



# Zakaj nov strateški razmislek o vlogi trga kapitala v Sloveniji?

**Andrej Polutnik**

V letu 2008 je na slovenskem trgu kapitala prišlo do borznega zloma, ki je bil veliko bolj izrazit kot na drugih trgih, in sicer zaradi pregretosti in precenjenosti domačega trga, ki je v letu 2007 imel eno največjih rasti v svetovnem merilu tako pri borzних indeksih, tržni kapitalizaciji kot v borznem prometu. Leta 2009 so se v svetu najprej hitro pobrali delniški trgi velikih razvijajočih se držav (BRIC), potem pa je sledila še solidna rast razvitih trgov, ki so že v tem letu nadoknadili približno polovico začetnega padca. Slovenija sodi med tiste redke države sveta, v kateri močnejših znakov okrevanja delniških trgov še ni bilo zaznati vse do prvih mesecev 2010, agonija na domačem kapitalnem trgu pa traja že skoraj dve leti.

## Dvojni udarec za domače borzne posrednike

»Pri domačih malih vlagateljih – fizičnih osebah, ki prevladujejo na slovenskem trgu kapitala, je prišlo do umika iz delniških naložb v manj tvegane finančne oblike, od prve izkušnje z borznim zlomom in pri mnogih, ki so investirali izposojeni denar, do trajne izgube premoženja ter dramatičnih težav pri poravnavi finančnih obveznosti. Pri domačih borzних posrednikih, ki so praviloma tudi sami veliki vlagatelji, je prišlo do dvojnega udarca: upada vrednosti njihovih naložb in zmanjšanj prometa pri posredovanju. To je ob dodatnih regulatornih stroških zaradi uvedbe direktive MIFID (direktiva o trgih finančnih instrumentov) privedlo do velikih izgub. Tudi pri DZU-jih je bil udarec 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 teh domačih težavah pa je na preizkušnji tudi poslovni model širitve naših bank, borzних posrednikov in DZU-jev na področje JVE, kjer sta bila pok borznega

balona in s tem povezan upad poslovnih aktivnosti še spektakularnejša.

Tudi najboljši slovenski izdajatelji so se znašli v povsem novih razmerah, ko so morali prestrašenim vlagateljem sproti pojasnjevati, kaj bi lahko pomenila globalna gospodarska kriza za poslovanje podjetij v prihodnosti. Menedžerji borzних družb, ki so v preteklosti utemeljevali svojo uspešnost tudi z gibanjem cen delnic na pregretem trgu, so bili še dodatno izpostavljeni. Tudi v strokovni javnosti so se pojavili 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,« so zapisali poznavalci v publikaciji Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi Inštituta za ekonomska raziskovanja. Po drugi strani je finančna kriza jasno pokazala, da so številne delniške družbe čezmerno zadolžene in odvisne od bančnih posojil, 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.

## Zaradi nerazvitosti trga do daljše krize

Nerazvitost primarnega trga za delnice in podjetniške obveznice se je tako pokazala kot pomemben dejavnik, da bo kriza v Sloveniji imela večje in dolgotrajnejše posledice. Tudi pri oblikovanju državnih reševalnih finančnih ukrepov za podjetja in banke smo dokaj omejeni v primerjavi z državami z razvitejšim domačim kapitalnim

trgom. Pri tem je zanimivo, da smo v Sloveniji glavni finančni udarec v krizi preživeli prav s pomočjo mednarodnega trga kapitala. Z izdajo obveznic v tujini se je najprej zadolžila država, temu pa so sle-

dile izdaje bančnih obveznic z državno garancijo v tujini. V razmerah, ko refinanciranje bančnih posojil iz tujine ni bilo več možno, so ta dodatna sredstva omogočila domačim bankam redno poravnava obveznosti do tujine. Domača upniško-dolžniška razmerja med bankami in podjetji so pri tem ostala bolj ali manj nespremenjena in njihovo razreševanje postaja tudi zaradi nerazvitosti domačega trga kapitala pomembna ovira pri izhodu domačih podjetij in bank iz krize. »Tudi podpora države in politike za razvoj 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 lastniške deleže v delniških družbah. To seveda pomeni, da se bo že v bližnji prihodnosti še dodatno zaostrilo vprašanje dobrega korporacijskega upravljanja s strani države in preglednega ter družbeno sprejemljivega umika države iz največjih slovenskih korporacij prek trga kapitala.

## Črne ovce trg odkrije

Domača borza v času finančne krize sicer neprekinjeno deluje in zagotavlja vir likvidnosti tudi tistim, ki jo drugje praktično nikjer več ne morejo dobiti. Upad borzних tečajev je bilo prvo nedvoumno znamenje, da se bo globalna kriza prek izgube premoženja podjetij, bank in prebivalstva prenesla tudi v slovensko gospodarstvo. Ko je v naslednjem koraku prišlo do zaprtja mednarodnega kreditnega trga za domače banke, je trg kapitala prvi pokazal na družbe, ki so kreditno najbolj izpostavljene v Sloveniji. Ko je prišlo do upada tujih in domačih naročil, je trg selektivno pokazal na družbe in panoge, ki jih bo gospodarska kriza najbolj pri-

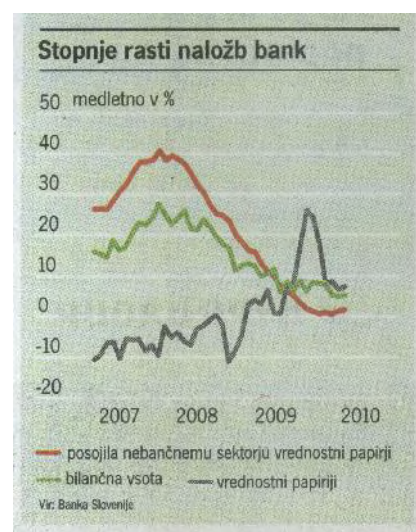
zadela.

