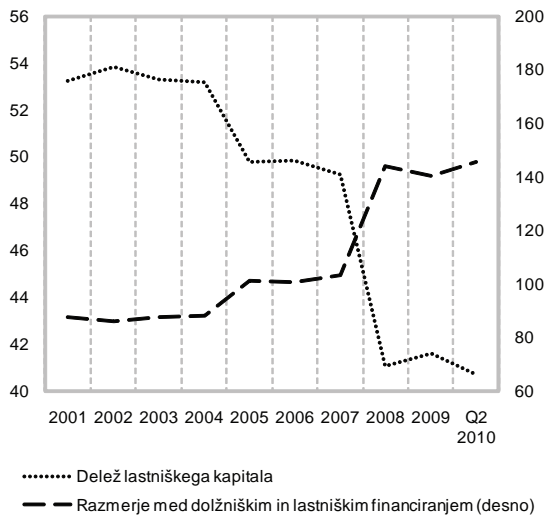


Vir: Banka Slovenije, 2010.

To se je v polni meri pokazalo ob izbruhu finančno-gospodarske krize, ko se je razmerje med dolžniškimi in lastniškimi financiranjem v Sloveniji povsem podrl: od 103 % pred krizo je poskočilo nad 140 %, kjer se ohranja že dve leti (glej sliko 2). To jasno kaže, da so slovenska podjetja zaradi prevrednotenja naslednjih naložb v svojih premoženjskih bilancah in upada poslovne aktivnosti postala visoko zadolžena. Dejanska zadolženost je gotovo še večja zaradi številnih delniških parkirišč in navzkrižne lastniške povezanosti podjetij ter še vedno previsokega vrednotenja lastniških deležev in nepremičnin v premoženjskih bilancah podjetij. V evrskem območju je razmerje med dolžniškimi in lastniškimi viri 104,8 %, torej precej nižje kakor v Sloveniji (BS, 2009a: 30). V strukturi stanja finančnih obveznosti slovenskih podjetij se torej izrazito povečuje delež dolžniških virov financiranja. Po mnenju Banke Slovenije (2009a: 26—27) je vzdržnost tako spremenjene strukture financiranja podjetij v prihodnjem obdobju negotova. Slovenija d. d. potrebuje dokapitalizacijo, ki pa jo bodo obstoječi veliki domači lastniki težko zagotovili zaradi lastnih finančnih težav.

Poročilo o finančni stabilnosti Banke Slovenije (januar 2010) povzema stanje na slovenskem finančnem trgu na naslednji način. V obdobju visoke svetovne konjunktore so si slovenske banke z zadolževanjem v tujini zagotovile kratkoročne vire, s katerimi so zadovoljile visoko domače povpraševanje po posojilih (glej sliko 3). Z nastankom svetovne finančne krize se je dostop do tujih finančnih

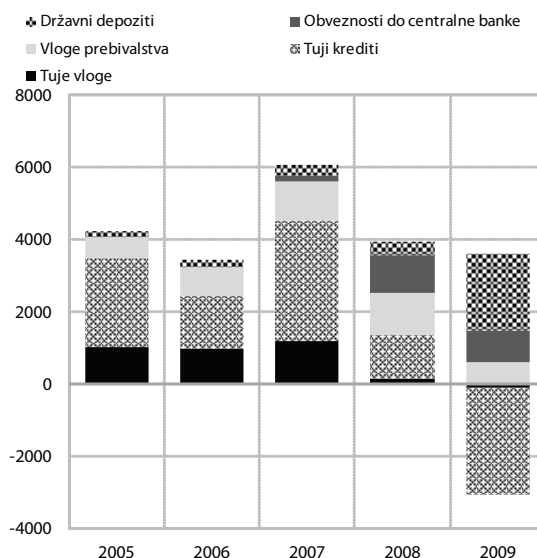
Slika 2: Razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij



Vir: Banka Slovenije, 2010.

virov močno zmanjšal, zaradi česar so naše banke morale spremeniti politiko financiranja. Po eni strani so si morale zagotoviti dodatne vire, in sicer z depoziti države, z enoletnim financiranjem pri ECB, z izdajami obveznic v tujini ter s tekmovanjem doma za depozite nebančnega sektorja (glej sliko 4). To je sicer vplivalo na povečanje kratkoročnih virov, zaradi pomanjkanja dolgoročnih virov pa so banke zelo zaostrile kreditne pogoje in

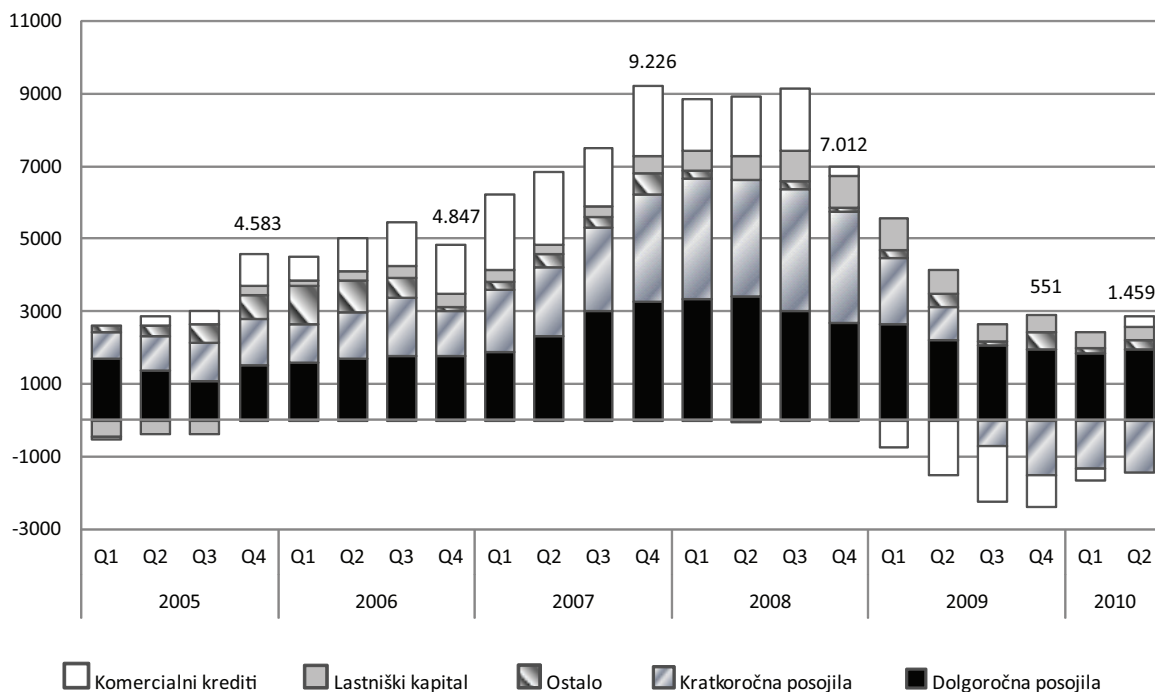
Slika 4: Tokovi financiranja domačih bank: tuje vloge in krediti, vloge prebivalstva, depoziti države in obveznosti do centralne banke



Vir: UMAR, Ekonomski izzivi, 2010.

močno povečale obrestne mere zaradi visoke premije za tveganje. Razlike med pogoji kreditiranja za podjetja so po dolgih letih tako doma spet bistveno slabši kakor v tujini, saj razlika v obrestnih merah znaša kar 300 bazičnih točk (glej sliko 5). S tem so banke popolnoma umirile kreditni trg. Po drugi strani je na stagnacijo rasti posojil

