



ANI KLEMENČIČ

predsednica upravnega odbora GBD Gorenjske borznoposredniške družbe
in izvršna direktorica GBD Skupine, finančne družbe, d.d.

19 let zamujenih priložnosti na poti do države blaginje

Kako ocenjujete zadnjih 19 let tranzicije oz. kapitalizma - smo ga Slovenci sprejeli na pravi način?

Kriza vrednot. Kadar gre beseda o tranziciji in našem kapitalizmu, vedno težje najdem elemente, ki bi me navdajali z optimizmom, saj je v teh 19 letih prišlo do nepredstavljivo drastičnih sprememb. Po drugi svetovni vojni, ko smo 'izgubili' znanje o borzi, trgu in mehanizmih trgovanja, se je podobno zgodilo tudi z našimi vrednotami. Dobro zamišljen model certifikatske privatizacije je omogočal vsem, rojenim pred letom 1993, brezplačno pridobitev delnic. Pri tem smo se posamezniki različno dobro znašli in certifikate vlagali v različno dobra podjetja in temu primerno prišli do nekega premoženja. Večinoma je lastninjenje potekalo korektno in v prvi fazi boljše kot v večini vzhodnoevropskih držav, saj smo veliko pomembnih podjetij ohranili v slovenski lasti. Tako imamo uspešna podjetja, ki lahko konkurirajo tudi največjim multinacionalkam na svetu, ob tem investirajo v raziskave in razvoj, zaposlujejo strokovno delovno silo, ustvarjajo dobiček in so ga pripravljena tudi deliti delničarjem. Je pa nemalo primerov, ki so zašli s prave poti in še vedno čakamo na epilog. Kriza vrednot je tako huda, da je vprašanje, ali smo izgubili kompas, še kako na mestu. Danes bi rekla, da smo ga. Pri nas je narobe svet. Pregarjamo kurje tatove, tistih, ki so oškodovali in zadolžili podjetja, ki se leta ne bodo izklopala iz dolgov, zato, da bi postali lastniki teh firm, ne znamo, ne zmoremo in nekako nimamo interesa pripeljati pred roko pravice.

Dobro se spomnim začetkov, ko smo ustanovili borzo, naredili borzne izpite in trgovali z nekaj delnicami tako, da smo tečaje in posle še s kredo pisali na zeleno šolsko tablo. Verjeli smo v pravičnost trga, v boljši jutri, ki naj bi ga prineslo privatno lastništvo in urejen kapitalski trg. Vsote, ki so se obračale na borzi, so bile skromne, tudi število investorjev je bilo bolj za vzorec. Borzne abecede smo se šele privajali in izbire ni bilo veliko. Preživeli smo afero Dadas, ki je za nekaj let pustila posledice na trgu, več drugih kriz, ki so trajale krajši čas. Prešli smo iz trgovanja na parketu na računalniško trgovanje, dandanes pa se večina poslov sklene on-line. Pravi premik je povzročila privatizacija, ko se je kar naenkrat pojavila kopica podjetij. Nekateri (zlasti tisti z izkušnjami iz sorodnih privatizacijskih

zgodb v tujini) so se znašli hitreje, drugi sploh ne in so delnice, ki so jih v zameno za certifikate prejeli, prodajali za nekaj % njihove vrednosti. Na začetku so bile delnice Krke po 4.000 SIT, Save po 2.500 SIT in so v tem obdobju imetniku prinesle zavirljive donose in marsikdo je na borzi lahko lepo oplemenitil svoje premoženje. Verjeli smo v nacionalni interes, ki se je na koncu izkazal kot interes posameznikov. Politika ni bila sposobna prepoznati oziroma sankcionirati teh narodnogospodarsko škodljivih pojavov, nasprotno, vsaka politična opcija je poskrbela zase in se skušala pri tem čim bolj okoristiti. "Korupcija je postala politični šport številka ena." In za ta interes bomo še dolgo plačevali potrošniki in davkoplačevalci. V mnogih primerih je šlo za zelo surovo obliko prvotne akumulacije

