

POSLOVANJE INSTITUCIJ TRGA KAPITALA V FINANČNI KRIZI IN PRILOŽNOSTI ZA RAZVOJ TRGA KAPITALA

dr. Aleš Berk Skok, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani

UDK 336.76

JEL: G01, G10, G20

Povzetek:

Slovenski trg kapitala je bil zaradi svetovne finančne in gospodarske krize v zadnjih letih zelo na udaru. Poleg samih ravni cen delnic se je izjemno znižal tudi obseg transakcij na sekundarnem trgu. To pa je negativno vplivalo na poslovanje sicer pred krizo visoko donosnih dejavnosti, povezanih s finančnim trgom. Članek prikazuje zaostrenost razmer v različnih delih finančnega sektorja in predstavlja usmeritve za področja, ki bi se jih v Sloveniji morali lotiti z vso skrbnostjo, da bi jih oživili in vzpostavil okolje, ki bi omogočalo ustvarjanje visoke dodane vrednosti kot pred zadnjo finančno krizo. Poudarjeni so predvsem potreba po vzpostavitvi robustnega in perspektivnega poslovnega okolja skupaj z infrastrukturo razvojnega financiranja, ki bo spodbujalo primarni trg kapitala, dograditev Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, vzpostavitev hipotekarnih mehanizmov refinanciranja in sprememba davčnega sistema.

Ključne besede: finančni trgi, finančne institucije, finančna kriza, razvoj finančnega trga

Abstract:

The Slovenian capital market was hit hard by the current global financial crisis. Not only did stock prices fall sharply, but turnover also diminished. This combination severely affected the business models of firms in financial industries. Their favourable performance previous to the crisis was overturned. This paper presents the situation and suggests areas in which the Government and financial industry should act strategically to build a suitable environment to underpin robust future development in this field, which has strong potential for high-value-added activities. These actions include developing a friendly business environment including development finance, which is expected to promote the primary capital market, new legislation on investment funds and asset-management companies, and new mechanisms for mortgage refinancing and taxation.

Key words: financial markets, financial institutions, financial crisis, financial market development

Leto 2008 je šlo v zgodovino kot leto svetovnega zloma finančnega in gospodarskega sistema. Po obdobju konjunktore je visoka rast surovin, ki je temeljila na močni investicijski dejavnosti, pripeljala do povečanih stopenj inflacije (v razvitem svetu in državah v razvoju se je ta v celem letu 2008 povečala za več kot 50 odstotkov; povečanje je bilo bistveno večje ob koncu prvega polletja, ko smo bili priča zlomu cen nafte in drugih surovin). V razvitem svetu so bile povprečne inflacijske stopnje v letu 2008 na ravni 3,4 odstotka, v državah v razvoju pa 9,3 odstotka (World Economic Outlook, 2009). Centralne banke so začele umirjati konjunkturni cikel, z višanjem obrestnih mer pa je prišlo do prekinitve dovajanje »dopinga« v gospodarski sistem prek finančnega sistema, ki je razpolagal z obsežnimi presežnimi finančnimi viri. Višje obrestne mere so povzročile slaba posojila, in sicer najprej pri agresivnih finančnih inovacijah na hipotekarnem področju. Ker so te inovacije temeljile na listinjenju, se je tveganje prelilo v finančni sistem (predvsem njegov bančni del), hkrati pa je prišlo do koncentracije tveganj in velikih odpisov vrednosti

bančnega premoženja, kar je povzročilo močan impulz, ki je imel hude posledice za preskrbo z viri financiranja (Rupnik in Berk, 2009). Ker se težave niso nemudoma zaježile znotraj finančnega sistema (npr. s posegom držav, ustanavljanjem slabih bank, ...), so pomanjkanje virov v drugem krogu začela čutiti tudi podjetja. Ko jim ni uspelo več financirati obratnega kapitala in dokončati naložb, je prišlo do zloma povpraševanja in nadaljnega poslabševanja bančnih bilanc.

Stopnja gospodarske aktivnosti se je v razvitem svetu v letu 2008 bistveno zmanjšala, s tem da je večina poslabšanja posledica drastičnega zaostrovanja razmer v drugi polovici leta. Tako je bila na letni ravni v skupini razvitih držav dosežena rast 0,5 odstotka (v letu 2007 2,7 odstotka), državam v razvoju pa se je rast zmanjšala z 8,3 odstotka na 6,1 odstotka. Na svetovni ravni se je gospodarska rast znižala s 5,2 odstotka v letu 2007 na 3 odstotka v letu 2008, v letu 2009 pa na -0,6 odstotka, v razvitih državah celo na -3,2 odstotka (World Economic Outlook, 2009 in 2010). Drastičnost

gospodarskih razmer je mogoče ponazoriti s padcem cene nafte v drugi polovici leta za 80 odstotkov – z ravni 147 USD na raven 27 USD (Crude Oil ..., 2010), padcem mednarodne trgovine v prvem četrtletju 2009 za 40 odstotkov – merjeno s količinami, vrednostno pa celo za 60 odstotkov, padcem industrijske proizvodnje v istem obdobju za 30 odstotkov (World Economic Outlook, 2009), znižanjem indeksa cen ladijskih prevozov za več kot 90 odstotkov (Baltic Exchange Dry Index, 2010). Posledica razmer je bila nenadno povečanje kreditnega tveganja. Kreditni pribitki za banke na trgu kreditnih zamenjav (CDS market), ki merijo to tveganje, so se z normalne ravni 30–40 bazičnih točk povečali na 350 bazičnih točk, razlika med zahtevano donosnostjo podjetniških obveznic bonitete BBB in AAA pa s pribl. 150 bazičnih točk na 600 bazičnih točk, takoj po padcu investicijske banke Lehman Brothers Holdings celo na 1.100 bazičnih točk (World Economic Outlook, 2009).

V letu 2008 se je gospodarska rast v Sloveniji znižala na 3,5 odstotka. Gospodarska rast je bila rezultat še vedno razmeroma visoke rasti bruto investicij v prvi polovici leta in deloma še solidne medletne rasti izvoza. V zadnjem četrtletju 2008 je bila gospodarska aktivnost celo negativna, in sicer zaradi hitrega zmanjševanja domačega povpraševanja in močnega zmanjševanja izvoza blaga, ki se je zmanjšal za 9,4 odstotka. Realno so se v zadnjem četrtletju zmanjšale tudi investicije v osnovna sredstva, in sicer za 5,3 odstotka (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009). Gospodarstvo Slovenije je tako kot druge države zajel val odpuščanj in naraščanja števila brezposelnih. Zadnji podatki kažejo, da smo v tretjem in četrtem četrtletju 2009 na medletni ravni dosegli padec gospodarske aktivnosti za 8,3 odstotka in 5,5 odstotka. Primerjano na preteklo četrtletje je bila gospodarska rast negativna v zadnjem četrtletju 2009 (–0,3 odstotka), pa tudi v prvem letošnjem četrtletju (–0,5 odstotka) (Tekoča gibanja, 2010a).

Slovenska podjetja so investicijsko povpraševanje temeljila na zadolževanju, kar se je kazalo tudi v povečanem zadolževanju bančnega sektorja v tujini. Pridobljeni viri so omogočali kreditiranje domačih sektorjev v obdobju pregrevanja gospodarstva. Sledil je preobrat s prepolovitvijo stopnje gospodarske rasti, zmanjševanjem agregatnega povpraševanja in prilagajanjem investicijskih načrtov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009). Zaradi nižjega deleža lastniškega kapitala slovenskih podjetij glede na podjetja evrskega območja so slovenska podjetja bolj odvisna od drugih virov financiranja in zato v obdobju nestabilnih razmer na finančnih trgih močnejše izpostavljena tveganju refinanciranja.

Delniški trgi so imeli v ekstremnem letu 2008 visoke izgube. Slovenski borzni indeks SBI 20 je izgubil precej več kot indeksi na razvitih trgih, pa tudi več kot indeksi držav v razvoju. S 67,5-odstotnim padcem je leto končal na 3.696 točkah. Po drugi strani pa niti leto 2009 niti prva polovica leta 2010 nista prinesla okrevanja, kakor je to veljalo za razvite trge in glavne trge v razvoju. SBI 20 je v letu 2010 med primerjanimi indeksi dosegel celo največji padec. Tako lahko ugotovimo, da so delniški indeksi trgov v razvoju ob koncu leta 2009 in ob polletju 2010 dosegali približno 80 odstotkov ravni iz konca leta 2007, slovenski borzni indeks SBI 20 pa le še dobrih 30 odstotkov. Poleg tega pa je skrb vzbujajoče to, da so delnice velike večine družb, vključenih v omenjeni slovenski indeks, po mnenju številnih analitikov, ki se jim pridružujem tudi avtor, med dražjimi v regiji. V tabeli 1 je primerjava gibanja nekaterih najpomembnejših delniških indeksov in obeh delniških indeksov Ljubljanske borze.

Tržna kapitalizacija finančnih instrumentov na Ljubljanski borzi je konec leta 2008 znašala 15,26 milijarde EUR, kar je za 40,6 odstotka manj kot v decembru 2007. Tržna kapitalizacija vseh delnic na borzi je ob koncu leta 2008

Tabela 1: Donosnosti borznih indeksov v obdobju 2008–2010

Indeks	Vrednost indeksa				Donosnost			Vrednost 31.12.2009 glede na 31.12.2007	Vrednost 30.6.2010 glede na 31.12.2007
	31. 12. 2007	31. 12. 2008	31. 12. 2009	30. 6. 2010	2008	2009	2010 ytd		
S&P 500	1.478	891	1.111	1.031	-39,76%	24,75%	-7,21%	75,15%	69,73%
DJ EURO STOXX	415	223	275	243	-46,25%	23,32%	-11,53%	66,28%	58,64%
HANG SENG	27.813	14.387	21.873	20.129	-48,27%	52,02%	-7,97%	78,64%	72,37%
MSCI WORLD*	111	68	83	88	-38,74%	22,06%	6,02%	74,77%	79,28%
MSCI WORLD**	1.589	920	1.168	1.041	-42,10%	26,96%	-10,87%	73,51%	65,51%
MSCI EM*	335	160	271	294	-52,24%	69,38%	8,49%	80,90%	87,76%
MSCI EM**	1.246	567	981	909	-54,49%	73,02%	-7,34%	78,73%	72,95%
SBI20	11.370	3.696	4.079	3.551	-67,49%	10,36%	-12,94%	35,87%	31,23%
SBI TOP	2.519	854	983	880	-66,09%	15,03%	-10,45%	39,01%	34,94%

Vir: Bloomberg, MSCI, Ljubljanska borza, lastni prikaz.