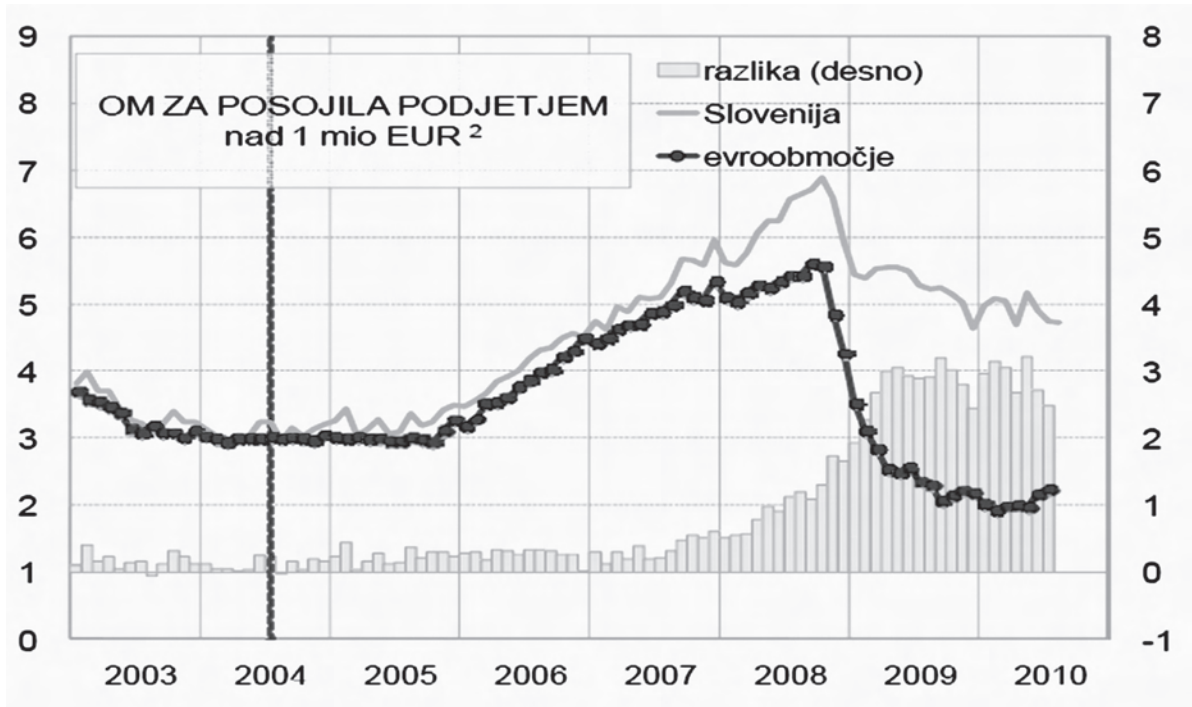
Slika 3: Tokovi financiranja nefinančnih podjetij po instrumentih, letne drseče vsote tokov v mio EUR



Vir: Banka Slovenije, 2010.

Komerčni krediti
 Lastniški kapital
 Ostalo
 Kratkoročna posojila
 Dolgoročna posojila

Slika 5: Primerjava slovenskih obrestnih mer za nova posojila z obrestnimi merami v evrskem območju v odstotkih



Vir: Banka Slovenije, 2010.

podjetjem — v letu 2010 je prišlo celo do zmanjšanja za 500 mio evrov — vplival močno zmanjšan obseg kreditno sposobnega povpraševanja po posojilih zaradi visoke zadolženosti podjetij. Banke so hkrati močno izpostavljene zaradi gradbenega sektorja, kar bo še poslabšalo kakovost njihovih kreditnih portfeljev. Banka Slovenije zato za postopno oživljanje kreditne aktivnosti priporoča na eni strani prestrukturiranje ročnosti bančnih virov in na drugi prestrukturiranje financiranja podjetij s povečanjem lastniškega kapitala. V letu 2010 se z oživljanjem konjunktura na izvoznih trgih znova odpirajo možnosti za ožvitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih podjetjih, postopoma pa oživlja tudi domače povpraševanje po storitvenih dejavnostih. Po podatkih SURS pri obeh dejavnostih podjetja še naprej kot glavno omejitev pri poslovanju navajajo težave s financiranjem.

Podjetja bodo pri financiranju razvoja prek kapitalskega trga tehtala med tremi različnimi možnostmi (Damijan, 2010). Pridobitev sredstev prek izdaje obveznic je prva možnost, ki je lahko v primeru krča na kreditnem trgu in zaostritve kreditnih pogojev alternativa bančnim posojilom. Druga možnost je dokapitalizacija na kapitalnem trgu prek novih izdaj delnic. V tem primeru portfeljski vlagatelji prevzamejo del tveganja glede prihodnjega poslovanja in uspešnosti razvojnih projektov izdajatelja. Tretja možnost je pridobitev strateškega vlagatelja, ki bi vstopil v podjetje prek nakupa manjšinskega ali večinskega kapitalskega deleža. Glede na zaostreno finančno stanje na domačem

trgu je verjetnost domačih kapitalskih povezovanj dokaj majhna. Načeloma obstaja precej večja možnost pridobitve strateških lastniških povezav v tujini prek NTI. Glede na splošno nenaklonjenost tujemu kapitalu in željo obstoječih lastnikov in vodstva podjetij ohraniti kontrolni lastniški vpliv je ta možnost le izhod v sili. Zato se zdi zanimiva možnost, da bodo finančno omejena podjetja pri financiranju razvoja začela tudi z javno prodajo obveznic in delnic portfeljskim lastnikom. Prvi večji poskus najavlja NKBM, ki se bo dokapitalizirala z javno prodajo delnic tujim portfeljskim vlagateljem, pri čemer si bo zaradi boljše likvidnosti in mednarodne prepoznavnosti za kotacijo izbrala borzo v Varšavi. Že dejstvo, da se je edina delniška družba v Sloveniji, ki je že izvedla pravi mednarodni IPO in ima tudi največje število delničarjev pri nas, odločila za dodatno kotacijo v tujini, pove vse o slabih trenutnih razmerah na domačem trgu kapitala.⁴

Finančne možnosti domačih podjetij - izdajateljev v času krize analizira Mastnak (2010), ki posebej izpostavi

⁴ Varšavska borza je s skupno kapitalizacijo 200 milijard evrov največji kapitalski trg nove Evrope. Še posebej uspešna je borza pri prvih javnih prodajah (IPO): 38 v skupni vrednosti 1,6 milijarde evrov za leto 2009 in 112 v skupni vrednosti 3,8 evrov v letu 2010, kar jo uvršča skupaj z Londonom v evropski vrh. Razvoj poljskega trga kapitala je sprva temeljil na kotaciji najboljših domačih družb iz privatizacije in na močnem povpraševanju domačih pokojninskih skladov, kar je predstavljalo trdno podlago za postopno internacionalizacijo trga tako z vidika investorjev kakor tudi izdajateljev. V začetku leta 2011 je to mednarodni trg, kjer kotira tudi 28 tujih družb iz 15 držav, ki imajo skupaj skoraj desetkrat večjo kapitalizacijo od vseh družb na Ljubljanski borzi.

problematiko neobstoja primarnega trga podjetniških delnic in obveznic za slovenska podjetja in banke in ugotavlja, da so možnosti izhoda iz krize zato slabše kakor pri njihovih konkurentih v tujini. Slovenska (nefinančna) podjetja praviloma nimajo bonitetnih ocen mednarodnih rating agencij. Odsotnost ustreznega ratinga in konsolidiranih izkazov po MSRP vsaj za nekaj let nazaj bistveno zmanjša obseg zainteresiranih tujih vlagateljev. Mednarodni trg obveznic je torej realna možnost predvsem za financiranje države in finančnih podjetij iz Slovenije. Druga podjetja, ki bodo zaradi posledic finančne krize soočena z restriktivnejšim bančnim kreditiranjem, pa druge možnosti nimajo, če se ne vzpostavi tudi domači obvezniški trg. V tej zvezi je pomemben tudi proces lastninjenja kreditnih naložb domačih bank, ki bodo v kratkem prisiljena prilagoditi obsege in strukturo svojih portfeljev višjim kapitalskim zahtevam in zaostrenim pravilom glede prevzemanja tveganj.

Številke nedvoumno kažejo, da slovenska podjetja uporabljajo PTI kot vir financiranja v zelo majhnem obsegu: delež lastniških PTI v BDP je v EU kot celoti 25-krat večji kakor v Sloveniji; skupaj z Italijo imamo daleč najnižji delež tujih investitorjev v sestavi lastništva borznih delniških družb (14 %). To najbrž dolgoročno ni normalno stanje. Z izjemo majhnega trga Slovenija glede osnovnih makroekonomskih gospodarskih parametrov, ki opredeljujejo tokove PTI, nikakor ne zaostaja za drugimi državami. S prevzemom pravil EU in uvedbo evra so se bistveno zmanjšala vsa tveganja, povezana z institucionalno ureditvijo, valutna tveganja pa so odpravljena. Kje so potem tiste značilne pomanjkljivosti, zaradi katerih ima Slovenija tako malo PTI na ravni podjetij? Na prvem mestu so vsekakor nerazvita delniška kultura in posledično majhen, nerazvit in nizko likviden domači trg kapitala. Glavni problem večjega obsega PTI je torej, da v Sloveniji dejansko manjka primernih nakupnih priložnosti tako z vidika velikosti in kakovosti izdajateljev kakor tudi z vidika likvidnosti vrednostnih papirjev (Rojec in Simoneti, 2010).

