



# Franjo Štiblar: Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli

Borzni padec ob nastanku finančne krize v 2008 je povzročil vračanje nefinančnih osebkov nazaj v banke in bank nazaj v osnovno kreditiranje. Vendar je bil že v 2009 v svetu spet prisoten povratak na borzo, kar opozarja na potencialno ponovno napihovanje borznega balona. V obnašanju navedenih gospodarskih osebkov so bile različne stopnje tveganj na borzi in v bankah premalo upoštevane. Uveljavljeno obnašanje po načelu krdela je zmanjšalo percepcijo borznih tveganj, kar je vodilo v precejšnje (vsaj kratkoročne) izgube, ko so se s pokom borznega balona tveganja na borzi uresničila. Državne intervencije so bile v pomoč bankam (zato večja varnost, lahko tudi moralni hazard), ne pa finančnim transakcijam na borzi.

Razlog, da ima kriza v Sloveniji večje in dolgotrajnejše posledice, je tudi nerazvit primarni trg delnic in podjetniških obveznic. Številne delniške družbe so prekomerno zadolžene in odvisne od bančnih kreditov, predvsem pa niso sposobne pridobiti potrebnega dodatnega kapitala od obstoječih velikih lastnikov: finančnih holdingov, državnih skladov, države, povezanih družb in prevzemnih družb v lasti menedžerjev in drugih zaposlenih.

Pri reševalnih finančnih ukrepih s strani države za podjetja in banke je Slovenija dokaj omejena v primerjavi z državami z bolj razvitim domačim kapitalnim trgom. Pri tem je Slovenija glavni finančni udarec v krizi preživela prav s pomočjo mednarodnega trga kapitala. Z izdajo obveznic v tujini se je najprej zadolžila država, temu pa so sledile izdaje obveznic z državno garancijo v tujini s strani bank. V razmerah, ko refinanciranje bančnih posojil iz tujine ni bilo več mogoče, so ta dodatna sredstva omogočila domačim bankam redno poravnavo obveznosti do tujine. Domača upniško-dolžniška razmerja med bankami in podjetji so pri

tem ostala nespremenjena in njihovo razreševanje postaja, tudi zaradi nerazvitosti domačega trga kapitala, pomembna ovira pri izhodu domačih podjetij in bank iz krize. Kljub temu da so si tečaji na borzi po najhujšem padcu počasi opomogli v letu 2009, hitrih velikih zaslužkov na borzi ne bo več, dokler bo negativna izkušnja poka v 2008 zavirala sicer nevarno ponovno napihovanje balona.

Slovenija ima majhno gospodarstvo in posledično stanje globalnih trgov močno vpliva na naše gospodarsko delovanje. Svetovna gospodarska kriza nas je tako še posebej močno prizadela. Skupni promet na slovenskih kapitalnih trgih je leta 2007 znašal 3,8 milijarde evrov, letni promet 2012 pa le 0,36 milijarde evrov, kar je manj kot deset odstotkov prvega. Tako velika razlika ni le posledica finančne krize, temveč tudi napihovanja vrednosti delnic v konjunkturi. Problem slovenskega kapitalnega trga je prav tako pomanjkanje tujih vlagateljev. Vzrok temu sta relativno mlada slovenska borza in pomanjkanje domačih vlagateljev. Domači vlagatelji so izgubili zaupanje v slovenske investicijske sklade in delnice zaradi padca vrednosti borznih indeksov v gospodarski krizi. Ljudje so hitro menjali točke investicijskih skladov in delnice za denar, kar je povzročilo še dodaten padec vrednosti skladov in delnic. Tuje portfeljske investicije odbija slaba implementacija zakonov na področju trgov kapitala pomanjkljiva regulativa finančnega trga, predvsem pri zaščiti **malih delničarjev** in lastniških pravic, polovično izpeljani procesi lastninjenja podjetij in netransparentna upravljavka in lastniška vloga države v podjetjih in komplicirana davčna zakonodaja na tem področju ter nacionalne posebnosti pri imetništvu delnic, skrbniških storitvah, trgovanju in poravnavi poslov na trgu kapitala, ki niso v skladu z uveljavljeno mednarodno poslovno prakso. Za pridobitev zaupanja vlagateljev bi bila potrebna zaščita potrošnikov, ki so principali,

proti njihovim borznim posrednikom, ki so agenti. Slednji imajo veliko več informacij, asimetričnost pa izkoriščajo v svoj prid in na škodo principalov. Potrebovali bi boljšo zakonodajo na področju regulacije finančnega trga, urejeno davčno zakonodajo in transparentnost delovanja finančnih institucij, da bo vsak udeleženec vedel, kakšno tveganje prevzema, ter da bo vsak od udeležencev izrecno prevzel nase del tveganja osnovnega posla in iz njega izvedenih poslov ter večjo transparentnost delovanja države v podjetjih, vstop pokojninskih in zdravstvenih skladov.