Opombi: * v EUR, ** v USD.

Tabela 2: Število izdaj vrednostnih papirjev

	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
ŠTEVILO IZDAJ FINANČNIH INSTRUMENTOV	205	188	187	174
Trg delnic - prva kotacija	8	8	7	8
Trg delnic - standardna kotacija	20	17	18	17
Trg delnic - vstopna kotacija	74	64	61	54
Trg obveznic	93	89	90	84
Trg investicijskih kuponov - plus kotacija			0	2
Trg investicijskih kuponov - osnovna kotacija	3	3	7	5
Trg delnic investicijskih družb	7	7	4	4
Trg strukturiranih produktov	10	3	3	5

Vir: Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze.

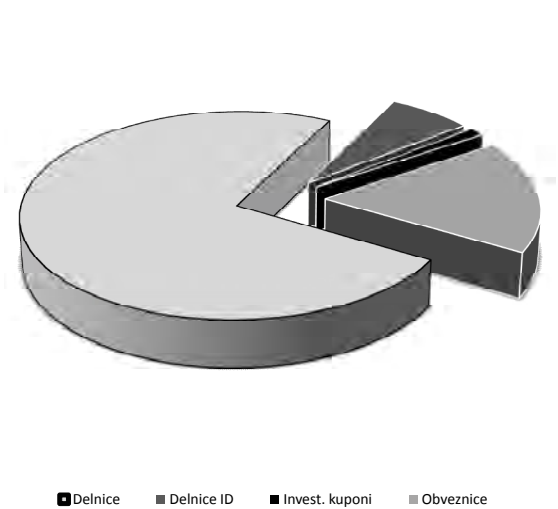
znašala 8,47 milijarde EUR, kapitalizacija obveznic pa 6,79 EUR. Vse od leta 2006 pa do konca leta 2009 se je število finančnih instrumentov zmanjševalo, tako obveznic kot tudi delnic. Edini segment, ki se je povečeval, je bil trg investicijskih kuponov, ki pa je po obsegu zanemarljiv (mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, 2007, 2008, 2009). Podjetja so finančne vire tudi v času, ko bi bilo zaradi visokih vrednotenj lažje izvesti dokapitalizacijo ali izdati dolžniške finančne instrumente, večinoma iskala pri bankah in ne z izdajami delnic ali obveznic. Tako je ostal neizkoriščen del možnosti za investiranje prihrankov sektorja gospodinjstev doma namesto v tujini, kapitalski trg pa ostaja plitev.

Pozitivna sprememba se je zgodila v letih 2007 in 2008 pri izdajah delnic bank. V letu 2007 so bile namreč 3 izdaje na primarnem trgu v emisijski vrednosti 439 milijonov EUR in leta 2008 4 izdaje v emisijski višini 548 milijonov EUR (Poročilo o stanju in razmerah na trgu FI, 2009)¹. Sicer pa slovenski primarni trg za nefinančna podjetja ne deluje, saj je bilo v preteklih petnajstih letih pičlih 171 mio. EUR izdaj delnic in 57 mio. EUR podjetniških obveznic, slednje praktično v celoti (razen dvomilijonske izdaje v letu 2008) pred letom 2000.

Po strukturi finančnih instrumentov je bila v letu 2009 večina prometa ustvarjena z delnicami (79,62 odstotka), sledil je promet z obveznicami (17,29 odstotka). Glede na leto 2008 se je delež prometa, ustvarjenega z delnicami, povečal za 5,54 odstotne točke, in sicer zaradi zmanjšane deleža investicijskih družb, katerih delež v prometu se je s 7 odstotka v letu 2008 zmanjšal za 4,5 odstotne točke (letna statistična poročila Ljubljanske borze, 2009).

Tabela 3 in slika 2 prikazujeta dinamiko na sekundarnem trgu finančnih instrumentov v letih 2007, 2008 in 2009. Promet se je v tem obdobju močno zmanjševal. Od leta 2007, ko je bilo z vsemi finančnimi instrumenti

Slika 1: Pregled prometa po tržnih segmentih Ljubljanske borze v letu 2009



Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze, lastni izračuni.

sklenjenih poslov za 3,73 milijard EUR, se je do leta 2009 promet zmanjšal na 904 milijone EUR. Padec prometa z delnicami je podoben – od 1,95 milijarde EUR v letu 2007 na 720 milijonov EUR v letu 2009. Dejansko je padec pri delnicah še večji, saj je prišlo v avgustu 2009 do enkratne in specifične transakcije v vrednosti pribl. 290 mio. EUR – zaseg delnic Mercatorja in Pivovarne Laško (letna statistična poročila Ljubljanske borze, 2007, 2008 in 2009). Prometa z delnicami je tako dejansko bilo le za okrog 430 milijonov EUR. Ekstrapolacija podatkov za prvo polletje leta 2010 pa kaže, da lahko konec leta pričakujemo le okrog 375 mio. EUR prometa na delniškem trgu, na vseh tržnih segmentih pa okrog 530 mio. EUR (Mesečno poročilo, 2010).

Ob upoštevanju vseh finančnih instrumentov je povprečni dnevni promet v letu 2007 znašal približno 11,6 mio. EUR, promet z delnicami pa približno 7,4

¹ NLB 300 mio. EUR, NKBM 111 mio. EUR, A banka 102 mio. EUR in Banka Celje 35 mio. EUR.

Tabela 3: Pregled prometa po tržnih segmentih Ljubljanske borze v obdobju 2007–2010 (v tisoč EUR)

Trg delnic										
	Prva kotacija	Standardna kotacija	Vstopna kotacija	Skupaj	Povp. dnevni promet	Trg delnic ID	Trg invest. kuponov	Trg obveznic	Skupaj	Povp. dnevni promet
jan.07				152.923	6.951		55.386		208.309	9.469
feb.07				106.637	4.847		46.589		153.226	6.965
mar.07				143.778	6.535		94.868		238.646	10.848
apr.07				129.587	5.890		66.485		196.072	8.912
maj.07				131.563	5.980		40.996		172.559	7.844
jun.07				159.559	7.253		26.485		186.044	8.457
jul.07				229.414	10.428		132.296		361.710	16.441
avg.07				221.489	10.068		60.434		281.923	12.815
sep.07				155.411	7.064		21.381		176.792	8.036
okt.07				150.410	6.837		21.661		172.071	7.821
nov.07				175.742	7.988		53.874		229.616	10.437
dec.07				195.463	8.885		499.825		695.288	31.604
jan.08	121.561	51.409	7.379	180.349	8.198	6.711	1.393	5.468	193.921	8.815
feb.08	66.784	29.315	4.323	100.422	4.565	4.381	2.116	11.995	118.914	5.405
mar.08	81.011	21.337	6.306	108.654	4.939	7.715	1.016	19.573	136.958	6.225
apr.08	99.772	17.743	7.216	124.731	5.670	10.476	4.147	59.832	199.186	9.054
maj.08	35.697	12.053	6.580	54.330	2.470	8.199	1.031	8.664	72.224	3.283
jun.08	27.322	12.341	4.945	44.608	2.028	4.055	450	13.758	62.871	2.858
jul.08	33.336	14.077	3.958	51.371	2.335	4.958	425	3.955	60.709	2.760
avg.08	22.057	6.976	2.716	31.749	1.443	3.181	456	4.474	39.860	1.812
sep.08	53.305	16.293	5.072	74.670	3.394	3.537	751	16.924	95.882	4.358
okt.08	69.753	15.115	2.894	87.762	3.989	4.003	1.199	64.115	157.079	7.140
nov.08	40.699	8.670	2.196	51.565	2.344	1.481	2.541	16.954	72.541	3.297
dec.08	30.154	9.729	2.484	42.367	1.926	31.288	611	1.380	75.646	3.438
jan.09	20.619	5.316	1.042	26.977	1.226	948	397	8.067	36.389	1.654
feb.09	19.758	3.945	1.839	25.542	1.161	1.387	399	26.069	53.397	2.427
mar.09	22.813	10.782	2.017	35.612	1.619	1.078	432	35.565	72.687	3.304
apr.09	14.719	4.038	1.806	20.563	935	889	390	6.702	28.544	1.297
maj.09	40.974	15.566	1.783	58.323	2.651	2.850	339	10.148	71.660	3.257
jun.09	36.356	6.518	1.932	44.806	2.037	1.857	297	11.088	58.048	2.639
jul.09	20.284	2.198	875	23.357	1.062	1.018	197	11.172	35.744	1.625
avg.09	173.313	142.889	981	317.183	14.417	907	309	8.960	327.359	14.880
sep.09	42.226	5.748	1.780	49.754	2.262	3.499	565	13.648	67.466	3.067
okt.09	45.472	6.022	2.742	54.236	2.465	4.145	852	5.306	64.539	2.934
nov.09	20.102	2.223	1.537	23.862	1.085	2.520	587	5.079	32.048	1.457
dec.09	29.127	3.285	7.181	39.593	1.800	1.452	551	14.541	56.137	2.552
jan.10	20.977	5.437	1.510	27.924	1.269	2.212	487	8.514	39.137	1.779
feb.10	17.540	11.197	1.150	29.887	1.359	1.469	961	7.908	40.225	1.828
mar.10	38.514	3.926	2.138	44.578	2.026	1.404	575	19.472	66.029	3.001
apr.10	22.761	3.827	1.227	27.815	1.264	1.219	385	7.541	36.960	1.680
maj.10	24.652	3.783	873	29.308	1.332	1.133	378	8.587	39.406	1.791
jun.10	24.446	2.805	1.202	28.453	1.293	877	683	12.922	42.935	1.952
SKUPAJ 2007	-	-	-	1.951.976	7.394	1.120.280	0	0	3.072.256	11.637
SKUPAJ 2008	681.451	215.058	56.069	952.578	3.608	89.985	16.136	227.092	1.285.791	4.870
SKUPAJ 2009	485.763	208.530	25.515	719.808	2.727	22.550	5.315	156.345	904.018	3.424
SKUPAJ 2010	148.890	30.975	8.100	187.965	8.544	8.314	3.469	64.944	264.692	2.005

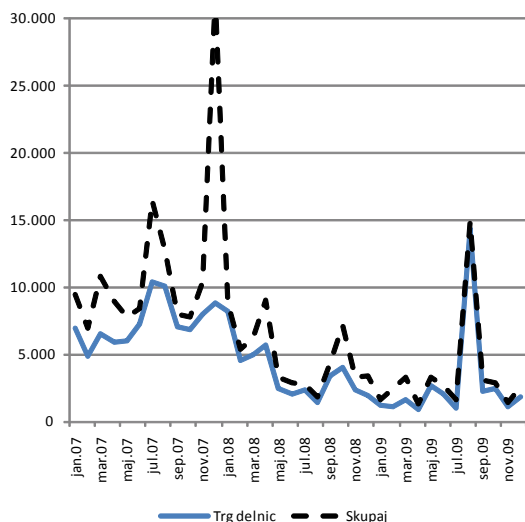
Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze, lastni prikaz.