Domača podjetja večinoma obvladujejo veliki delničarji v povezavi z državo, ki ne trgujejo aktivno z delnicami podjetij, ampak izvajajo nadzor prek organov upravljanja. Dodatni lastniški viri financiranja se iščejo predvsem v tem zaprtem krogu velikih lastnikov, ponudb novih delnic ali obveznic za širši krog investitorjev skoraj ni. V tesni povezavi s tem zaprtim sistemom financiranja podjetij je tudi nepregledno korporacijsko upravljanje podjetij s strani velikih lastnikov, ki večkrat poteka tudi v nasprotju z interesi manjših finančnih investitorjev. Seveda tudi uprave podjetij nosijo del krivde za na splošno majhen pomen institucionalnih lastnikov in še posebej tistih iz tujine. Slabo komuniciranje z investitorji in analitiki iz tujine, slaba kakovost in preglednost obveščanja in finančnega poročanja, odsotnost jasnih strategij razvoja so dejavniki, ki preprečujejo večji interes tujih portfeljskih investitorjev v številnih domačih delniških družbah.

Močna in razvejana baza domačih institucionalnih investitorjev v Sloveniji ne obstaja in ta je ključna tudi za vstop tujih institucionalnih investitorjev. Pomembni domači paradržavni skladi in zasebne holdinške družbe se ukvarjajo z upravljanjem podjetij, ne pa z upravljanjem portfelja vrednostnih papirjev. Domači pokojninski skladi so naloženi predvsem v državne obveznice in bančne depozite, ne pa v vrednostne papirje podjetij. Vzajemni skladi pa po odpravi omejitev sveža sredstva v veliki meri investirali v tuje papirje. Prebivalstvo je s privatizacijo pridobilo domače delnice in išče predvsem možnosti za razpršitev naložb v tujini. Pri tem ne smemo podcenjevati dejstva, da želijo tuji institucionalni investitorji imeti možnost hitrega izstopa iz svojih naložb ob nizkih transakcijskih stroških. Nelikvidnih trgov se zato izogibajo, saj vsaka večja sprememba naložb povzroči spremembo cene vrednostnih papirjev v njihovo škodo. Tuje finančne investitorje torej ne zanima nadzor nad slovenskimi podjetji, vendar so po drugi strani preglednost poslovanja, zaščita malih investitorjev in likvidnost kapitalskega trga predpogoji, da se država sploh uvrsti na njihov investicijski zemljevid. Slovenski kapitalski trg je bistveno manj likviden kakor primerljivi trgi v EU (Rojec in Simoneti, 2010).

2.4 UMIK DRŽAVE IZ LASTNIŠTVA IN BOLJŠE KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE (CG) PODJETIJ IN BANK

Slovenija je po zadnjih mednarodnih študijah konkurenčnosti najslabša prav na področju korporacijskega upravljanja (CG). Glede na velik del državnega lastništva (23 % v delniških družbah na borzi predstavlja tretji najvišji delež v Evropi), ki se bo z nadaljevanjem gospodarske krize le še povečeval, je zlasti problematično korporacijsko upravljanje države. Tudi ob vstopanju v OECD je Slovenija prejela številna priporočila na tem področju. Razviti trg kapitala omogoča številne priložnosti za pozitivne premike na tem področju, ki jih analizirata v svojih prispevkih Damijan (2010) in Vesnaver (2010). Ta na primeru NKBM obravnava predvsem pridobljene izkušnje iz največje slovenske privatizacije z javno prodajo delnic.

Na področju korporativnega upravljanja in razvoja kapitalskega trga v prihodnjih letih se v Sloveniji obetajo pomembne spremembe. Prvič, zaradi prilagajanja načelom in smernicam OECD se nam z ustanovitvijo Agencije za upravljanje s kapitalskimi naložbami države (AUKN) in preoblikovanjem KAD in SOD obeta izboljšanje prakse korporativnega upravljanja s strani države.

Hkrati je s preoblikovanjem KAD in SOD iz strateških v portfeljske lastnike mogoče pričakovati pozitiven učinek na likvidnost na kapitalskem trgu. Drugič, s kreditnim krčem povzročeno spremembo modela financiranja podjetij se kapitalskemu trgu obeta zapoznili razcvet, saj bodo mnoga podjetja sredstva

za razvoj začela pospešeno iskati prek izdaj obveznic in delnic na kapitalskem trgu in v povezavi s tem tudi zagotoviti raven CG, ki ga pričakujejo mednarodni finančni vlagatelji. In tretjič, čeprav prodaja premoženja države ne bo bistveno pozitivno vplivala na fiskalno konsolidacijo, bo pozitivno vplivala na izboljšanje financiranja podjetij, korporativnega upravljanja podjetij in oživiljanje kapitalskega trga ter njegovo likvidnost (Damijan, 2010).

Vladni projekt, ki upošteva načela in smernice OECD, predvideva reorganizacijo sistema izvajanja lastniških vlog države. Z namenom preprečevanja navzkrižja interesov med sektorsko politiko in lastniškimi vlogami države mora biti vloga države kot lastnika podjetij ločena od vloge države kot regulatorja trga ali resorne skrbnika za razvoj posamezne dejavnosti. Za izvajanje te lastniške vloge je po vzoru Finske in Švedske oblikovana posebna centralna agencija, na katero se bodo prenesle naložbe države v podjetjih. Na ta način naj bi prišlo do smiselne centralizacije funkcij državne lastnine, večje preglednosti pri glasovanju na skupščinah podjetij in imenovanju članov v organe vodenja in nadzora in s tem do učinkovitega upravljanja. Predvsem pa domači in tuji investitorji od države pričakujejo jasno opredelitev dodatnih ciljev v posameznih delniških družbah, kjer je država pomemben lastnik.

Pri KAD in SOD bi se kazalo končno posloviti od njune tranzicijske vloge pri upravljanju podjetij in povsem jasno opredeliti njune finančne naloge. S tem bo postal tudi slovenski finančni in korporacijski sistem preglednejši in zanimivejši za potencialne tuje vlagatelje. Obe instituciji naj bi bili tudi osvobojeni vseh nalog prestrukturiranja podjetij v težavah. Poleg tega naj bi pri KAD-u prišlo do jasne razmejitve med upravljanjem pokojninskih skladov in upravljanjem namenskega premoženja za pokrivanje primanjkljaja v javni pokojninski blagajni. Logični korak pri preoblikovanju KAD in SOD bi bil prenos strateškega premoženja neposredno na državo in potem prosto razpolaganje s preostalim premoženjem po načelih globalne razpršitve tveganj, da se zagotovi dolgoročno pokritje denacionalizacijske in pokojninske vrzeli. To, da imamo Slovenci svoje strateške rezerve za pokrivanje različnih javnofinančnih vrzeli že skoraj dve desetletji naložene predvsem v domače delnice, je v nasprotju s temeljno ekonomsko logiko razpršitve tveganj. Če bodo naložbe KAD in SOD še naprej zamrznjene zaradi strateških lastniških interesov države, ti dve instituciji pač ne moreta biti aktivni pri trgovanju in ne moreta prispevati k večji likvidnosti trga kapitala, saj njihove naložbe niso vključene v prosti obtok delnic (*free float*).

Za Slovenijo sta po uvedbi tržnega gospodarstva z vidika korporativnega upravljanja in financiranja razvoja ključni dve medsebojno povezani značilnosti (Damijan, 2010). Prva je nedokončana privatizacija z ohranitvijo pomembnega lastniškega deleža države, ki se v povezavah z drugimi velikimi domačimi lastniki —

paradržavnimi skladi, finančnimi holdingi, povezanimi podjetji in menedžerskimi skupinami, prizadeva za ohranitev kontrole nad podjetji. Druga, s tem povezana značilnost, je praksa nepreglednega in neučinkovitega CG in odsotnost javnega primarnega trga kapitala, saj zaradi želje velikih lastnikov po ohranjanju kontrole ni bilo interesa za prodajo novih delnic zunanjim investitorjem.