~

Slovenski finančni trg si zasluži uveljavitev na ravni razvitosti gospodarskega sistema nasploh. V svetu se je dogodila pretirana liberalizacija ureditve kapitalnih trgov in akterjev celotnega finančnega sektorja, usoda katerih je med seboj močno povezana predvsem zaradi prepletenosti in medsebojne odvisnosti raznih finančnih institucij. Finančne institucije na razne načine delujejo na kapitalnem trgu, z deregulacijo v obliki zmanjševanja stopnje zaščite pa so se na videz zmanjševale ovire za učinkovitejše delovanje kapitalnih trgov. Vendar se je s to fasado v resnici le zmanjševala stabilnost celotnega sektorja in predvsem zaščita vlagateljev, predvsem najmanjših, v korist bolj dobičkonosnega poslovanja največjih institucij. Slednje institucije so se v tem času močno razširile ter pridobile izjemen vpliv na gospodarskem ter tudi političnem področju. Tak trend je bil še posebej očiten v desetletju pred krizo. Zakonodajalci niso sledili hitremu razvoju na trgih oziroma je bolj verjetno, da za to ni bilo prave politične volje, ki so jo zmanjševali "prepričljivi argumenti" lobija vplivne finančne industrije, interes katere je prevladal nad interesom zdravega gospodarstva in celotne javnosti.

Evropa je v želji, da dohiti razvitost kapitalnih trgov v ZDA, povsem liberalizirala finančno področje. Evrop-

ska komisija je bila v liberalizaciji trga še bolj agresivna od zakonodajalcev v ZDA. Tako so bila področja, ki so se hitro razvijala in pridobivala vpliv, pred krizo povsem neregulirana. Na trgu vrednostnih papirjev so sicer bile v veljavi direktive, ki so vlagateljem ponujale določeno zaščito. Vendar pa niso pokrivalo področij hedge skladov, problematike sekuritizacije ali trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Neizkušeni in naivni vlagatelji ter institucije iz EU pa so želeli poslovati na teh novih področjih, kjer ni bilo nadzora. Posledično so utrpeli velike izgube, ki so jim jih povzročile finančne inovacije finančnikov v ZDA.

Očitno je bilo, da je sprejem nove zakonodaje nujen. Uredba o izvedenih finančnih instrumentih na prostem trgu, podobno kot Dodd-Frankov zakon v ZDA, zagotavlja večjo varnost vlagateljem na prostem trgu. Z zahtevami o posredovanju informacij o sklenjenih poslih in obveznostjo kliranga se vlagateljem omogoča dostop do informacij, na podlagi katerih bodo lahko ustrezno identificirali tveganja. Znotraj te direktive je urejeno tudi delovanje infrastrukture finančnih trgov, ki je ključna za zagotavljanje večje preglednosti pri trgovanju in zaščite vlagateljev. Ti ukrepi so korak v pravo smer, bi pa bilo treba glede določenih finančnih instrumentov uvesti še strožja merila razkrivanja tveganj in omejitev trgovanja v določenih primerih. Sprejeta je bila tudi direktiva o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov, ki določa pogoje delovanja upravljavcev hedge skladov. Skladi pa niso urejeni, zato bi bilo treba v prihodnje sprejeti ustrezno zakonodajo, ki bi regulirala poslovanje skladov na kapitalških trgih. Z uredbo o prodaji na kratko in določenih vidikih poslov kreditnih zamenjav se je uredila problematika dveh inštitutov, ki sta v sistem vnašala veliko nestabilnosti, finančnim družbam pa sta prinesla velike izgube, ki so jih krili davkoplačevalci. Ključna področja so tako sedaj urejena do določene mere. Vendar pa bo na ravni EU treba sprejeti še več zakonov in novelirati obstoječo zakonodajo.