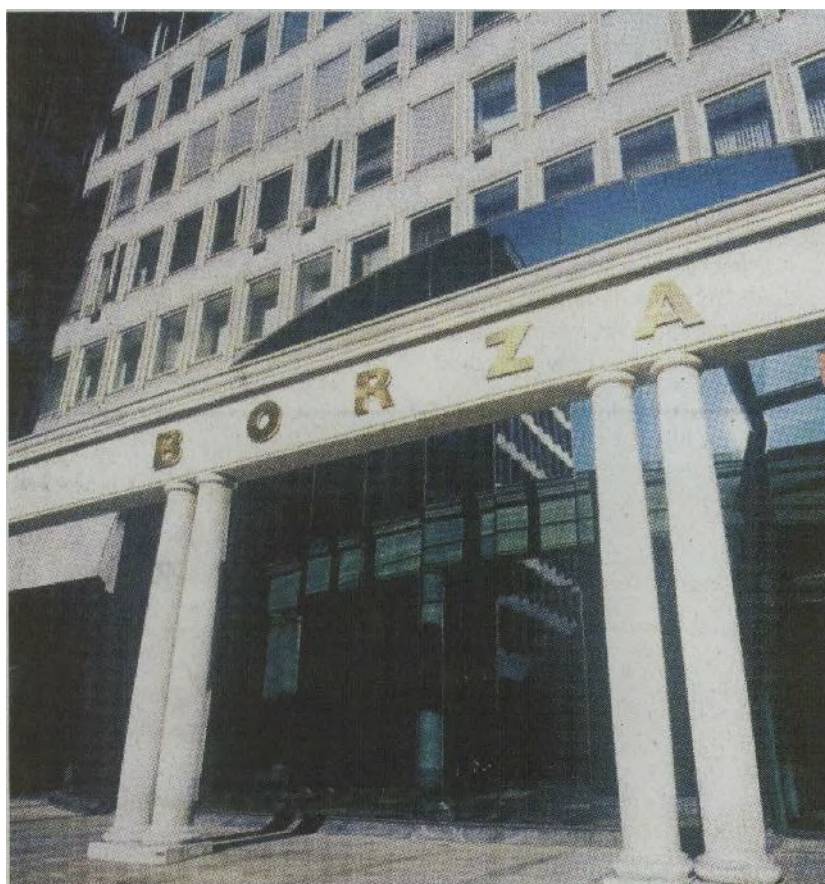
Glavna zamera javnosti domači borzi v kriznih časih je prav v tem, da z vidika informiranja relativno dobro deluje in nas neusmiljeno opozarja, da je naše gospodarstvo še vedno v velikih težavah, in katere delniške družbe so najbolj prizadete. Po drugi strani pa drži,

da je kakovost trga zaradi omejene likvidnosti še slabša kot pred krizo in da smo zaradi počasnega izhoda izdajateljev iz krize postali še manj zanimivi za velike portfeljske vlagatelje iz tujine,« menijo pisci publikacije Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi.

## Podjetja se financirajo predvsem s pomočjo bank

Slovenija ima slabo razvit trg kapitala glede na primerljivo razvite države, glede na relativno dobro razvitost domačega bančnega sektorja pa je kapitalni trg v velikem razvojnem zaostanku in domači finančni sistem izrazito neuravnotežen. Domači kapitalni trg je nastal kot posledica razdelitvene privatizacije v devetdesetih letih in je dolga leta služil predvsem kot nepregledna konsolidacija lastništva med velikimi domačimi lastniki – tako zasebnimi kot državnimi, pogosto ob izigravanju pravil transparentnosti, prevzemne zakonodaje in na škodo številnih malih delničarjev. Udeležba tujcev v tej boju med domačimi velikimi lastniki za nadzor nad podjetji je bila omejena, saj so bili že v izhodišču postavljeni v podrejeni 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 transparentnost poslovanja za zunanje vlagatelje najpogosteje ni v interesu uprav in velikih lastnikov. Domači kapitalni trg tako ni nikoli opravljal svoje temeljne funkcije dodatnega financiranja izdajateljev prek izdaje novih delnic in obveznic na primarnem trgu. Država in banke, ki imajo ustrezne mednarodne bonitete zaradi boljše likvidnosti, izdajajo obveznice predvsem v tujini. Nerazvitost našega trga kapitala je torej tudi sistemsko pogojena z izbranim načinom privatizacije, s konsolidacijo lastništva v zaprtem krogu domačih lastnikov, z načinom financiranja podjetij prek bank in s tipom kapitalizma, ki se je razvil v zadnjih dvajsetih letih v Sloveniji.





**V letu 2008 je na slovenskem trgu kapitala prišlo do borznega zloma, ki je bil veliko bolj izrazit kot na drugih trgih, in sicer zaradi pregretnosti in precenjenosti domačega trga.**