Posledica tega je povsem enostransko financiranje razvoja slovenskih podjetij prek bančnega zadolževanja. Pri dolžniškem financiranju tveganih razvojnih projektov je vse breme tveganja na družbi, ki se zadolži, medtem ko se pri lastniškem financiranju tveganje prenaša na lastnike. Sedanja svetovna finančna kriza je pokazala vse pomanjkljivosti tega načina financiranja, saj so mnoga podjetja z ogromnimi kratkoročnimi bančnimi dolgovi ostala paralizirana, ko je bančni sektor izgubil možnost refinanciranja v tujini in hkrati ostal z ogromnim bremenom slabih kreditov v svojih bilancah.

Veliki domači lastniki, ki so zašli v finančne težave, so pred novimi dilemami. Za uspešno dokapitalizacijo podjetij ali za delno odprodajo lastniških deležev prek trga kapitala bo treba zagotoviti preglednejše upravljanje, poslovanje in poročanje v teh delniških družbah. Alternativa prodaji novih delnic ali prodaji že izdanih delnic razpršenim finančnim lastnikom prek trga kapitala je prodaja delnic strateškemu lastniku, ki pa želijo prevzeta podjetja tudi v celoti obvladovati. Tudi država kot neposreden ali posreden lastnik je soočena z enako dilemo. Država kot pomemben lastnik ni bila sposobna kapitalsko slediti potrebam razvoja teh podjetij z ustreznimi dokapitalizacijami. Hkrati pa je tem podjetjem prek kontrolnega vpliva aktivno preprečevala pridobitev svežega kapitala na kapitalskih trgih, da ne bi ogrozila svojega kontrolnega lastniškega deleža v teh podjetjih (Damijan, 2010).

V tem trenutku se zdi ključno, da država kot odgovoren lastnik kapitalsko in razvojno osvobodi velika slovenska podjetja. V podjetjih, ki jih bo politika označila kot strateška, je smiselno, da država zmanjša svoj lastniški delež na le kontrolni delež, lahko tudi postopno prek delnih podaj ali dokapitalizacij z javno prodajo delnic. Primerni model za takšno strateško naložbo bi bil »26xy«, kjer bi država ohranila 26 % (kontrolni) lastniški delež, delež **x** bi namenila strateškemu lastniku, delež **y** pa razpršenim lastnikom prek odprte javne prodaje. Pri nestrateških podjetjih pa bi se država (bodisi neposredno bodisi prek KAD in SOD) lahko iz lastništva podjetij umaknila na le portfeljski lastniški delež prek odprte javne prodaje delnic.

V zadnjih letih je država sistematično uvrščala pomembna slovenska podjetja v mešani lasti na borzo (NKMB, Telekom, Zavarovalnica Triglav, Pozavarovalnica Sava) in s tem zagotovila tudi malim delničarjem boljšo informiranost glede poslovanja podjetij, predvsem pa

tudi možnost izstopa po tržni ceni. Uprave teh podjetij so sedaj bolj neposredno izpostavljene ocenam finančnih analitikov in investorjev na trgu, s tem pa se tudi omejujejo možnosti za neposredno prevlado interesov največjih lastnikov. Vendar država še vedno neposredno ali posredno prek KAD in SOD obvladuje kar nekaj delniških družb z velikim številom zasebnih delničarjev, ki imajo precejšen delež lastništva in dokaj omejene korporacijske pravice. Te delniške družbe bi bile gotovo primerne za kotacijo, še posebej, če država v prihodnje ne bo več mogla zagotavljati kapitala za njihov razvoj.

Spremembe pri upravljanju se obetajo tudi pri bankah, saj prenovljena baselska načela govorijo o tržni disciplini kot tretjem stebru nadzora bank. Gre za preprosto idejo, da kapitalski trg med prvimi zazna finančne težave. To se je potrdilo tudi v zadnji finančni krizi, ko so nadzorniki glede slabih bank, politiki in uradniki EU pa glede prezadolženih članic EU, reagirali šele po tem, ko je kapitalski trg že jasno zaznal največje "bolnike" v sistemu. V Sloveniji tega sistema zgodnjega opozarjanja nimamo, saj le dve domači banki kotirata z delnicami na borzi. Zanimiv je primer Češke, kjer tudi banke v večinski tuji lasti vsaj deloma kotirajo. Tako je vzpostavljen sistem tržne discipline, hkrati pa se odpirajo tudi zanimive investicijske priložnosti za finančne vlagatelje.

2.5 REŠEVANJE FINANCIRANJA POKOJNINSKEGA SISTEMA IN SPODBUDA ZA RAZLIČNE NAČINE VARČEVANJA ZA STAROST

Dejstvo je, da sedanji dokladni sistem obveznega pokojninskega zavarovanja ni finančno vzdržen glede na demografska gibanja in razmere na trgu dela. Poleg prenove obstoječega sistema se predlagajo tudi številne drugačne rešitve, ki temeljijo na naložbenem financiranju in dobrem delovanju kapitalskih trgov (Berk in Simoneti, 2010). Države vse bolj krepijo naložbene pokojninske oblike, kjer posamezniki v načrtih z vnaprej določenimi vplačili prevzemajo naložbeno tveganje. S tem se bodo odpravljale temeljne zagate pretočnih sistemov – fiskalna nevzdržnost, ki je posledica demografskih pritiskov, nepreglednosti in pomanjkanja motivacije posameznikov za večja vplačila in daljše ostajanje v aktivni dobi. Naložbeno zasnovan sistem namreč zaradi individualiziranih računov, na katerih so vplačila in njihove prihodnje koristi neposredno povezani, zagotavlja motivacijo za dodatna ali večja vplačila in torej dodatno varčevanje.

Pokojninski skladi v razvitem svetu zbirajo veliko prihrankov (v nekaterih primerih celo več kakor znaša letni BDP posameznih držav) in predstavljajo izjemno pomemben dejavnik razvoja finančnih trgov. Pokojninski skladi so tudi veliki neposredni vlagatelji v delnice in obveznice. Delež delnic je denimo v državah OECD konec leta 2008 še vedno znašal 41 odstotkov, kar je pomenilo padec 9 odstotnih točk glede na konec leta

2007, ko je ta znašal 50 odstotkov. Finančni trgi lahko zaradi teh sredstev bolje opravljajo svojo vlogo. To je mogoče zaradi izboljšane alokacije prihrankov v najbolj produktivne uporabe in učinkov na zmanjšanje stroškov kapitala podjetij. Obstajajo številni dokazi za obstoj pozitivne povezave med razvitejšimi finančnimi trgi, ki so posledica pokojninskih skladov, in višjo stopnjo gospodarske rasti.

Še zlasti so lahko učinki močni v majhnih državah z dokaj skromnim finančnim sistemom in dovolj razvito zakonodajo, ki omogoči hiter razvoj trga. Pokojninski skladi sredstva počasi (a vztrajno) zbirajo in razporejajo v naložbe, hkrati pa se na kapitalskem trgu pojavljajo nove naložbe. Izboljšana alokacija kapitala za podjetja prinaša velike koristi znižanja stroškov kapitala, ki povzročijo, da vedno več projektov postaja ekonomsko utemeljenih. Ta vidik je za Slovenijo zelo pomemben v prihodnje, saj številna podjetja potrebujejo dodatne dolgoročne vire financiranja, pa tudi država se namerava postopoma umakniti iz nekaterih svojih lastniških naložb. Pokojninski skladi bodo tako ob zbiranju sredstev v upravljanju, kljub temu, da bodo zavezani k pravilom razpršitve in učinkovitem upravljanju naložb in skrbi za vlagatelje, del sredstev v upravljanju namenili naložbam v domače vrednostne papirje. Številne študije kažejo na večjo usmerjenost institucionalnih vlagateljev v domače trge. Pokojninsko varčevanje, če pride do vzpostavitve smiselnega sistema, lahko v dokaj kratkem obdobju zagotovi prepotrebno povpraševanje na domačem trgu kapitala⁵ (Berk in Simoneti, 2010).