Opomba: V prometu so zajete transakcije s svežnji; povprečni dnevni promet je izračunan ob predpostavki 22 dni v mesecu.

mio. EUR. V letu 2008 se je povprečni dnevni promet prepolovil, upoštevajoč vse finančne instrumente, je znašal 4,9 mio. EUR, promet z delnicami pa je znašal 3,6 mio. EUR. V letu 2009 je skupni povprečni dnevni promet znašal 3,4 mio. EUR, z delnicami pa, neupoštevajoč avgustovske transakcije z omenjenima delnicama, zgolj 1,7 mio. EUR. Letos dnevni promet še vedno pada (2,0 in 1,4 mio. EUR na dan) (Mesečno poročilo, 2010).

Na slovenskem sekundarnem trgu kapitala se je vse od leta 2003 povečevala prisotnost nerezidentov. Z ravni okrog petih odstotkov prometa Ljubljanske borze se je v letu 2006 delež prometa nerezidentov povzpел na 16,2 odstotka, v letu 2007 na 27,6 odstotka in v letu 2008 na 41,4 odstotka. Nerezidenti so v letih 2005 in 2006 neto kupili za skupaj nekoliko manj kot 100 milijonov finančnih instrumentov, v letu 2007 in 2008 pa so imeli neto negativne prilive (40 in 92 milijonov EUR). Delež nerezidentov v lastništvu slovenskih podjetij je konec decembra 2008 dosegel 7,1 odstotka, kar je za 1,19 odstotne točke več kot konec leta 2007 (Poročilo o stanju in razmerah na trgu FI, 2009).

Slika 2: Povprečni dnevni promet (v mi.o EUR)



Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze, lastni prikaz.

Za Ljubljansko borzo je značilna visoka koncentracija prometa le z nekaj finančnimi instrumenti. Tako je bilo npr. na delniškem trgu z delnico farmacevtske družbe Krka, d. d., v letu 2007 ustvarjenih 26 odstotkov celotnega prometa, leta 2008 41 odstotkov, leta 2009 pa celo 49 odstotkov celotnega prometa. Deleži prometa s tremi najprometnejšimi delnicami v celotnem prometu so v letih 2007, 2008 in 2009 znašali 51, 57 in 54 odstotkov (letna statistična poročila Ljubljanske borze, 2007–09).

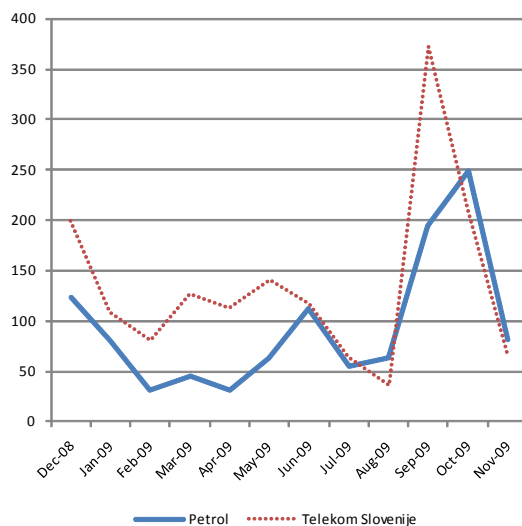
Tabela 4 prikazuje statistike prometa c tremi delnicami z največjim prometom v proučevanem obdobju. Za primerjavo z letom 2007 navajamo promet z delnicami

Petrola, ki ga je po prometu v letu 2008 izpodrinila konec leta 2007 novouvrščena delnica Nove kreditne banke Maribor. Prometa z delnicami Petrola je bilo v letu 2008 za 54 mio. EUR, tako da je povprečni dnevni promet znašal 222.000 EUR, ustvarjen pa je bil s 8.995 posli (pribl. 36 poslov na dan), kar pomeni približno 21-odstotni promet glede na leto prej.

Velika težava slovenskega kapitalskega trga je nizka likvidnost. Ta je že pri skupini najprometnejših delnicah zadovoljiva le za manjše transakcije, ki so značilne za fizične osebe. Tržno udejstvovanje za večje tržne udeležence (investicijske in pokojninske sklade, zavarovalnice, banke ...) pa vodi v povečevanje sistemskega tveganja, saj je za vzpostavitev položaja ali izstop potrebno več časa, lahko tudi nekaj mesecev. Vidimo, da je že z najprometnejšimi delnicami zgolj po deset ali nekaj deset poslov dnevno. To seveda velikim tržnim udeležencem preprečuje, da bi vzpostavljali dinamično premoženje glede na spremenjene tržne okoliščine, tržne cene pa so bolj rezultat omejene likvidnosti kot pa izraz razmer v makroekonomskem okolju in uspešnosti poslovanja posamezne družbe (glej tabeli 4 in 5).

Slika 3: Pregled povprečnega dnevnega prometa z izbranimi delnicami

Prve kotacije Ljubljanske borze v letu 2008 (v tisoč EUR)



Vir: Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, lastni prikaz.

Pregled poslovanja tržnih udeležencev

Ob koncu leta 2009 je na slovenskem finančnem trgu delovalo 19 bank, 24 pooblaščenih tržnih udeležencev, od tega 13 bank in 11 borzoposredniških družb (BPD), 14 družb za upravljanje (DZU), 22 finančnih holdingov, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg, 4 investicijske družbe, 5 upravljavcev vzajemnih

Tabela 4: Pregled najprometnejših delnic na Ljubljanski borzi v letih 2007, 2008 in 2009 (v tisoč EUR)

Delnica	Letni promet	Povprečni dnevni promet	Tržna kapitalizacija	Število poslov	Povpr. število poslov na dan
2007					
Krka	508.732	2.035	4.403.000	44.462	178
Petrol	257.782	1.031	1.893.000	13.868	55
Telekom Slovenije	227.861	911	2.707	15.934	64
2008					
Krka	394.239	1.577	1.710.019	71.358	285
Telekom Slovenije	78.880	316	775.108	11.007	44
Nova KBM	74.250	297	245.953	16.462	66
2009					
Krka	211.466	846	2.268.689	50.685	203
Mercator	169.671	-	576.740	3.710	15
Pivovarna Laško	146.108	-	233.802	2.804	11

Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze, lastni prikaz.

Opomba: Rekordni promet z delnicami Mercatorja in Pivovarne Laško v letu 2009 je posledica dogodkov v zvezi z zasegom zastavljenih delnic za poplačilo kreditov v lastninski zgodbi Pivovarne Laško. Tako je bilo samo 5. avgusta zaradi petih svežnjev ustvarjenega prometa za 157 mio. EUR. Če odštejemo posle s svežnji z delnicama Mercatorja in Pivovarne Laško v letu 2009, promet znašal 16 mio. EUR z delnico Mercatorja in 5,5 mio. EUR z delnico Pivovarne Laško.

Tabela 5: Pregled izbranih delnic Prve kotacije Ljubljanske borze v letu 2008 (v tisoč EUR)

	Petrol					Telekom Slovenije				
	Promet	Povprečni dnevni promet	Količina	Število poslov	Povprečno dn. št. poslov	Promet	Povprečni dnevni promet	Količina	Število poslov	Povprečno dn. št. poslov
dec.08	2.709	123	10.980	504	23	4.376	199	33.588	1.005	46
jan.09	1.753	80	6.633	541	25	2.396	109	19.324	500	23
feb.09	680	31	2.536	279	13	1.771	81	14.168	362	16
mar.09	982	45	4.025	302	14	2.780	126	21.491	435	20
apr.09	686	31	2.879	186	8	2.488	113	16.950	382	17
maj.09	1.390	63	5.445	345	16	3.110	141	18.896	754	34
jun.09	2.455	112	7.990	615	28	2.566	117	14.882	735	33
jul.09	1.204	55	3.874	326	15	1.394	63	8.622	454	21
avg.09	1.384	63	4.582	328	15	787	36	4.786	299	14
sep.09	4.264	194	13.493	566	26	8.190	372	52.634	579	26
okt.09	5.465	248	16.220	767	35	4.628	210	29.883	749	34
nov.09	1.789	81	5.486	458	21	1.491	68	10.129	464	21

Vir: Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, lastni prikaz.

pokojninskih skladov (ki upravljajo 6 vzajemnih pokojninskih skladov), 3 pokojninske družbe, 15 zavarovalnic in 2 pozavarovalnici (Mesečni pregled gibanj na trgu FI, 2009; Banke v Sloveniji, 2010; Seznam zavarovalnih subjektov, 2010; mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, 2010).

Globina slovenskega finančnega sistema (brez centralne banke) je v letu 2008 ostala na isti ravni kot leto prej in je ob koncu leta 2008 znašala 169 odstotkov BDP. Ob koncu leta 2009 pa je finančni sistem predstavljal 195 odstotkov BDP, kar je posledica izrazitega povečanja bilančne vsote denarnih institucij (skoraj za 20 odstotnih točk). Nedenarne finančne institucije so glede na leto

2007 bilančne vsote celo zmanjšale za 1,5 odstotne točke. Glede na leto 2007 je bila njihova bilančna vsota ob koncu leta 2009 za 360 mio. EUR manjša (znašala je 16.030 mio. EUR oziroma 45,9 odstotka BDP). Globina finančnega sistema evrskega območja se je v istem obdobju sicer zmanjšala za skoraj 20 odstotnih točk BDP, vendar pa razlika v ravneh, na katero vpliva zgodovinski razvoj, ostaja precejšnja. Slovenski finančni sistem dosega 40,7 odstotka globine finančnega sistema evrskega območja (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009 in 2010).