Kapital družb (v EUR) konec leta 2007 in 2009, katerih padec kapitala je večji od 20 %

Družba	31.12.2007	31.12.2009	Indeks (v %)
ISTRABENZ TURIZEM d.d.	346.452.915	102.145.250	-71
NFD HOLDING d.d.	239.328.575	85.851.154	-64
KD IO d.d.	168.476.041	66.050.677	-61
PIVOVARNA UNION d.d.	177.136.415	70.930.827	-60
ZVON ENA HOLDING d.d.	141.267.768	76.458.439	-46
PIVOVARNA LAŠKO d.d.	231.336.521	129.626.643	-44
KRONA SENIOR d.d.	103.734.444	59.596.252	-43
HIT hoteli, igralnice, turizem, d.d.	190.305.445	110.024.616	-42
KD Group d.d.	255.856.885	162.305.482	-37
RADENSKA d.d.	130.418.518	83.758.794	-36
ISTRABENZ d.d.	85.974.464	61.431.954	-29
TERME ČATEŽ d.d.	96.625.000	69.929.507	-28
LUKA KOPER d.d.	325.158.610	238.337.787	-27
KD KAPITAL d.o.o.	75.911.180	59.567.645	-22

Dobro se spomnim začetkov, ko smo ustanovili borzo, naredili borzne izpite in trgovali z nekaj delnicami tako, da smo tečaje in posle še s kredo pisali na zeleno šolsko tablo. Verjeli smo v pravičnost trga, v boljši jutri, ki naj bi ga prineslo privatno lastništvo in urejen kapitalni trg.



kapitala, kjer so določene skupine ljudi izkoristile notranje informacije (imeti te so točno vedeli, koliko je njihovo podjetje v resnici vredno, podjetja so prevzemali, kolikor se je dalo, pod to ceno. Z razliko so potem imeli namen pokrivati stroške financiranja nakupa) in/ali politični vpliv in preko njega na vse mogoče načine izčrpavale podjetja. Tu gre za večino podjetij, kjer ima država prevladujoč vpliv (kupovali so močno precenjena podjetja, sklepali drage svetovalne pogodbe, plačevali fiktivne račune, uporabljali transferne cene ...). V priloženi tabeli lahko vidite, koliko premoženja je izpuhtelo v izbranih podjetjih v zadnjih dveh letih, od konca 2007 do 2009. Zakaj je prišlo do tega? Ni razlog le v finančni krizi, to se je lahko zgodilo zato, ker pri nas pravna država ne deluje – politične elite so si pisale zakonodajo, ki jim je ustrezala, ker nadzorni sveti niso opravljali svoje naloge, niti uprave niso ravnale gospodarno in v korist družb, ki so jih vodile. Pomembno vlogo pri tem je imelo preveč liberalno kreditiranje domačih bank, ki so na lepe oči ali dobro ime ponujale in posojale denar. A kjer ni tožnika, ni sodnika. Vpletene so bile različne politične opcije in plenjenje se nadaljuje. Neizprosnost pohlepa je brezmejna. Tako, da bo na koncu celo znameniti izrek, da so bili certifikati nič vreden kos papirja, marsikje postal resnica. Če čakaš dovolj dolgo, tudi to dočakaš oziroma so nekateri že dočakali. V naši državi obstajata dve vrsti državljanov. Tisti, za katere predpisi in