V Sloveniji naložbeni del pokojninskega sistema obstaja vse od leta 2000, vendar pa so obstoječi izvajalci doslej uspeli zbrati skromne štiri odstotke BDP sredstev, vključenih pa je približno 58 odstotkov zavarovancev obveznega zavarovanja. Institucionalno je sistem pomanjkljiv. Za vse člane, ne glede na dohodkovno in premoženjsko stanje ter starost, vodi prek instituta zajamčene donosnosti do izjemno konservativne naložbene politike. Ta povzroča oportunitetne izgube predvsem mlajšim generacijam, ki bi lahko zaradi daljšega naložbenega horizonta prevzemale večja tržna tveganja. Konkurenčni pritiski med ponudniki bodo nastali le, če bodo posamezniki imeli prosto izbiro glede finančnega produkta, v katerem želijo varčevati, in bodo lahko ta produkt tudi večkrat, ob plačilu nizkih upravnih stroškov, zamenjali. Član kolektivnega pokojninskega načrta posameznega delodajalca bi moral imeti možnost ponudnike produktov prosto izbirati (torej izbrati enega ali več skladov, kamor naj delodajalec po pokojninskem načrtu vsak mesec vplačuje pripadajoče zneske). Reforma mora nujno ukiniti za vse obvezno izbiro naložbene

⁵ Sredstva pokojninskih skladov bi lahko v Sloveniji povečali v dokaj kratkem času, vendar bi bilo treba sistem reformirati. Če npr. predpostavimo, da bi se v dodatni pokojninski sistem priložilo 3 % bruto plač (celotnih pokojninskih prispevkov v ZPIZ je trenutno za 24,35 % bruto plače), bi se v sistemu v sedmih letih nabralo približno 4 milijarde EUR sredstev ali približno 10 odstotkov BDP.

politike z zajamčeno donosnostjo in posameznikom ponuditi izbiro med produkti in upravljavci.

Individualni del dodatnega pokojninskega varčevanja je treba ločiti od kolektivnega in posameznikom omogočiti dodatni davčno spodbuden mehanizem za pokojninsko varčevanje. Gre za krepitev »varčevanja za starost za vse«, ki bi lahko dal odločilno spodbudo domačemu kapitalskemu trgu in izboljšal ročnost virov pri domačih bankah. V okviru pokojninskih računov (P računov) naj bi bila posameznikom dovoljena prosta izbira finančnih produktov in prehod med njimi brez davčnih posledic.⁶ Davčne ugodnosti bi kazalo urediti na način, kakršen je veljal pri spodbujanju stanovanjskega varčevanja. Država bi vsakoletnim vplačilom posameznikov dodala spodbudo v obliki davčnega kredita.

Ločitev pokojninskega varčevanja v sklopu drugega in tretjega stebra, torej kolektivnega in individualnega pokojninskega varčevanja, je smiselna, saj trenutni sistem očitno ni zanimiv za vplačila posameznikov. Od celotnega števila sklenjenih pogodb jih je le nekaj manj kakor 5 odstotkov takih, ki jih financirajo posamezniki. Z davčnega vidika so dolgoročno konkurenčnejša naložbena življenjska zavarovanja in varčevanje v krovnih skladih, ki pa nudijo tudi povsem drugačne možnosti izbire naložb in prehoda med naložbami.

Ni razloga, da država davčno spodbuja samo pokojninsko varčevanje posameznikov v drugem stebru s konservativno naložbeno politiko, državljanji, ki sami varčujejo za starost v bankah, investicijskih skladih in z neposrednimi naložbami na trgu kapitala, pa teh ugodnosti nimajo. Že odprava te nepotrebne diskriminacije državljanov in finančnih institucij bi bila močna spodbuda za dolgoročno varčevanje in razvoj finančnega trga. Zagovarjamo uvedbo enake davčne obravnave in dodatne spodbude za vse dolgoročne oblike pokojninskega varčevanja posameznikov. Ponudniki v individualnem delu bi bile banke, zavarovalnice, DZU-ji, in borznoposredniške družbe. Mogoči so vsi varčevalni finančni produkti, tudi tistih tujih ponudnikov, ki imajo dovoljenje za trženje v RS in ki bodo zagotovili ustrezne evidence in poročanje podatkov za davčne in nadzorne namene.⁷

⁶ Predlog je podrobneje utemeljen v pobudi za uvedbo pokojninskih računov, ki jo je aprila 2010 podprlo 30 ekonomistov in finančnih strokovnjakov na vodilnih položajih v slovenskem finančnem sektorju.

⁷ Ureditev, podobno predlagani (torej ureditev individualnih pokojninskih računov), poznajo tudi v ZDA. Ti računi so znani pod imenom IRAs (*individual retirement accounts*). So v treh oblikah:

- pokojninski bančni račun (*bank trust* ali *custodial account*), ki je odprt pri bankah in hranilnicah, in omogoča naložbe v depozite in različne bančne produkte,
- pokojninski račun pri družbah za upravljanje (*trust* ali *custodial account*), ki je odprt pri družbah za upravljanje in omogoča neposredno vlaganje v investicijske ali vzajemne sklade,
- individualni trgovalni račun (*self-directed account*), ki je odprt pri borzno-posredniških družbah (gre za podoben račun, kakor sta po obstoječih pravilih borze (144. in 146. člen) račun stranke in skrbniški račun).

Narodno-gospodarske koristi od razvitega naložbenega pokojninskega sistema so velike, saj hkrati z reševanjem nadomeščanja padajočih prihodnjih pokojnin iz pretočnega sistema omogočajo tudi višjo razvitost domačega trga kapitala in z njim povezanih finančnih storitev. To v Sloveniji odpira dodatne možnosti za financiranje prezadolženih delniških družb, za preglednejši umik države iz gospodarstva in za preglednejšo korporacijsko upravljanje ter posledično višjo gospodarsko rast in boljšo mednarodno konkurenčnost domačega gospodarstva.

2.6 MEDNARODNA KONKURENČNOST DOMAČE FINANČNE INDUSTRIJE – OHRANITEV DOBREGA POLOŽAJA DOMA IN PRODOR NA TUJE TRGE

Berk (2010) analizira poslovanje različnih vrst finančnih organizacij v Sloveniji v času krize: bank, investicijskih skladov, zavarovalnic, pokojninskih skladov, borzno-posredniških družb in finančnih holdingov. Analiza obsega vidike upravljanja premoženja in finančnega posredništva ter poslovno uspešnost teh finančnih organizacij, ki so bodo še dolga leta ukvarjale s sanacijo posledic finančne krize na poslovanje in finančni položaj svojih komitentov doma in v tujini. Finančna industrija v zadnjih letih v Sloveniji ustvarja pomemben delež dodane vrednosti (približno 20 %) in zagotavlja svojim zaposlenim dokaj dobro plačana delovna mesta. Odličnost na domačem trgu in mednarodna konkurenčnost sta edina možnost za ohranitev teh delovnih mest v prihodnosti.

Finančne dejavnosti so v zadnjih petih letih postale precej pomembnejše. V letu 2008 je dodana vrednost v finančnem posredništvu znašala 7,3 milijarde EUR, kar je predstavljalo 19,7 odstotka celotnega BDP Slovenije. To je približno toliko, kolikor znašata tudi dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti in trgovine. Finančno posredništvo je v zadnjih petih letih beležilo stopnjo rasti dodane vrednosti na ravni 11,8 odstotka, medtem ko je stopnja gospodarske rasti v povprečju znašala 5,0 odstotka. Plače v finančnih dejavnostih so po podatkih SURS precej višje kakor plače v drugih dejavnostih in višje od državnega povprečja (na primer plače v dejavnosti zavarovalništva za 63 odstotkov in v dejavnosti denarnega posredništva za 53 odstotkov), kar govori o dokaj kakovostnih delovnih mestih v finančnih dejavnostih (Berk, 2010).