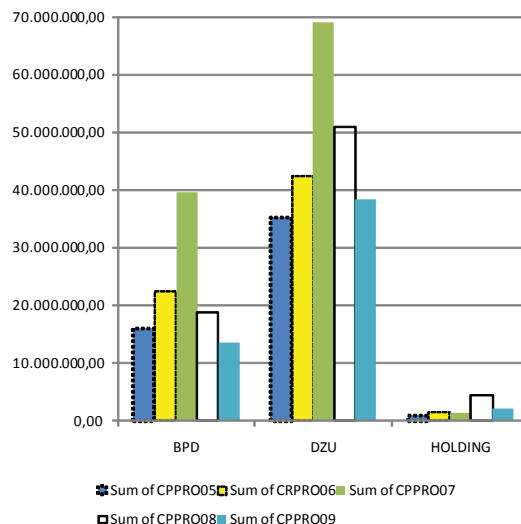
Borznoposredniške družbe, družbe za upravljanje in holdingi

Zaradi velikega zmanjšanja prometa na Ljubljanski borzi in ker so borznoposredniške družbe prihodke v preteklih letih praktično izključno temeljile na borznem posredovanju, so se v letu 2008 glede na leto 2007 dramatično zmanjšali prihodki iz poslovanja. Trend se je nadaljeval tudi v letu 2009, čeprav z manjšim padcem. Tako je 11 borznoposredniških družb v letu 2008 ustvarilo za 18,7 mio. EUR čistih prihodkov od prodaje, v letu 2009 13,5 mio. EUR, leta 2007 pa 39,6 mio. EUR. Padec v letu 2008 je bil torej 52,6-odstoten – glej sliko 4 (podatkovna zbirka AJPES, 2010). Udarec z druge strani je bil padec vrednosti hišnih portfeljev, kar se je kazalo v negativnem rezultatu iz finančnih aktivnosti ter imelo za posledico zmanjšanje sredstev in seveda kapitala. Poleg teh dveh cikličnih udarcev pa je časovno sovpadalo tudi uvajanje tehnično in kadrovsko zahtevnih določil zakonodaje MIFID, zajetih v Zakonu o trgu finančnih instrumentov.

Če izračunamo odstotek, ki ga predstavljajo prihodki od borznega prometa za leto 2007, in ga prenesemo na borzni promet v letu 2008, dobimo 16,6 mio. EUR – vemo pa, da je dejansko ustvarjen prihodek vseh borznoposredniških družb je znašal 18,7 mio. EUR – potem lahko ugotovimo, da druge poslovne dejavnosti (upravljanje, davčno in poslovno svetovanje, vključno s svetovanjem na področju prestrukturiranja) tem družbam prinašajo le slabih 13 odstotkov prihodkov. Na tem področju imajo borznoposredniške družbe možnosti za rast in izboljšanje poslovnih rezultatov. Prestrukturiranje bo do določene mere nujno, sploh če vemo, da slovenske borznoposredniške hiše zaračunavajo precej višje provizije od provizije, ki jo zaračunavajo njihovi tekmeči na razvitejših trgih (Lipnik, 2009).

Največja (po lastniškem kapitalu) borznoposredniška družba je Publikum BPD, ki je konec leta 2008 razpolagala z nekaj manj kot 9 mio. EUR kapitala, konec leta 2009 pa z nekaj manj kot 8 mio. EUR, sledijo ji KD BPD², Primorski finančni center in Perspektiva BPD. Večina družb je v

Slika 4: Gibanje čistih prihodkov od prodaje BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opombi: Sum of CPPRO05 – Seštevek čistih prihodkov od prodaje na dan 31. 12. 2005. Pri agregatnih prikazih v tem razdelku družba za upravljanje NFD ni zajeta zaradi oddelitve večine premoženja v letu 2009 na družbo Oddus.

letu 2009 pomembno zmanjšala število zaposlenih (glej spodnjo tabelo).

Naslovenskem trgu je bilo 30. 9. 2009 vlagateljem na voljo 127 vzajemnih skladov domačih družb za upravljanje in 162 skladov, ki jih upravljajo DZU drugih držav EU v skladu z direktivo UCITS. V letu 2008 jih je bilo na novo ustanovljenih 17. Leto 2008 je prizadelo tudi družbe za upravljanje, čeprav manj kot borznoposredniške družbe. Čisti prihodki od prodaje so se jim v letu 2008 glede na leto 2007 zmanjšali za 26 odstotkov, kar je sicer še vedno 20 odstotkov več prihodkov kot v letu 2006 (glej sliko 4).

V strukturi vzajemnih skladov so konec leta 2008 prevladovali delniški skladi, in sicer jih je bilo 63 odstotkov, delež delniških skladov v članicah EU pa je v istem času znašal 31 odstotkov, v ZDA pa 39 odstotkov. Podobno je konec novembra 2009 ta delež v EU znašal 32 odstotkov (EFAMA Investment Fund Industry Fact Sheet, 2009). Obvezniški skladi v Sloveniji pravzaprav sploh ne obstajajo (teh je le 2 odstotka), v EU pa je obvezniških 23 odstotkov vseh skladov. V obveznice bolj vlagajo mešani skladi, ki jih je v Sloveniji 34 odstotkov, v EU pa 16 odstotkov (Poročilo o stanju na trgu ..., 2009). V Sloveniji ni skladov denarnega trga. V EU in ZDA pa tovrstni skladi zajemajo velik del trga – 26 in 40 odstotkov (glej tabelo 6).

Od konca leta 2007, ko je bilo vlagateljev v vzajemne sklade 321.628, se je njihovo število povečalo za približno

² Za KD BPD je zaradi nedosegljivosti podatkov zaradi preoblikovanja poslovnega modela naveden podatek za leto 2008.

Tabela 6: **Borznoposredniške družbe na slovenskem trgu na dan 31. 12. 2008 in 31. 12. 2009 in njihov pomen pri posredovanju na Ljubljanski borzi v letu 2009**

Naziv	Kapital 08	Kapital 09	Sredstva 08	Sredstva 09	Število zap. 08	Število zap. 09	Promet v EUR v 2009	Promet v %
PUBLIKUM BPD	8.956.093	7.807.015	11.610.827	10.154.444	47	27	50.369.696	2,79
KD BPD	6.231.160	6.231.160	6.623.969	6.623.969	38	38	54.598.542	3,02
ILIRIKA BPD	5.757.279	2.086.463	22.387.274	8.137.352	36	28	90.951.958	5,02
PRIMORSKI FIN. CENTER	4.516.282	4.290.274	4.645.552	4.346.779	8	10	20.277.355	1,12
MP BPD	3.982.286	2.894.977	8.724.674	6.163.685	52	32	40.071.086	2,22
PERSPEKTIVA BPD	3.737.333	3.785.328	8.721.801	4.903.969	11	11	87.479.769	4,84
POTEZA BPD	1.914.290	1.705.662	3.097.220	2.482.721	68	36	45.878.907	2,54
MOJA DELNICA	1.762.845	1.262.920	1.966.747	1.384.015	15	15	4.942.574	0,27
GBD	1.480.154	1.361.782	4.176.790	3.795.058	35	31	99.544.185	5,51
ARGONOS BPD	1.134.479	1.128.338	2.585.304	2.145.524	17	14	41.947.656	2,32
CERTIUS BPD	915.240	865.828	1.081.492	447.482	7	7	46.306.269	2,56
SKUPAJ BPD	40.387.441	33.419.747	75.621.650	50.584.998	334	249	582.367.997	32,21

Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Za KD BPD je podatek naveden za leto 2008. Družbe so razvrščene po vrednosti kapitala po zaključnem računu za leto 2008.

Tabela 7: **Delež posameznih vrst vzajemnih skladov na slovenskem trgu, v EU in ZDA na dan 31. 12. 2008 (v odstotkih)**

	Slovenija	EU	ZDA
Delniški VS	63	31	39
Obsežniški VS	2	23	16
Mešani VS	34	16	0
VS denarnega trga	1	26	40
Drugi skladi	0	4	5

Vir: Agencija, EFAMA in 2009 Investment Company Fact Book.

24 odstotkov. Njihovo število je do konca septembra leta 2009 ostalo približno nespremenjeno, in sicer je znašalo 392.650. Družbe za upravljanje so v vzajemnih skladih upravljale 1,8 milijarde EUR sredstev³, kar pomeni, da je povprečni vlagatelj konec septembra 2009 v vzajemnih skladih imel vloženih 4.600 EUR, povprečni prebivalec Slovenije pa pribl. 900 EUR. Ta znesek na prebivalca je v državah EMU 14,5-krat večji in znaša 13.000 EUR, v ZDA pa 25-krat večji (31.250 USD oziroma po referenčnem tečaju ECB na dan 31. 12. 2008 22.500 EUR). Po deležu prihrankov v vzajemnih skladih v BDP v Sloveniji za državami EMU zaostajamo za približno 9-krat, za ZDA pa za približno 13-krat. Delež znaša namreč 45,9 odstotka v EMU, 66,5 odstotka v ZDA, v Sloveniji pa 5,1 odstotka (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009; 2009 Investment Company Factbook, 2009).

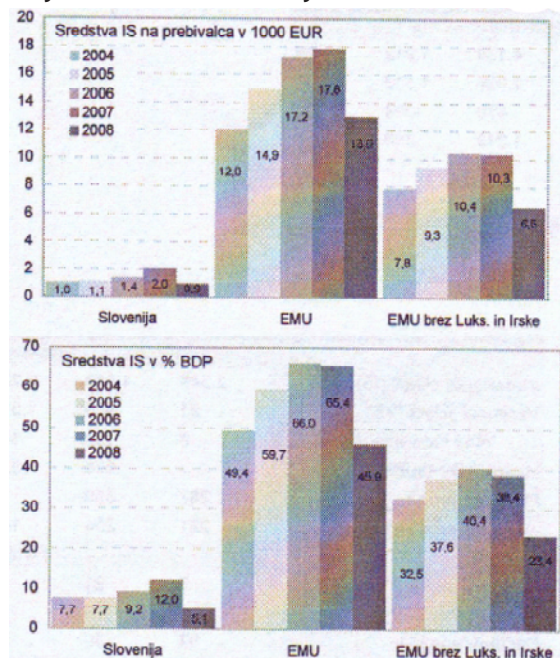
Slovenski trg vzajemnih skladov je torej še precej na začetku razvoja in ima velike možnosti za rast v prihodnje. Ob upoštevanju, da v Sloveniji gospodinjstva predstavljajo 62 odstotkov lastništva enot vzajemnih skladov, v državah EU pa v povprečju 37 odstotkov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009), lahko na podlagi zgornjih zaostankov ob predpostavki, da v prihodnjih letih trg postane primerljivo razvit kot trgi EU, v Sloveniji napovedujemo med 5 in 8 milijard novih prihrankov, ki naj bi bili namenjeni varčevanju v vzajemnih skladih. Te ocene potrjuje tudi dejstvo, da okrog 35 odstotkov finančnih naložb gospodinjstev predstavljajo vloge pri domačih bankah in še nadaljnjih 14 gotovina, skladi pa le približno 7 odstotkov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009).