Ravno zaradi potrebe po neprestanem prilagajanju zakonodaje so v obravnavi že določbe predloga nove direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID II) in direktive o trgovanju z notranjimi informacijami ter tržni manipulaciji (MAD II). Direktivi sta odgovor na pomanjkljivosti razkrite v krizi. Predvsem naj bi izboljšali za-

ščito investitorjev in sledili zavezam G20 o boljši transparentnosti in večji regulaciji na bolj nepreglednih trgih. Obe direktivi urejata področja, ki jih sedanji ne. Tako se MAD II prilagaja in razširja delovanje na področje izvedenih finančnih instrumentov, medtem ko MAD I vlagateljem na tem področju ne zagotavlja zaščite. Definicije tržne manipulacije in trgovanja z notranjimi informacijami so v novi direktivi razširjene. Ključni cilj direktive pa je zagotoviti bolj učinkovito odkrivanje ter sankcioniranje kršitev, pri čemer je trenutna zakonodaja zatajila. Ključna novost, ki jo vnaša MiFID II, je v ureditvi trgovanih mest za standardizirane pogodbe o izvedenih finančnih instrumentih. Predlogi sprememb torej urejajo nekatere temeljne probleme. Vprašanje pa je, v kolikšni meri bo uspelo v postopku sprejemanja končnih besedil ohraniti tiste najbolj kritične določbe, ki postavljajo strožje pogoje za udeležence na trgih.

Slovenski kapitalški trg v okviru gospodarstva ne igra tako pomembne vloge kot v drugih razvitih državah; zamenja ga močnejša vloga bančništva. Po eni strani je bila slabša razvitost kapitalškega trga pozitivna, saj finančna kriza preko kapitalških trgov ni bila tako močna v prvem valu kot drugod. Na našem kapitalškem trgu se ni trgovalo s strupenimi finančnimi produkti, ki so v tujini potopili nekatere finančne institucije. Po drugi strani pa banke niso v celoti izpolnile naloge v podpori gospodarstva, od tod naša globlja in podaljšana kriza.

Majhni slovenski vlagatelji so doživeli že marsikatero slabo izkušnjo na kapitalškem trgu. Nepreglednost poslovanja pooblaščenih investicijskih družb v začetku devetdesetih let med privatizacijo je pripeljala do tega, da so bili številni ljudje, ki so bili glede delovanja kapitalškega trga ter vrednostnih papirjev povsem nepoučeni, izkoriščeni s strani nekaterih družb in posameznikov.

Ponovna vzpostavitev zaupanja v finančni in posebej kapitalški trg in nadzorne institucije bo v prihodnje ključna za uspešnejše delovanje trga v Sloveniji. Obstajajo zakoni, ki so prilagojeni evropski zakonodaji, vendar je glavna težava v njihovem izvajanju, kar pa v Sloveniji ne velja zgolj za kapitalške in finančne trge. Spremembe bodo torej potrebne na širši ravni, začeni pri politiki, saj ni mogoče pričakovati, da bodo majhni vlagatelji in

institucionalni vlagatelji iz tujine vstopili na naš kapitalški trg, če so tudi naša največja in relativno uspešna podjetja nekakšen servis politike in političnih strank. V podjetjih, kjer ima država lastniške deleže, se prepogosto kadruje glede na pripadnost politični opciji, stroki pa se ne posveča dovolj pozornosti. Nenehne menjave vodstev podjetij ob vsaki novi politični oblasti vnašajo nestabilnost v podjetja, poslovanje pa je relativno nepregledno, zato ni čudno, da je zanimanje za vrednostne papirje večine slovenskih družb zelo majhno.