Slovenske banke, zavarovalnice, borzne hiše in DZU-ji so se v zadnjih letih odločno podali na trge JVE, ker ocenjujejo, da imajo zaradi dobrega poznavanja razmer določeno primerjalno prednost pred konkurenco iz razvitih evropskih držav. Gre za trge, kjer se pričakuje dinamična rast finančnih storitev zaradi velikega razvojnega zaostanka na vseh segmentih finančnega sektorja. Slovenske finančne institucije so na teh trgih

umeščene kot neke vrste most med razvitim zahodom in JVE ter imajo dvojno vlogo. Mednarodnim strankam se želijo predstaviti kot strokovnjaki za to regionalno področje. Lokalnim partnerjem pa veliko pomenijo predvsem izkušnje s tranzicijo in vključevanjem naših finančnih institucij v gospodarski prostor EU (Berk, 2010).

Trenutna kriza je nedvomno hudo prizadela gospodarstva JVE, vendar dolgoročno ni dvoma, da gre za regijo, ki se bo postopoma vključila v EU in pospešeno zmanjševala svoj razvojni zaostanek za povprečjem EU. Trenutna kriza bo nedvomno pokazala, da je bilo nekaj slovenskih prodorov na te trge špekulativnih in da se je želelo predvsem izkoristiti slovenske tranzicijske izkušnje ter obdobje borznih balonov za doseganje kratkoročnih dobičkov. Tudi ugled naših institucij na teh trgih je, podobno kakor doma, gotovo utrpel precej škode.

Toda kriza je priložnost, da se na trgu opravi pozitivna selekcija tistih, ki jih zanima opravljanje finančnih storitev doma in v regiji tudi dolgoročno. Za uspešen izvoz finančnih storitev na tuje je treba predvsem doma obvladati vse storitve in produkte razvitih trgov EU in domači trg kapitala ne le formalno uskladiti s pravili EU, ampak zagotoviti tudi operativno primerljivost poslovnih praks in ekonomsko povezanost prek mednarodnih članov in investitorjev. Samo tiste finančne institucije, ki bodo v Sloveniji sposobne uspešno poslovati na takem razvitem in odprtem domačem finančnem trgu, bodo pridobile izkušnje in znanja, potrebna za dolgoročno uspešni prodor na zanimive trge JVE (Berk, 2010).

3. KONCEPT NOVE STRATEGIJE: CELOVIT PRISTOP IN POBUDA UDELEŽENCEV TRGA

Stanje po finančno-gospodarski krizi na domačem trgu kapitala je zelo neugodno in ga ni mogoče bistveno spremeniti brez sistematičnega paketa proaktivnih ukrepov, ki bo deloval hkrati tako glede domačega in tujega povpraševanja po vrednostnih papirjih, ponudbe kakovostnih in raznovrstnih domačih delnic in obveznic, kakor tudi na področju tržne infrastrukture in poslovnih praks, ki se morajo v celoti uskladiti z mednarodnimi standardi, da se ustvari večje zaupanje v trg kapitala (glej seznam možnih ukrepov v prilogi 1). Ob tem je treba aktivnosti zastaviti predvsem v podporo finančnemu prestrukturiranju in zdravemu dolgoročnemu financiranju prihodnje rasti in razvoja slovenskega gospodarstva. Pri teh ukrepih bi bilo treba doseči visoko stopnjo soglasja med vsemi pomembnimi udeleženci trga, ki bodo morali aktivno sodelovati pri spremembah na svojem področju, vključno z državo.

Predlagana nova strategija bi nastajala najprej predvsem z usklajevanjem možnosti in potreb udeležencev trga kapitala, šele nato pa bi bili k sodelovanju povabljeni

predstavniki države, ki je v Sloveniji najpomembnejši udeleženec trga in je hkrati odgovorna tudi za ureditev, nadzor in stabilnost celotnega finančnega sistema. V preteklosti je tovrstne strateške dokumente pripravila predvsem država in so le omejeno upoštevali poslovne možnosti domače finančne industrije in finančne potrebe velikih slovenskih izdajateljev.

Splošna načela pri oblikovanju predlogov ukrepov in aktivnosti naj bodo:

- enaki pogoji za domače in tuje ponudnike storitev,
- enaki pogoji za domače in tuje finančne produkte,
- država kot lastnik z enakimi pravicami kakor drugi lastniki,
- država kot investitor ima na trgu enak položaj kakor drugi udeleženci trga,
- odprava tranzicijskih posebnosti pri institucionalni urejenosti trga,
- utrjevanje mednarodnih standardov in poslovnih praks,
- mednarodna primerljivost sistemov trgovanja in poravnave,
- glede na majhnost trga iskati stroškovno učinkovite rešitve za udeležence,
- glede na krizo zaupanja v finančni sistem imajo prednost ukrepi, ki utrjujejo preglednost in stabilnost delovanja trga.

Na podlagi prepoznanih priložnosti ter možnosti in predlogov udeležencev trga je država kot partner povabljena k sodelovanju pri oblikovanju strategije v drugem koraku:

- prva naloga države je, da zagotovi vladavino prava in zaščito najšibkejšega udeleženca trga;
- druga naloga države je, da prek davčnega sistema, zakonodaje in nadzora zagotovi enakopravno obravnavo vseh udeležencev, ki opravljajo vsebinsko enake storitve ali ponujajo enake produkte, ne glede na njihov izvor ali obliko organiziranosti,
- tretja naloga države je, da opredeli in nato dosledno izvaja svojo vlogo odgovornega solastnika pomembnega dela udeležencev kapitalskega trga, tako ponudnikov finančnih storitev kakor tudi izdajateljev finančnih instrumentov na trgu.

Od ustanovitve Ljubljanske borze je minilo dvajset let. V tem času se je v Sloveniji sicer razvila osnovna infrastruktura, a nizka likvidnost in pomanjkanje globine trga kaže, da smo še daleč od aktivnega in učinkovitega kapitalskega trga. Glavne razloge za to gre iskati v nekaterih političnih odločitvah, ki so kapitalskemu trgu namenile vlogo sekundarnega trga za domačo konsolidacijo lastništva, ne pa tudi vlogo primarnega trga za financiranje gospodarskega razvoja Slovenije. Predlogi sprememb so tako usmerjeni predvsem v razvoj finančne industrije, ki lahko poveča povpraševanje domačih in tujih investitorjev po domačih vrednostnih papirjih in neposredno izboljša pogoje podjetjem in

bankam za zbiranje dolgoročnih sredstev prek trga kapitala.

V Sloveniji je delež finančnih organizacij v lastništvu podjetij le 16 odstotkov in za okoli enajst odstotnih točk zaostaja za primerljivim deležem v evropskih podjetjih.⁸ Domači vlagatelji lahko postanejo pomembnejši udeleženci na domačem trgu. Pri tem mislimo predvsem na portfeljske vlagatelje: finančne organizacije, investicijske in pokojninske sklade, ki svoja sredstva vlagajo v naložbe glede na zelene donose in politiko tveganj in se ne ukvarjajo z aktivnim upravljanjem podjetij. Glavna cilja vseh sprememb morata biti: dvig likvidnosti na sekundarnem trgu in povečanje števila svežih izdaj vrednostnih papirjev. S tem se bo vzpostavila pozitivna povezava med razvojem kapitalskega trga in rastjo narodnega gospodarstva, saj lahko kapitalski trg pomembno prispeva k uresničevanju razvojnih projektov podjetij, izboljšanju pokojninskega sistema in dvigu splošnega blagostanja v državi.

Predvsem pokojninska zakonodaja z institutom zagotovljenega donosa slovenske pokojninske sklade sili v kratkoročno predvidljive in dolgoročno slabo donosne naložbe v bančne depozite in državne obveznice. Če bi institut odpravili ali spremenili tako, da bi domači pokojninski skladi pomembnejši del sredstev mesečno namenjali za nakup slovenskih delnic in obveznic, bi s tem pridobili močno povpraševanje po domačih vrednostnih papirjih, ki bi ga lahko izkoristila podjetja na primarnem trgu, varčevalci pa bi prejeli spodobnejši donos na privarčevana sredstva. S tem bi bile namreč dodatne pokojnine prebivalstva vezane na uspešnost slovenskega gospodarstva. Pri tem ostaja povsem neizkoriščena še možnost individualnega pokojninskega varčevanja v tretjem stebru.