Med družbami za upravljanje je bila na dan 31. 12. 2008 po kapitalu največja NFD, ki razpolaga s 26 mio. EUR kapitala. Potem ko je v letu 2009 prenesla sredstva na novo družbo, pa je bila po kapitalu z osemnajstimi (18) mio. EUR konec leta 2009 največja družba za upravljanje Triglav DZU. Po čisti vrednosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih pa je bila ob koncu leta 2009 največja Triglav DZU (424 mio. EUR), sledili pa sta družbi KD Skladi (356 mio. EUR), ki je imela tudi največ zaposlenih, in NLB Skladi (306 mio. EUR) (glej sliko 5).

Na prihodke družb za upravljanje pa poleg manjših vrednosti finančnih instrumentov v premoženju skladov, od katerih družbe obračunavajo upravljavsko provizijo, vplivajo tudi nova vplačila in izplačila (neto vplačila). Izplačila v večjem obsegu, kar je značilno za razmere, ko vrednosti borznih indeksov padajo, so se začela v začetku

³ Na dan 31. 12. 2007 so sredstva v vzajemnih skladih slovenskih DZU znašala 2,92 milijarde EUR, ob koncu leta 2008 pa 1,51 milijarde EUR (Mesečni pregled gibanj na trgu FI, november 2009).

Slika 5: Sredstva na prebivalca in kot delež BDP v vzajemnih skladih v Sloveniji in državah EMU



Vir: Poročilo o finančni stabilnosti, 2009.

leta 2008, kar je pomenilo približno polletni zaostanek glede na dogajanje v državah EU. Do marca 2009, ko so delniški indeksi spet začeli pridobivati vrednost, je bilo kumulativnih neto izplačil za približno 350 mio. EUR. Od aprila 2009, ko so neto tokovi spet postali pozitivni, pa do konca leta 2009 so neto tokovi znašali nekaj več kot 40 mio. EUR. Tako se je od začetka leta 2007 v slovenske vzajemne sklade neto prililo pribl. 190 mio. EUR – glej tabelo 8 (Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2010).

V državah EU so se neto izplačila začela ob polletju 2007, končala pa ravno tako marca (v prvem četrtletju) 2009. Vseh neto izplačil je bilo kumulativno za 500 mlrd. EUR. Od marca pa do konca tretjega četrtletja 2009 so neto vplačila znašala 100 mlrd. EUR – glej sliko 6 (Trends in European Investment Fund ..., 2009).

Dejavnost upravljanja vzajemnih skladov pa je ob zaostrenih tržnih razmerah in neto odlivih zaznamoval precejšen pozitiven kakovostni in konkurenčni preskok. V slovenski pravni red je namreč bil umeščen koncept krovnega sklada, ki je DZU in vlagateljem prinesel pozitivne učinke. Vlagatelji so z njimi pridobili možnost sprememb v naložbeni politiki (če ostajajo pri eni DZU oziroma znotraj enega krovnega sklada) ob sočasni

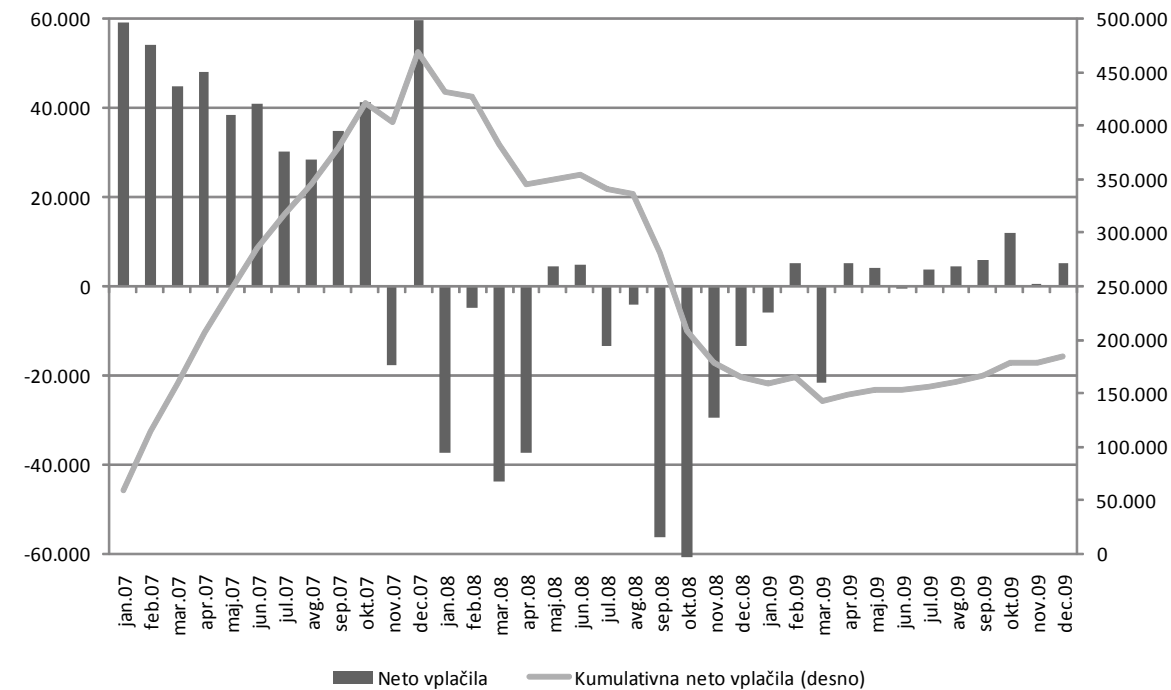
Tabela 8: Družbe za upravljanje na slovenskem trgu na dan 31. 12. 2008 in 31. 12. 2009

Naziv	Kapital 08	Kapital 09	Sredstva 08	Sredstva 09	Število zap. 08	Število zap. 09	Št. VS v upravljanju 2009	ČVS 2008	ČVS 2009
NFD	26.277.967	6.984.180	61.224.516	6.744.721	23	24	8	7.710.471	9.934.498
TRIGLAV DZU	17.980.486	17.980.486	27.409.741	27.409.741	36	36	10	337.973.202	424.362.486
KREKOVA DZU	11.575.203	11.125.412	17.349.866	17.859.194	13	13	5	18.925.463	22.110.040
KBM-INFOND	7.376.103	9.813.504	10.047.419	12.248.265	24	24	10	168.672.809	210.958.752
PRIMORSKI SKLADI	6.331.049	6.915.820	6.927.598	7.669.210	11	12	4	51.533.098	60.052.216
KD SKLADI	6.323.888	3.630.894	15.310.268	12.757.620	53	43	17	267.611.282	355.826.453
NLB SKLADI	4.498.118	4.042.910	4.847.487	4.416.124	26	26	15	236.015.152	305.995.580
PUBLIKUM PZU	4.000.889	4.000.889	7.915.311	7.915.311	16	16	11	77.523.657	78.088.214
ABANČNA DZU	2.218.737	2.297.989	2.434.401	22.550.650	17	16	11	69.196.525	72.431.950
ILIRIKA DZU	1.712.000	1.763.469	2.083.943	2.027.019	20	15	10	53.055.560	68.406.365
PROBANKA	1.588.207	1.434.903	2.876.688	1.728.202	29	20	9	112.886.945	108.669.145
KRONA DZU	1.134.719	715.671	1.178.833	757.999	6	8	0	n.p.	n.p.
MP DZU	1.022.198	1.063.870	2.085.057	1.271.759	17	14	11	55.087.331	69.680.508
PERSPEKTIVA DZU	1.014.645	1.075.266	1.092.067	1.152.860	13	12	7	49.147.807	55.824.071
SKUPAJ DZU	93.054.209	72.845.263	162.783.195	126.508.675	304	279	128	1.505.339.302	1.842.340.278

Vir: APJES, Poročilo o stanju ..., 2010 in lastni izračuni.

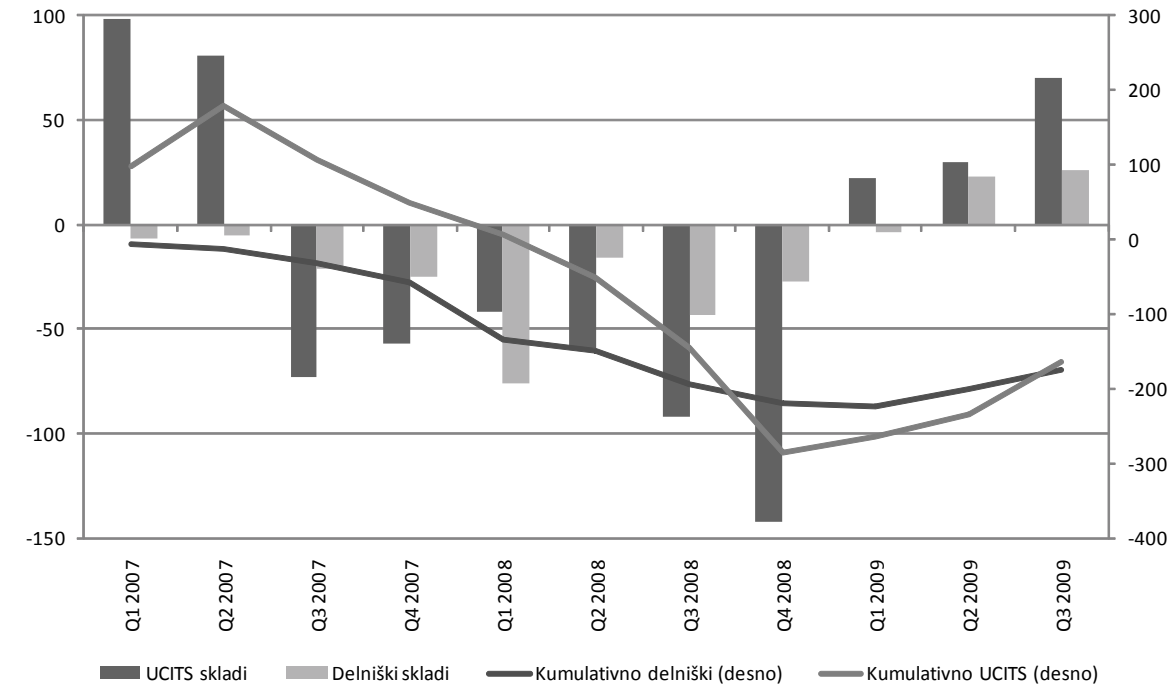
Opombe: Družbe so razvrščene po vrednosti kapitala po zaključnem računu za leti 2008 in 2009. Pri nadaljnjih agregatnih prikazih v tem razdelku NFD ni zajeta zaradi oddelitve večine premoženja v letu 2009 na družbo Oddus. Podatki za leto 2009 so zaradi nedosegljivosti podatkov za družbi Publikum PZU in Triglav DZU uporabljeni podatki za leto 2008.