Ob tem sta pomembna še nespoštovanje in izigravanje zakonodaje s strani najvišjih predstavnikov naše države, ki se do institucij pravne države obnašajo zelo nespoštljivo, kar ni sankcionirano. Prav tako ni pozitivnih sodnih epilgov v primerih gospodarskega kriminala in oškodovanja družb s strani njihovih lastnikov in poslovodstev, kar daje vlagateljem občutek nizke stopnje pravne varnosti njihovih pravic. Pri tem so vidne nekatere razlike v primerjavi z ameriškim sistemom, ki vsekakor ni idealen in ima številne pomanjkljivosti, vendar pa daje vtis, da tožilstvo in sodišča pravočasno opravljajo svojo funkcijo, krivci pa vsaj v nekaterih primerih odgovarjajo za povzročeno škodo. Tako so bile oktobra 2012 vložene prve obsežne civilne tožbe proti banki JP Morgan Chase zaradi oškodovanja večinoma nepoučenih vlagateljev pri poslovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti, natančneje z vrednostnimi papirji. Vrednost teh papirjev pa je temeljila na pogodbah o hipotekarnih kreditih, za katere so banke vedele, da zelo verjetno ne bodo poplačani in da bodo vrednostni papirji tako postali ničvredni, vlagatelji pa so izgubili kar dvajset milijard dolarjev. Poznan je tudi primer Madoff, ki je bil za svoje goljufije obsojen na več do smrti zapornih kazni, odvzeto pa mu je bilo vse premoženje. Je pa res, da tudi v ZDA nekateri največji krivci ostajajo nekaznovani. Tudi na ravni EU so sprejete nekatere sankcije proti kršiteljem pravil delovanja finančnega sistema, na primer proti bankam manipulatorjem liborja ali bančnim zlorabam na področju bančništva v senci.

Med glavnimi pogoji, ki bodo izboljšali stanje na kapitalških trgih ter povrnili zaupanje vlagateljem, so izboljšanje korporativnega upravljanja gospodarskih družb, še posebej tam, kjer ima politika močan vpliv, višji

Page: 21

Reach: 57000

Country: SLOVENIA

Size: 1697 cm2

3 / 5

standardi pravne kulture, večje spoštovanje zakonov in institucij pravne države, predvsem pa učinkovitejša zaščita pravic vlagateljev. Sprejeta zakonodaja je v svojem učinku omejena, če je pristojne institucije ne bodo primerno uveljavljale, sodišča pa pravočasno reagirala na kršitve. Kakor v svetu je tudi pri nas mogoče ugotoviti, da je poleg (ne)ustreznosti zakonodaje ključni problem njena neustrezna implementacija.

Slovenska zakonodaja je na področju delovanja finančnega sistema povsem razumljivo sledi uredbam in direktivam, ki so sprejete na ravni EU. Z vključitvijo v EU je bil izgubljen del suverenosti in možnosti lastnega kreiranja politik tudi na finančnem področju. Zakonodaja EU je bila pred globalno finančno krizo močno pomanjkljiva, tako da večina institutov finančnega trga ni bila ustrezno urejena tudi v slovenskih zakonih. S sprejemom relevantnih uredb in direktiv v EU pa so dobili slovenski zakonodajalci nalogo, da njihove določbe na primeren način uveljavijo v naš pravnih sistem. Tako bodo v prihodnje gotovo potrebne spremembe zakona o trgu finančnih instrumentov in zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Potrebna bo nova ureditev v zvezi s podrejenimi finančnimi instrumenti. Pri tem bi bilo dobro, da bi zakonodajalec v okviru svojih pravic izkoristil možnost, da področja, ki so se v tujini izkazala za problematična, uredi v skladu z najstrožjimi standardi. Tako se bo zagotovila maksimalna zaščita vlagateljev,



**Izdajatelj:** ZRC SAZU

**Recenzenta** dr. Žan Oplotnik, dr. Ivan Ribnikar

**Cena:** 45 evrov

Knjiga je izšla na 400 straneh.

**Naročilo in več informacij:**

<http://zalozba.zrc-sazu.si> in vseh večjih knjigarnah

kar bo povečalo njihovo zaupanje v sistem, tako da se bodo mogoče vrnili na finančne trge.

Za slovensko gospodarstvo je učinkovit in dobro delujoč kapitalni trg v prihodnje lahko velikega pomena, še posebej ob velikih težavah največjih bank pri nas, ki so "naključno" tudi v večinski lasti države. Pri tem pa je seveda treba upoštevati lekcije, ki jih je razkrila finančna kriza. Zato je treba uvesti potrebne zakonodajne in tudi družbene spremembe, da ne bi povsem zamudili priložnosti za primerljivo razvit finančni trg in akterje na njem, ki bi lahko ob učinkovitem

opravljanju svojih temeljnih funkcij pripomogli k boljšemu gospodarjenju v Sloveniji.