Delež tujih vlagateljev v lastništvu slovenskih delnic je konec leta 2007 znašal 14 odstotkov, medtem ko znaša evropsko povprečje 37 odstotkov. Tuji vlagatelji kot razloge za manjšo udeležbo na slovenskem trgu največkrat omenjajo (Mastnak, 2010):

- nezaupanje tujih vlagateljev zaradi slabih izkušenj iz preteklosti,
- velik vpliv politike na poslovanje podjetij,
- nizka raven korporacijskega upravljanja,
- slaba likvidnost trga,
- številne posebnosti v infrastrukturi kapitalskega trga.

Tuji vlagatelji imajo z vlaganji v slovenske delnice številne slabe izkušnje iz preteklosti. Začelo se je v času skrbiških računov, ko so makro-ekonomski razlogi, vezani na vzdrževanje tečaja tolarja, narekovali uvedbo restrikcij na tuja portfeljska vlaganja. Nato je prišlo do številnih napovedanih in neizvedenih privatizacij

(NKBM 2002, Telekom 2006), tujih naložb v Sloveniji, ki niso izpolnile začetnih pričakovanj (NLB-KBC), do začetih in nedokončanih postopkov prodaje (Mercator 2008, 2010), ki imajo dolgoročen negativen vpliv na interes tujih vlagateljev za Slovenijo. V to kategorijo spadajo tudi različni razpisi paradržavnih skladov brez ustrezne investicijske dokumentacije, ki so bili sicer formalno odprti za vse, v resnici pa namenjeni le dobro informiranim domačim kupcem.

V Sloveniji se ne zavedamo škodljivosti tovrstnih projektov za prihodnji razvoj našega trga kapitala, kjer je prevladal vpliv politike in interesnih skupin nad ekonomsko logiko. Tudi prvi poskusi bank pri prodajah zaseženih delnic po finančni krizi niso najbolj obetavni in Slovenija si s tem le utrjuje status težavne in tujim investitorjem nenaklonjene države. Slovenija potrebuje vsaj eno veliko mednarodno javno prodajo delnic, ki bo izvedena v skladu z mednarodnimi standardi, da se pridobi vsaj minimalno zaupanje tujih portfeljskih vlagateljev. Predvsem pa bi se morali različni akterji v prihodnje bolj zavedati škode, ki jo povzročajo celotnemu gospodarstvu s svojimi neresnimi poskusi privabljanja tujih vlagateljev v Slovenijo (Vesnaver, 2010).

S finančno krizo in zlomom borznih tečajev je prišlo do krize zaupanja v domači trg kapitala tako prebivalstva in izdajateljev kakor tudi politike. Informiranje o narodno-gospodarskih koristih in pomenu delujočega trga kapitala za izhod iz krize je podlaga za večje domače zaupanje v trg. Predvsem prebivalstvo mora sprejeti, da je trg kapitala priložnost za varčevanje za starost in da nakup slovenskih delnic pomeni sodelovanje v uspehu domačih podjetij. Izdajatelji in njihovi veliki domači lastniki, vključno z državo, morajo spoznati, da je dvig delniške kulture v podjetjih predpogoj za pritegnitev domačih in tujih portfeljskih investitorjev ter povečanje lastniškega kapitala v prezadolženih podjetjih. Politiki pa morajo razumeti, da kupci delnic niso le pohlepní špekulanti, ampak predvsem investitorji, ki za razliko od bank prevzemajo tudi poslovna tveganja in omogočajo domačim podjetjem zdravo strukturo financiranja, ki je nujna za njihovo mednarodno konkurenčnost. Doseči je torej treba popoln preobrat v razmišljanju Slovencev o vlogi trga kapitala, kar je mogoče doseči le s sistematično dolgoročno izobraževalno in promocijsko aktivnostjo.

Slovenski kapitalski trg nikoli ne bo spadal med najrazvitejše na svetu. Majhnost trga in podjetij slovenskemu trgu enostavno ne omogočata ravni likvidnosti velikih trgov, pa tudi transakcijski stroški bodo zaradi majhnosti vedno višji. Vendar pa to ne sme biti izgovor za zanemarjanje domačega trga. Morda so prav težave s prezadolženostjo slovenskih podjetij in dodatne kapitalske potrebe domačih bank, ki so se pokazale v času krize, tista spodbuda, ki smo jo v Sloveniji potrebovali za spremenjen odnos do financiranja prek trga kapitala. S celovitim paketom ukrepov, s podporo države kot zakonodajalca in največjega udeleženca trga

⁸ Podatki evropskega združenja borz (FESE) so za konec leta 2007, a se stanje od takrat ni bistveno spremenilo.

ter nekaj več pobude podjetij in finančnih institucij se lahko v naslednjih letih oddaljimo od trgov JV Evrope, katerim smo sedaj najbolj podobni, in se približamo trgov Srednje Evrope (Češke, Madžarske, Poljske), kjer se tržna kapitalizacija v prostem obtoku obrne vsako leto, medtem ko za to v Sloveniji potrebujemo več kakor štiri leta (Mastnak, 2010).

4. ZAKLJUČEK

V razmerah po finančni krizi se zastavlja temeljno razvojno vprašanje, kako se bodo v prihodnje financirala slovenska podjetja in banke. V obdobju gospodarske rasti, ki se je končala z izbruhom gospodarske krize, smo bili priča razmeram, ko so slovenske banke skoraj neomejeno dostopale do virov financiranja na mednarodnem medbančnem trgu. Posledično so se slovenska podjetja lahko zadolževala pri domačih bankah pod ugodnimi pogoji, pogosto brez ustrezne presoje bank. Za razliko od evropskih in ameriških podjetij, ki so pomanjkanje bančnega kreditiranja začela nadomeščati s financiranjem prek izdaje obveznic in ki napovedujejo oživitve primarnih izdaj delnic, imajo slovenska podjetja zelo omejene možnosti. Predvsem bodo težave občutila manjša in srednje velika podjetja z nižjimi bonitetami, ki so pri dostopu do financiranja omejena na domači trg.

Drugi pomemben trend po finančni krizi so nove usmeritve pri ureditvi bančnega sektorja. Prišlo bo do poostrenih kapitalskih zahtev za banke, in sicer v obliki zahtev po krepitvi temeljnega kapitala. Tudi bonitetne hiše in vlagatelji v zadnjem času večjo pozornost namenjajo temu kazalcu kapitalske ustreznosti. Slovenske banke imajo zaradi obsežnih slabitev in rezervacij v času krize v povprečju razmeroma nizek temeljni kapital in omejene možnosti, da ga pridobijo od obstoječih lastnikov. Kot take so v očeh tujih posojilodajalcev manj varne, kar posledično pomeni, da so se njihovi viri podražili ali so težje dostopni. Posledice bo občutilo celotno slovensko gospodarstvo, saj podjetja večinoma razen lastnih virov in bančnih virov trenutno nimajo prave druge možnosti financiranja.

Zaradi neugodnih gospodarskih razmer se poslabšuje tudi stanje javnih financ in v teh razmerah bo vedno manj prostora za razne ukrepe države za blažitev posledic krize v podjetjih. Zaradi tega bo poleg odločitve, v katerih podjetjih in finančnih institucijah bo prišlo do prodaje ali dokapitalizacije, bistvena tudi odločitev glede načina prodaje delnic. Izkušnje iz držav, kjer so uspeli ustvariti delujoč trg kapitala, kažejo, da je poleg reform na področju pokojninske in davčne zakonodaje glavni del oživitve kapitalskega trga izvedba prodaj delnic prek javnih ponudb. S tem se ustvari določena kritična masa kotirajočih likvidnih delnic, ki postavijo trg na zemljevid mednarodne investicijske javnosti. Seveda se je treba

zavedati, da niso vsa podjetja primerna za javne prodaje razpršenim lastnikom, saj nekateri potrebujejo močne strateške lastnike, ki bodo prenesli znanja, dostop do trgov ipd.

Naloga vzpostavitve delujočega trga bo težka, saj je zaupanje domače in tuje investicijske javnosti v slovenski kapitalski trg močno omajano. Domači investitorji, pa naj gre za fizične osebe ali institucionalne investitorje, so bili z začetkom krize prvič soočeni z drastičnim padcem trgov in njihove izkušnje z že izvedenimi javnimi prodajami so kljub začetnemu navdušenju slabe. Še težje bo povrniti ugled Slovenije v mednarodni investicijski javnosti. Slovenija si je v preteklosti pridobila status zaprtega trga, ki je izrazito nenaklonjen tujim vlagateljem in kjer ima država ali vladajoča politika še vedno glavno vlogo.