Slika 6: **Neto vplačila v vzajemne sklade domačih DZU od januarja 2007 do septembra 2009 (v tisoč EUR)**



Vir: Sestava premoženja vzajemnih skladov, januar 2010, lastni prikaz.

Slika 7: **Neto vplačila v sklade UCITS v EU od prvega četrtertja 2007 do tretjega četrtertja 2009 (v milijardah EUR)**



Vir: Trends in the European Investment Fund ..., 2009.

ohranitvi davčnega statusa naložbe (torej brez plačila davka na ustvarjen kapitalski dobiček).

Glede naložbene politike postajajo vzajemni skladi slovenskih družb za upravljanje usmerjeni čedalje bolj

globalno, kar pomeni, da se delež domačih delnic v njihovem premoženju znižuje. Tako je njihov delež še leta 2006 znašal 30 odstotkov (51 odstotkov so predstavljali tuji finančni instrumenti, 8 odstotkov domače obveznice in 8 odstotkov depoziti), v

Tabela 9: Finančni holdingi na slovenskem trgu na dan 31. 12. 2008 in 31. 12. 2009

Naziv	Kapital 08	Kapital 09	Sredstva 08	Sredstva 09	Število zap. 08	Število zap. 09
KD GROUP	210.916.962	162.305.182	379.610.761	336.355.804	67	77
AKTIVA NALOŽBE	141.151.280	142.937.737	258.461.729	266.964.044	20	16
NFD HOLDING	127.549.799	80.558.805	228.831.931	164.075.659	9	9
ZVON ENA HOLDING	94.812.171	76.458.439	551.514.859	578.317.175	11	10
CENTER NALOŽBE	74.063.714	-50.419.256	133.633.858	25.114.101	1	1
KD KAPITAL	68.604.229	59.567.645	68.785.340	59.766.606	8	7
ZVON DVA HOLDING	67.072.781	64.704.435	196.779.532	236.070.461	5	6
INFOND HOLDING	54.135.107	n.p.	493.489.914	n.p.	7	7
VIPA HOLDING	52.820.194	48.095.816	57.795.127	65.727.767	4	4
ZLATA MONETA II	30.680.972	30.680.972	73.323.549	73.323.549	4	4
KS NALOŽBE	30.255.349	29.923.285	31.468.037	41.455.183	9	9
MAKSIMA INVEST	30.080.047	20.517.983	83.762.236	58.317.175	2	2
MODRA LINIJA HOLDING	28.038.286	29.100.907	33.526.377	33.726.720	5	3
M1	23.158.305	23.507.645	28.971.271	28.457.511	7	5
TRIGLAV NALOŽBE	23.101.625	16.725.855	39.618.885	32.163.512	6	4
HRAM HOLDING	22.351.180	22.572.443	27.730.403	28.564.157	5	6
MAKSIMA HOLDING	17.567.603	-8.068.147	66.842.865	26.939.016	3	3
MERCATA	17.276.760	15.891.484	24.971.389	25.536.345	5	4
TRDNJAVA HOLDING	13.627.101	13.901.642	19.552.362	21.136.710	1	1
SIVENT	8.196.022	n.p.	17.121.865	n.p.	2	2
TRDNJAVA I HOLDING	4.897.824	6.679.896	6.754.020	8.733.305	0	0
D NALOŽBE	902.830	463.558	995.951	474.835	1	1
SKUPAJ HOLDINGI	1.141.260.141	786.106.326	2.823.542.261	2.111.219.635	182	181

Vir: AJPEŠ, lastni izračuni.

Opomba: Družbe so razvrščene po vrednosti kapitala po zaključnem računu za leti 2008 in 2009.

marcu 2009 pa je delež domačih delnic znašal le še 21 odstotkov, delež tujih finančnih instrumentov pa 60 odstotkov (domače obveznice in depoziti so znašali 6 in 9 odstotkov).⁴ Od tujih geografskih trgov so bili marca 2009 najbolj zastopani trgi EU-12 (33 odstotkov), trgi ZDA (24 odstotkov), trgi EU-3 (Velika Britanija, Danska in Švedska – 6 odstotkov), trgi BRIC (12 odstotkov) in trgi nekdanje Jugoslavije (7 odstotkov) (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009).

Naložbena razpršitev je bila logična stopnja v razvoju dejavnosti upravljanja skladov, saj so bile družbe v preteklosti nevarno (in k temu jih je silil tudi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje) usmerjene na domači trg in se je zaradi nelikvidnosti povečevalo sistemsko tveganje. Po drugi strani pa

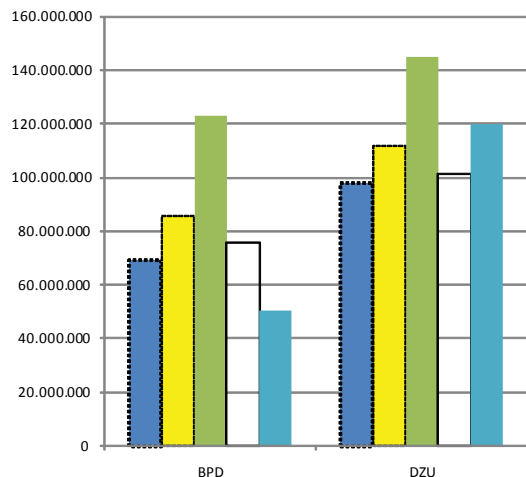
so družbe za upravljanje z razširitvijo geografskih območij vstopile tudi na druge nelikvidne trge (trge nekdanje Jugoslavije), na katerih so s svojim dodatnim povpraševanjem povzročile pretirano poviševanje cen delnic, ki so se ob negativnih gibanjih na svetovnih trgih kapitala dramatično zmanjšale.⁵ S takim ravnanjem so slovenske družbe za upravljanje deloma naredile slab vtis in ustvarile madež na svojem dobrem imenu in ugledu, ki so ga uživale v očeh lokalnih javnosti.

Geografske razpršitve pa niso opravile štiri investicijske družbe, katerih tržna kapitalizacija je na Ljubljanski borzi konec leta 2008 znašala 224 mio. EUR. Konec prvega četrtletja 2009 so v portfeljih imele zgolj 7 odstotkov tujih delnic, kar 61 odstotkov pa so predstavljale delnice slovenskih družb (Poročilo finančni stabilnosti, 2009).

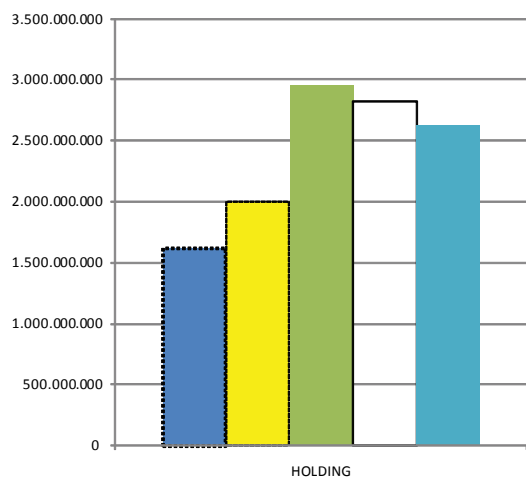
⁴ Deleži pri delniških skladih leta 2006: 56 odstotkov tuji finančni instrumenti, 31 odstotkov domače delnice, 2 odstotka domače obveznice in 7 odstotkov depoziti.

⁵ Hrvaški borzni indeks je v letu 2008 izgubil 67 odstotkov, makedonski 73 odstotkov, srbski 76 odstotkov (Poročilo o cenovni stabilnosti, 2009).

Slika 8: Gibanje vrednosti sredstev BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)



Sum of SRE05 Sum of SRE06 Sum of SRE07 Sum of SRE08 Sum of SRE09



Sum of SRE05 Sum of SRE06 Sum of SRE07 Sum of SRE08 Sum of SRE09

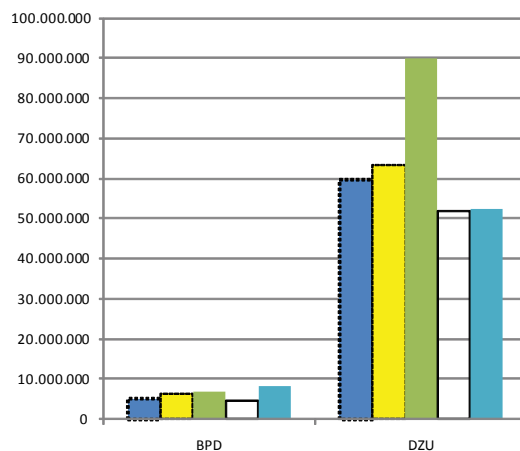
Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of SRE05 – seštevek celotnih sredstev na dan 31. 12. 2005.

Finančni holdingi so v Sloveniji največji investicijski finančni posredniki. Njihova preteklost je povezana z odpravo družbene lastnine. Večinoma so aktivni upravljalci premoženja in pomenijo nasprotje vzajemnim skladom, ki naložbe upravljajo portfeljsko. Tako je v premoženju finančnih holdingov velik delež netrznega premoženja, precej delnic, ki so sicer uvrščene na organizirani trg, vendar je njihova likvidnost izjemno majhna.