zakoni veljajo in se jih morajo držati, sicer jih doletijo sankcije, in tisti, za katere to ne velja. Slednji si lahko privoščijo (skoraj) vse in nič se jim ne bo zgodilo. Psi lajajo, karavana gre dalje. Tisti, ki plačujejo davke in tisti, ki jih ne. Davčni sistem vsaj na področju vrednostnih papirjev 'stiska' male delničarje in srednji sloj, ki bi edini lahko poskrbel za večjo likvidnost borze. Tu je naša obdavčitev in sistem, precej slabši in bolj rigorozen od primerjalnih držav. Po drugi strani ni nikogar, ki bi znal obdavčiti premoženje ali povprašati velike zaslužkarje po njegovem izvoru. Privatizacijski oziroma certifikatski pa tudi politični zaslužkarji, ki jih nihče ne omenja in so še v večini primeri neodkriti", so medtem, ko državni aparat počiva in obdavčuje male delničarje, že uspešno zakrili sledove. Premoženje, ki izvira iz certifikatov, odkupljenih po nizkih cenah, je že zdavnaj v davčnih oazah. Morda se je medtem vrnilo nazaj v Slovenijo, ali pa se nahaja kje v tujini in čaka na ugoden trenutek za vrnitev tudi v obliki donacij in ta denar za nameček kar naenkrat pridobi pozitivni predznak in javno odobravanje. **Kaj vas ta trenutek najbolj moti, kaj bi spremenili, če bi imeli dovolj vpliva? Moti me gospodarska klima, korupcija in neučinkovitost politike, razkroj vrednot.** Kaj bi spremenila? Ključna se mi zdi vzpostavitev zaupanja v delovanje pravne države in zagotovitev spoštovanja pravil igre za vse. To je osnovno gonilo vseh kapitalistov. Niti uprave, niti nadzorni sveti doslej še niso, razen redkih izjem, odgovarjali, vrnili nagrade, bo-

nuse, bili za negospodarno ravnanje osebno odgovorni in od nikogar se ni zahtevalo, da neupravičeno odsvojen premoženje vrne v podjetje, od koder je bilo vzeto. Mnogokrat so bili za takšno škodljivo ravnanje celo nagrajeni z odpravnino. Bolj bi morali izpostaviti primere dobre prakse, najti prave zglede in ustvariti okolje, ki bi spodbujalo podjetniško pobudo in investicije v dejavnosti z visoko dodano vrednostjo. Slovenci smo bili znani po delovni etiki, preudarnosti in trgovski podjetnosti, tako da nam na daljši rok ne bi smelo biti težko kopiciti in plemeniti tako lasten kapital kot vzpostaviti zaupanje v naše sposobnosti preko meja in s tem privabiti tuj kapital. Prepričana sem, da znamo sami sebi in svetu dokazati, da smo po etiki in navadah bližje zahodni Evropi, kakor Balkanu. Samo začeti moramo delati red in tiste, ki tega niso sposobni in so v preteklosti s svojim ravnanjem dokazovali nasprotno, zamenjati s takimi, ki to zmorejo, imajo in znajo. **Ali se po vašem mnenju slovenski kapitalni trg razvija dovolj hitro in v pravi smeri oziroma kako gledate na njegovo majhnost – kot hibo ali prednost?** Slovenski trg je imel vse pogoje, da se razvije hitro (bil je tehnično in tudi strokovno dovolj dobro podprt) in v pravi smeri, le da je večkrat iz te smeri krepko zašel. Ves čas je bil, kot izjemno majhen, izpostavljen vsem mogočim tržnim manipulacijam (kjer so zopet nekateri bili povsem nedotakljivi) in ostalim nedovoljenim ravnanjem na trgu: usklajeno delovanje, navidezni posli, zloraba notranjih informacij, nepopolno razkrivanje informa-

Pri nas je narobe svet. Pregarjamo kurje tatove, tistih, ki so oškodovali in zadolžili podjetja, ki se leta ne bodo izkopal iz dolgov, zato, da bi postali lastniki teh firm, ne znamo, ne zmoremo in nekako nimamo interesa pripeljati pred roko pravice.



cij ipd. Naš trg je bil vedno zelo občutljiv na vstop tujcev, vsi večji nakupi ali prodaje so povzročili opazne spremembe tečajev. To je vsekakor hiba. Promet, ki ne dosega niti 1 mio EUR na dan, kaže, kako nezanimiv je in se ga tuji in večji domači investitorji raje izogibajo, kot da bi tvegali in se podali nanj. Ponudba vzajemnih skladov pri nas je izredno velika, najbrž vsi tudi ne bodo preživeli, njihovo upravljanje

pa različno dobro. Informacij o njih je dovolj, trženjski prijemi pa so vedno bolj sofisticirani. Družbe za upravljanje v Sloveniji prevečkrat ustanavljajo vedno nove sklade, po načelu eden bo že nadpovprečno donosen. Pošteno trženje bi bilo enakovredno predstavljanje vseh skladov naenkrat in ne na način, ko je npr. aktualno zlato, pogledajte donos našega sklada "Zlato", ostali skladi pa krepko v minusu.