~

Za uspešnost finančnega sistema v Sloveniji so potrebni boljše izobraževanje prebivalstva o finančnih znanjih, strožji nadzor nad uvedbo izvedenih finančnih instrumentov (na primer nadzor kot za uvedbo novih zdravil), na naddržavni ravni s posledicami za Slovenijo pa regulatorna odprava ali vsaj bistvena omejitev bančništva v senci, zavarovalništva v senci in institucij ter instrumentov finančnega (posebej kapitalnega) trga v senci. Finančni praktiki iz "vseh logov" pri nas so v pogovorih ob pripravi knjige izrazili veliko nezadovoljstvo s pravnim urejanjem našega finančnega sistema, ki ga po njihovem mnenju pogosto neustrezno usmerja skupinica pravnikov (1+2).

Osamosvojitvenemu razvoju Slovenije je tudi njen finančni sistem prispeval pomemben delež. Pomagal je pri začetnih prebojih samostojne države v mednarodni prostor, afirmiral jo je kot razvito samostojno državo. Kot v svetovni finančni sistem so bili v času globalne finančne krize tudi posamezni deli slovenskega finančnega sistema prizadeti, eni bolj, drugi manj. Ustrezno saniranje prizadetih podsistemov je v teku, tako da bo nedvomno tudi v prihodnje finančni sistem naše države ustrezno prispeval k njenemu razvoju in mednarodni afirmaciji. •

Page: 21

Reach: 57000

Country: SLOVENIA

Size: 1697 cm2

4 / 5



## Nova finančna arhitektura sveta

**IRENA FERLUGA**

O potrebnosti in nujnosti uvedbe vrednostnih papirjev v slovenski (takrat še jugoslovanski) finančni sistem je dr. Franjo Štiblar leta 1987 začel prepričevati takratni partijski vrh. Sicer v sklopu posebne delovne skupine, ki je pripravila teoretične podlage za uvedbo obveznic, je z zagovarjanjem nujnosti uvedbe delnic naravnost šokiral takratne partijske odločevalce. "Iz današnje perspektive lahko rečem, da je bilo prve korake v uveljavljanju ekonomske demokracije pri nas mnogo težje in bolj tvegano zastaviti kot pa se nekaj let kasneje priključiti na

novi voz prihajajočega kapitalizma," je v svoji najnovejši knjigi zapisal avtor.

Finančni trgi je tretji del trilogije, s katero je ekonomist in pravnik, predstojnik pravno-ekonomske katedre na Pravni fakulteti v Ljubljani Franjo Štiblar, sklenil analizo treh stebrov finančnega sistema samostojne Slovenije, ki jo je pisal od leta 2008. Trilogijo sestavljajo prikaz razvoja zavarovalništva, bančništva in finančnih trgov. Študija finančnih trgov, predvsem borze, akterjev na njih, instrumentov, s katerimi se trguje, sicer ni mišljena kot učbenik, a je za manj poučene bralce prav to. Vendar je Franjo Štiblar učinke aktualne krize na Slovenskem analiziral že v leta 2008 izdani knjigi Svetovna gospo-

darska kriza in Slovenci: Kako jo preživeti, ko je nakazoval poti iz krize, a je bil, čeprav učenec dveh nobelovcev (Lawrencea Roberta Kleina in Roberta Shillerja), kot že večkrat doslej, preslišán in prezrt.

S knjigo o finančnih trgih Franjo Štiblar ne ostaja zgolj na deskriptivni ravni, ampak ob prizadevanjih za uveljavitev zgodovinskega spomina, na katerem sloni samostojnost Slovenije, za opis sedanjega stanja in primerjavo s tujimi sistemi, uperja pogled tudi naprej. "Nastale razmere očitno kažejo, da bo treba v svetu izgraditi novo finančno strukturo, mnenja glede postavitve njenih elementov pa so deljena," piše avtor, ko razmišlja o novi finančni arhitekturi sveta. Sedanji predlogi poenotenja nadzora v okviru EU so po avtorje-

Page: 21

Reach: 57000

Country: SLOVENIA

Size: 1697 cm2

5 / 5

---

vem mnenju le prehodna faza, ki bi se morala razširiti na ves svet, podobno kot je tehnološki napredek razširil trg na svetovno raven. Sicer ostaja le še protekcionizem, s katerim bo vsaka država zase sprejemala ukrepe, da bi se varovala pred učinki kriz. •