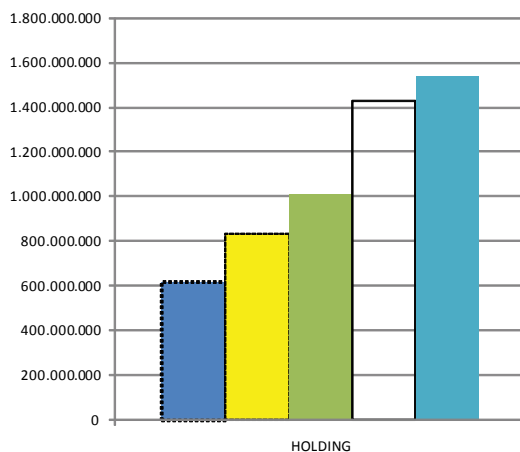
Poleg s povečevanjem vrednosti naložb v premoženju holdingi ustvarjajo prihodke iz prejetih dividend in obresti. Težava je, da je obojega v krizi izjemno malo in da praktično v takih časih prihodkov nimajo. Finančna kriza je holdinge od vseh obravnavanih finančnih institucij

Slika 9: Gibanje dolgoročnih finančnih naložb BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)



Sum of DFN05 Sum of DFN06 Sum of DFN07

Sum of DFN08 Sum of DFN09



Sum of DFN05 Sum of DFN06 Sum of DFN07

Sum of DFN08 Sum of DFN09

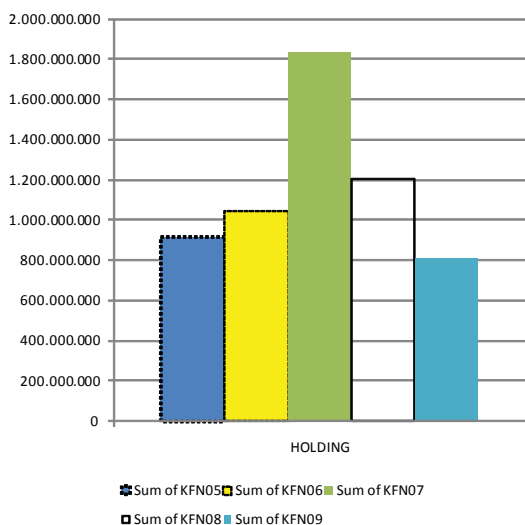
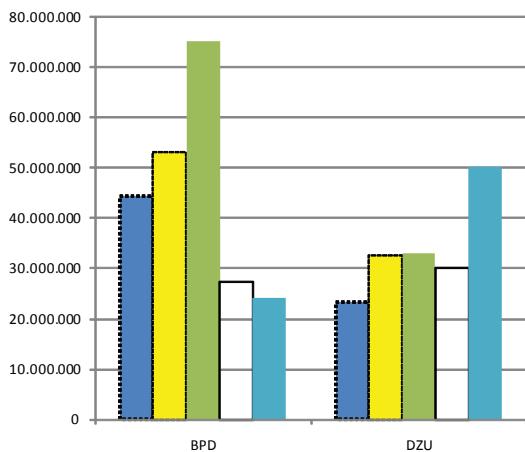
Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of DFN05 – seštevek dolgoročnih finančnih naložb na dan 31. 12. 2005.

najbolj prizadela, je pa po drugi strani res, da je njihovo poslovanje pred krizo temeljilo na izjemno tveganem poslovnem modelu, saj so se zaradi obvladovanja večjih gospodarskih sistemov pospešeno in izdatno zadolževali – več o tem v razdelku *Analiza poslovanja borznoposredniških družb, družb za upravljanje in finančnih holdingov*.

Finančni holding z največ kapitala ob koncu leta 2009 je KD Group (162 mio. EUR) – ta je imel tudi največ zaposlenih, sledita pa mu Aktiva naložbe (143 mio. EUR) in NFD holding (80 mio. EUR). Po sredstvih je bil ob koncu leta 2009 s 579 mio. EUR največji Zvon ENA holding (493 mio. EUR) – glej tabelo 9.

Slika 10: **Gibanje kratkoročnih finančnih naložb BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)**



Vir: AJPES, lastni izračuni.

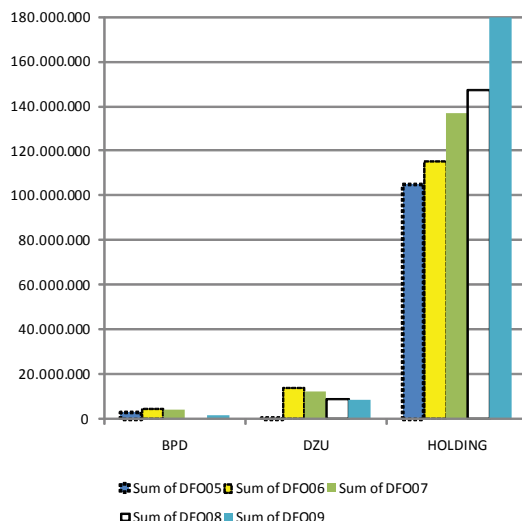
Opomba: Sum of DFN05 – seštevek kratkoročnih finančnih naložb na dan 31. 12. 2005.

Analiza poslovanja borznoposredniških družb, družb za upravljanje in finančnih holdingov

V tem razdelku je z različnih vidikov prikazano poslovanje borznoposredniških družb, družb za upravljanje in finančnih holdingov v obdobju od leta 2005 do vključno 2009. Primerjava temelji na podatkovni zbirki AJPES, ki vsebuje zaključne račune podjetij. Primerjava jasno pokaže specifičnost poslovnih modelov in prizadetost posameznih subjektov v gospodarsko-finančni krizi.

Iz slike 8 je razvidna dinamika vrednosti celotnih sredstev treh tipov tržnih udeležencev (borznoposredniških hiš – BPH, družb za upravljanje – DZU in finančnih

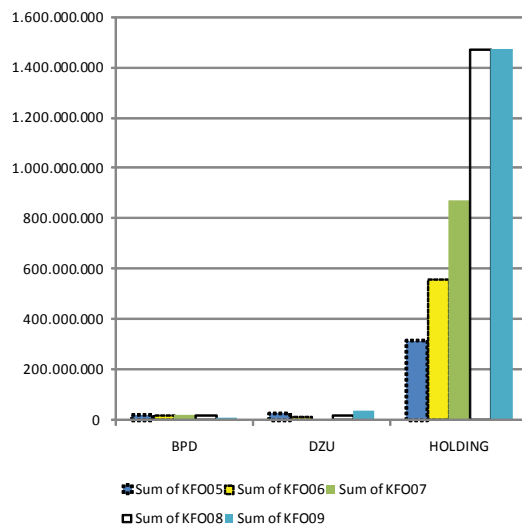
Slika 11: **Gibanje dolgoročnih finančnih obveznosti BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)**



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of DFO05 – seštevek dolgoročnih finančnih obveznosti na dan 31. 12. 2005.

Slika 12: **Gibanje kratkoročnih finančnih obveznosti BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)**

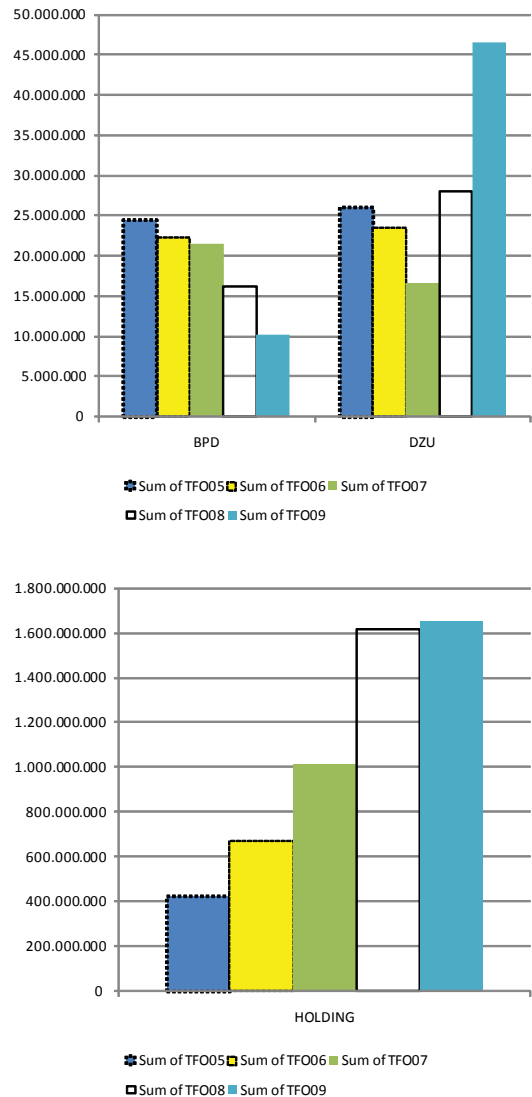


Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of KFO05 – seštevek kratkoročnih finančnih obveznosti na dan 31. 12. 2005.

holdingov – HOLDING). Sredstva so se v letu 2008 glede na predhodno leto precej znižala (na ravni 40 odstotkov) pri BPH in DZU, manj pa holdingom, kar je predvsem posledica sestave naložb, namena držanja in delno tudi načina vrednotenja (netržne naložbe so bolj toge glede prilagajanja vrednosti) – prilagoditi jih je mogoče

Slika 13: Gibanje celotnih finančnih obveznosti BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)



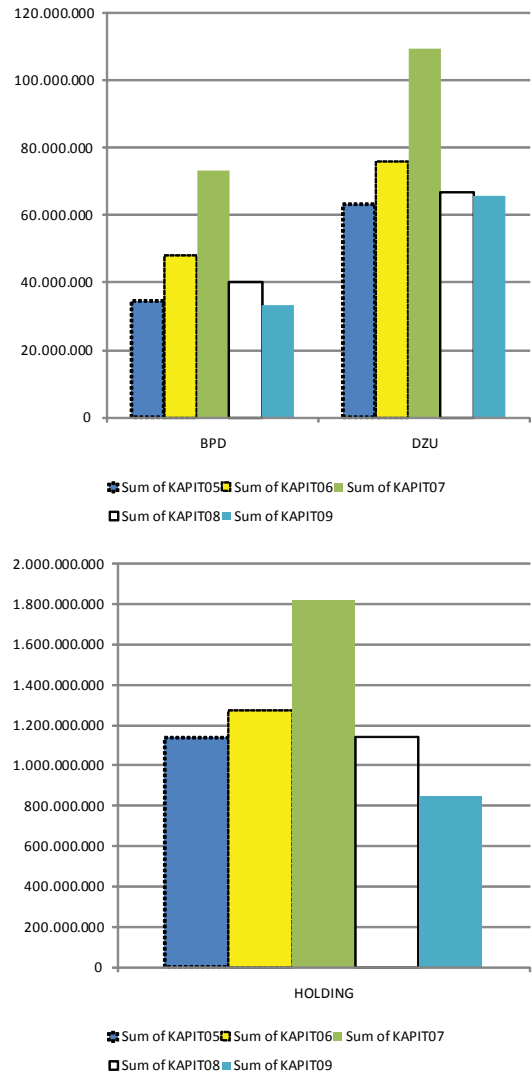
Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of TFO05 – seštevek celotnih finančnih obveznosti na dan 31. 12. 2005.

pozneje. Trend se je pri borznoposredniških družbah in holdingih v letu 2009 nadaljeval.