Zakonodaja bi morala spremljati razvoj trga in ne reagirati za nazaj. Nadzorni organi in organi bi morali ukrepati večkrat, sodni pregon bi moral dobiti tudi svoj epilog. Obsojeni smo na domače povpraševanje, ki pa je zaradi razmer, v kakršne smo prišli, omejeno in skrajno previdno. Kdo pa bo še investiral v delnice podjetij, v delnice podjetij, ki so v letnih poročilih obljubljale rast in optimistično napovedovale prihodnost, potem pa mediji razkrijejo škodljive posle, ki so si jih privoščile uprave in nadzorni sveti, katerih posledice bomo delničarji trpeli še dolgo, saj bo trajalo mnogo let, da bomo prišli tja, kjer smo enkrat že bili.

Računamo na podjetnost uprave Ljubljanske borze in prednosti uvedbo nove trgovne platforme Xetra, ki naj bi zaživela oktobra. Na borzo naj bi s tem pripeljali tudi nekaj tujih članov z oddaljenim dostopom, kar naj bi povečalo povpraševanje in likvidnost. Optimizem na našo borzo lahko vrnejo tudi t.i. P računi (na katerih bomo varčevali za svojo pokojnino, če bodo davčno ugodni) in zaupanje v to, da vloženi denar v nakup ene same delnice ne bo plen političnih in drugih elit, mrež in posameznikov, pač pa bodo uprave, nadzorni sveti, revizorji, nadzorne institucije zagotovilo, da bo poslovanje družb transparentno in konec koncev ustvarjeni dobiček pravično razdeljen med vse deležnike. Skratka: 19 let zamujenih priložnosti na poti do države blaginje. ■

Delež tujih imetnikov vrednostnih papirjev. Podatki v tabeli kažejo, kako majhen % v podjetjih, ki kotirajo na borzi, je še v tuji lasti.

Izdajatelj:	V.P.	Št. izdanih delnic	Delež tujih imetnikov VP v KDD na dan 13. 7. 2010 (v %)
GORENJE	GRVG	15.906.876	29,39
PIVOVARNA LAŠKO	PILR	8.611.481	14,39
MERCATOR	MELR	3.765.361	14,02
ETOL	ETOG	254.619	12,82
KRKA	KRKG	35.426.120	11,51
NKBM	KBMR	26.081.979	7,71
ZVON ENA ID	ZVIR	2.277.577	6,06
ZAVAROVALNICA TRIGLAV	ZVTG	22.735.148	4,15
PETROL	PETG	2.086.301	2,15
ŽITO	ZTOG	355.792	2,11
SAVA	SAVA	2.006.987	2,01
TELEKOM SLOVENIJE	TLSG	6.535.478	1,68
AERODROM	AELG	1.936.229	1,65
INTEREUROPA	IEKG	7.902.413	1,61
POZVAROVALNICA SAVA	POSR	9.362.519	1,49
ABANKA	ABKN	7.198.874	1,40
LUKA KOPER	LKPG	14.000.000	1,39
NFD 1 DEL. INV. SKLAD	NFIN	160.580.300	1,30
KD ID	KDIR	9.181.542	0,95
JUTEKS	JTKG	641.432	0,86
HELIOS	HDOG	278.446	0,51
CINKARNA CELJE	CICG	814.626	0,47
MAKSIMA INVEST	MKIR	9.117.789	0,36
ISTRABENZ	ITBG	5.180.000	0,32
MLINOTEST	MAJG	2.389.177	0,05
Kompas MTS	MTSG	594.601	0,02
Tosama	TODG	290.000	0,00