Da bi si Slovenija povrnila zaupanje investorjev in da bi se ustvarila podlaga za oblikovanje delujočega trga, bo potrebna nedvoumna politična volja in celosten pristop k oblikovanju paketa ukrepov za oživitve kapitalskega trga. Pri tem bi se lahko zgledovali po uspešno izvedenih ukrepih, ki so jih v preteklosti sprejemali v nekaterih evropskih državah. Izpostavili bi primer Avstrije, kjer so se leta 2001 zaradi krize na mednarodnih kapitalskih trgih soočali s podobnimi težavami, s katerimi se danes soočamo v Sloveniji – šibkost domačega kapitalskega trga z vidika tržne kapitalizacije v razmerju do BDP, odvisnost gospodarstva od bančnega financiranja, nepoznavanje trga in nizka stopnja zaupanja v kapitalski trg, majhen obseg ponudbe ter nujnost krepitve drugega in tretjega stebra pokojninskega varčevanja (Vesnaver, 2010). Ne glede na to, da je Slovenija predvsem glede kakovosti poročanja in potrebne infrastrukture trga zelo napredovala, je avstrijski primer uporaben tudi za nas. Vsekakor je temeljno sporočilo, da sta za oživitve našega kapitalskega trga potrebna celovit pristop in močna politična podpora.⁹ Le na ta način bomo slovenskim podjetjem in bankam omogočili dostop do prepotrebni dolgoročni virov financiranja, kar bo dalo trdno podlago za njihovo nadaljnjo rast in razvoj v razmerah, ki so nastale po finančno-gospodarski krizi.

Viri in literatura:

Abramovič, Kruno: Gospodarsko-finančna kriza, varčevanje prebivalstva in priložnosti za razvoj trga kapitala, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010

⁹ Avstrijsko ministrstvo za finance je takrat najelo *Boston Consulting Group* za pripravo študije za oživitve kapitalskega trga. Študija je predlagala vzvode za oživitve trga in ukrepe za izboljšanje infrastrukture. Na podlagi priporočil študije je bil leta 2002 izdelan in pozneje izveden celovit nacionalni akcijski načrt za oživitve trga kapitala. Študija je kot bistveni del krepitve kapitalskega trga predlagala imenovanje posebnega vladnega odposlanca za kapitalski trg in oblikovanje skupine strokovnjakov iz zasebne in javne sfere pod njegovim vodstvom.

Berk Skok, Aleš: Gospodarsko-finančna kriza, poslovanje institucij trga kapitala in priložnosti za razvoj trga kapitala, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Berk Skok, Aleš in Simoneti, Marko: Pokojninsko varčevanje in razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Banka Slovenije. 2008. *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana.

Banka Slovenije. 2009a. *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana.

Banka Slovenije. 2009b. *Bilten*, leto 18, št. 10 (oktober). Ljubljana.

Banka Slovenije. 2009c. *Ekonomski odnosi s tujino*, julij. Ljubljana.

Banka Slovenije. 2010. *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*, december. Ljubljana.

BIS. 2009. *Capital flows and emerging market economies*. CGFS (Committee on the Global Financial System) Paper 33. Basel: Bank for International Settlements.

EBRD. 2009. *Transition Report 2009*. London: European Bank for Reconstruction and Development.

Kleindienst, R. 2000. *Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Okrogla miza na temo Vloga tujcev na slovenskem finančnem trgu in v slovenskem gospodarstvu*, 10. April 2000, Ljubljana: Gospodarska zbornica Slovenije.

Mastnak, Simon: Gospodarsko-finančna kriza in možnosti za financiranje gospodarskih družb preko trga kapitala, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Damijan Pavlič, Jože: Korporativno upravljanje, privatizacija in financiranje razvoja v Sloveniji po finančni krizi, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Masten, Igor: Finančna stabilnost v Sloveniji in uravnotežen razvoj finančnega sistema, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Mrak, Mojmir: Plačilno-bilančni vidik neto prilivov kapitala v Republiko Slovenijo, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Služba Vlade RS za razvoj, 2006, Okvir gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji.

Rojec, Matija in Simoneti, Marko: Portfeljske tuje investicije v financiranju slovenskih podjetij, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Simoneti, Marko: Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi — predgovor, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

Šušteršič, Janez: Slovenski razvojni model in nerazvitost trga kapitala, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, Raziskovalno poročilo, IER, 2010.

Vesnaver, Luka: Privatizacija z javno prodajo delnic v Sloveniji — primer NKBM, Razvojne priložnosti trga kapitala po finančni krizi, IER, 2010.

UMAR, Ekonomski izzivi, 2010.

Priloga:

PRILOGA 1: Seznam možnih ukrepov in aktivnosti

Ukrepi in aktivnosti za večje zaupanje in večjo kakovost trga kapitala

- Ustanovitev strateške skupine za razvoj trga kapitala
- Domače zaupanje v slovenski trg kapitala: informiranje in promocija
- Tuje zaupanje v slovenski trg kapitala: mednarodne javne prodaje delnic
- Spremembe ZTFI, ZPRE, zakona o dematerializaciji in podzakonskih aktov
- Krepitev in izboljšanje usklajenosti nadzora v finančnem sektorju
- Nov način upravljanja podjetij v državni lasti
- Uveljavljanje slovenskega kodeksa korporacijskega upravljanja v praksi
- Krepitev vloge in pomena interesnih združenj na področju korporacijskega upravljanja (združenja delničarjev, združenje nadzornikov...)
- Projekt vzpostavitve sistema za neposredno udeležbo malih delničarjev na skupščinah delniških družb
- Projekt izobraževanja malih vlagateljev s strani udeležencev trga
- Projekt zagotovitve brezplačne pravne pomoči malim vlagateljem (brezplačno sodelovanje pravnih pisarn)
- Spodbujanje raziskovalnih projektov, študentskih nalog, študija v tujini s področja trga kapitala
- Delovanje sveta izdajateljev in sveta borznih članov pri LJSE

Ukrepi in aktivnosti glede povpraševanja

- Modernizacija pokojninskih skladov v drugem stebru
- Davčna podpora pokojninskemu varčevanju posameznikov v tretjem stebru (uvedba P računov)
- Standardizacija pokojninskih rent iz drugega stebra
- Spodbujanje udeležbe zaposlenih v dobičku v obliki delnic
- Promocija izdajateljev in boljše komuniciranje z vlagatelji
- Mednarodna promocija slovenskega trga kapitala
- Spremembe davčne zakonodaje na trgu kapitala:
 - Poenostavitve pri obdavčitvi kapitalskih dobičkov in drugih dohodkov od kapitala
 - Znižanje davka na kapitalne dobičke pri izvedenih finančnih instrumentih

Ukrepi in aktivnosti glede ponudbe

- Spodbujanje novega načina financiranja prezadolženih slovenskih podjetij
- Dokapitalizacije in delne privatizacije prek javnih prodaj v strateških državnih podjetjih po modelu 26xy
- Nadaljevanje umika države iz lastništva nestrategičnih podjetij
- Preoblikovanje KAD in SOD v finančni instituciji, ki ne upravljata s podjetji, ampak s finančnimi naložbami.
- Avtomatizirani sistem za prodajo večjih blokov delnic razpršenim investitorjem prek borze
- Vzpostavljajanje domačega trga podjetniških obveznic
- Uvrščanje novih zasebnih podjetij na borzo
- Uvrščanje velikih podjetij v mešani lasti na borzo
- Uvrščanje bank na borzo v skladu z baselskimi načeli
- Uvedba novih domačih finančnih produktov na dunajski skupini borz

Ukrepi in aktivnosti za delovanje organiziranega trga v skladu z mednarodno prakso

- Dopolnitve zakona o javnih financah (ZJF) pri prodaji državnega premoženja z javno prodajo delnic
- Dopolnitve ZBAN v delu, ki ureja odkup z namenom nadaljnje javne prodaje (*underwriting*)
- Spremembe v trgovalnem sistemu
- Spremembe v poravnalnem sistemu
- Mednarodni standardi pri organiziranju trga