Iz slike 9 in 10 je razvidna sestava naložb. Jasno je videti, da BPH svoje naložbe večinoma razvrščajo v kategorijo kratkoročnih naložb, ravno tako holdingi, DZU pa imajo več naložb razvrščenih v kategorijo dolgoročnih naložb. BPH so na koncu leta 2008 prikazale za 41 odstotkov manjšo vrednost kratkoročnih naložb kot preteklo leto, holdingi pa za tretjino. V letu 2009 se je trend nadaljeval, zanimivo pa je, da so imele razmeroma več kratkoročnih naložb družbe za upravljanje.

Slika 14: Gibanje lastniškega kapitala BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)

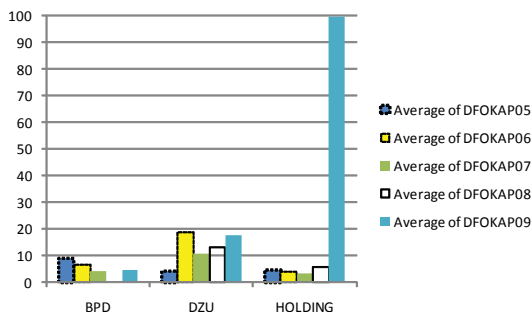


Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of KAPIT05 – seštevek kapitala na dan 31. 12. 2005.

Slike 11 - 17 vsebujejo dinamiko zadolževanja BPH, DZU in holdingov. Vidimo, da so se predvsem holdingi (čeprav niso vsi enako zadolženi – glej tabelo 9) precej zadolževali. Če vemo, da so prihodki odvisni od vrednosti naložb v njihovih portfeljih, ki v krizi večinoma strmo padajo, si lahko predstavljamo razsežnost problema prezadolženosti. Holdingi so letno povečali obseg zadolžitve za 50 do 60 odstotkov glede na stanje dolga iz preteklega leta, aranžmaji pa so bili skoraj izključno kratkoročni. Zadolženost je leta 2008 presegla 120 odstotkov njihovega kapitala, leta 2009 pa celo dosegla 300 odstotkov. Kapital se je vsem trem skupinam finančnih posrednikov v krizi v povprečju približno prepolovil (glej sliko 14). Nepričakovano so svojo zadolženost v letu 2009 povečale družbe za upravljanje, in sicer od 40 do 100 odstotkov kapitala (glej sliko 17).

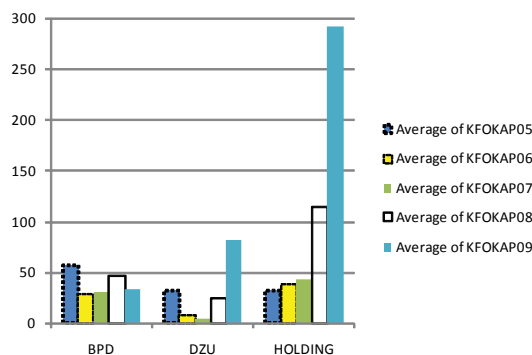
Slika 15: Gibanje deleža dolgoročnih finančnih obveznosti v kapitalu; BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v odstotkih)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of DFOKAP05 – povprečje deleža dolgoročnih finančnih obveznosti v kapitalu na dan 31. 12. 2005.

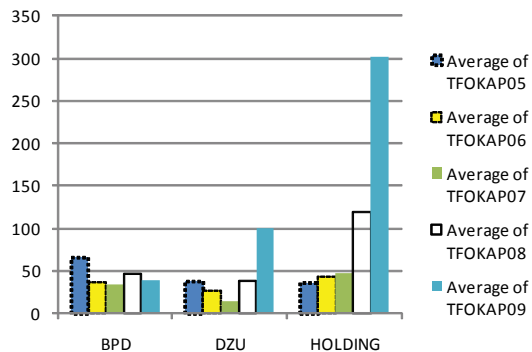
Slika 16: Gibanje deleža kratkoročnih finančnih obveznosti v kapitalu; BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v odstotkih)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of KFOKAP05 – povprečje deleža kratkoročnih finančnih obveznosti v kapitalu na dan 31. 12. 2005.

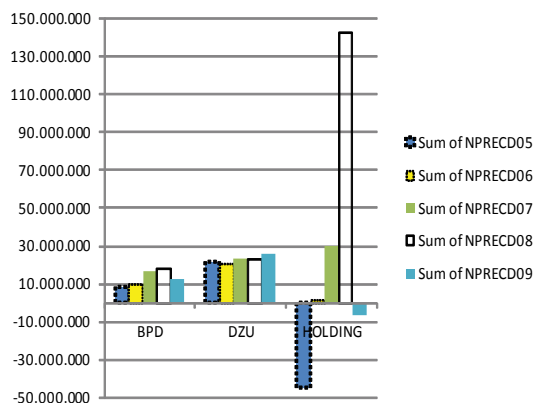
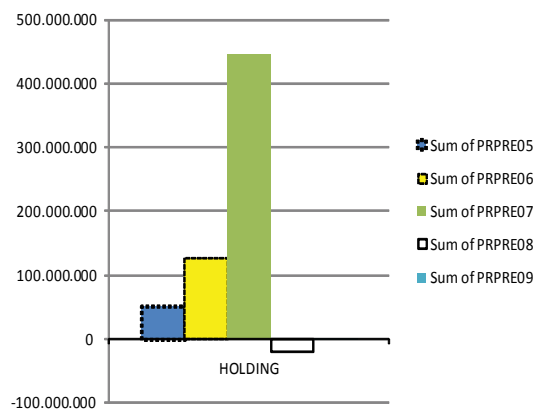
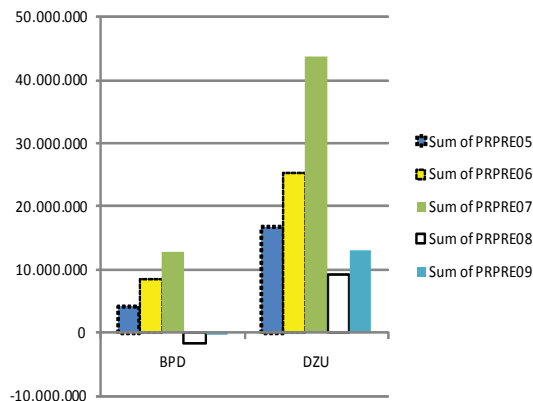
Slika 17: Gibanje deleža celotnih finančnih obveznosti v kapitalu; BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v odstotkih)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of TFOKAP05 – povprečje deleža celotnih finančnih obveznosti v kapitalu na dan 31. 12. 2005.

Slika 18: Gibanje presežka iz prevrednotenja in prenesenega čistega dobička BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)

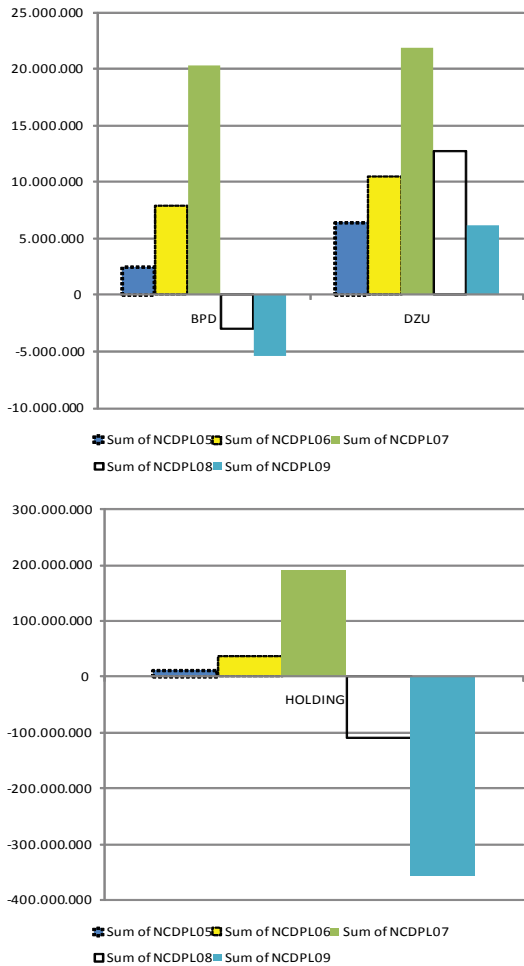


Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of PRPRE05 – seštevek presežka iz prevrednotenja na dan 31. 12. 2005; Sum of NPRED05 – seštevek prenesenega dobička preteklih let na dan 31. 12. 2005.

Slika 18 osvetljuje dejstvo, da so v letu 2008 vse obravnavane finančne institucije izničile presežek iz prevrednotenja finančnih instrumentov, ob koncu leta 2009 ga je glede na predkrizno leto 2007 približno petina ostalo le družbam za upravljanje. Zmanjšanje je bilo v absolutni zneskih največje pri holdingih, in sicer za

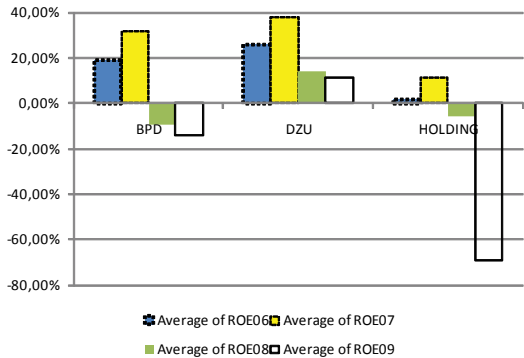
Slika 19: Gibanje neto čistega dobička poslovnega leta BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of NCDPL05 – seštevek neto čistega dobička poslovnega leta na dan 31. 12. 2005

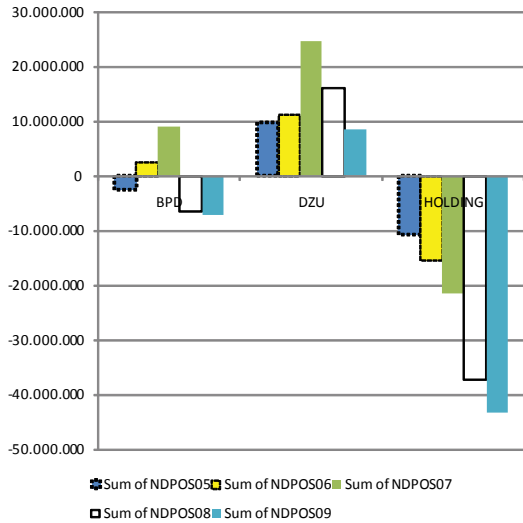
Slika 20: Gibanje povprečne donosnosti lastniškega kapitala BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2006–2009



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of ROE06 – povprečna donosnost lastniškega kapitala na dan 31. 12. 2006.

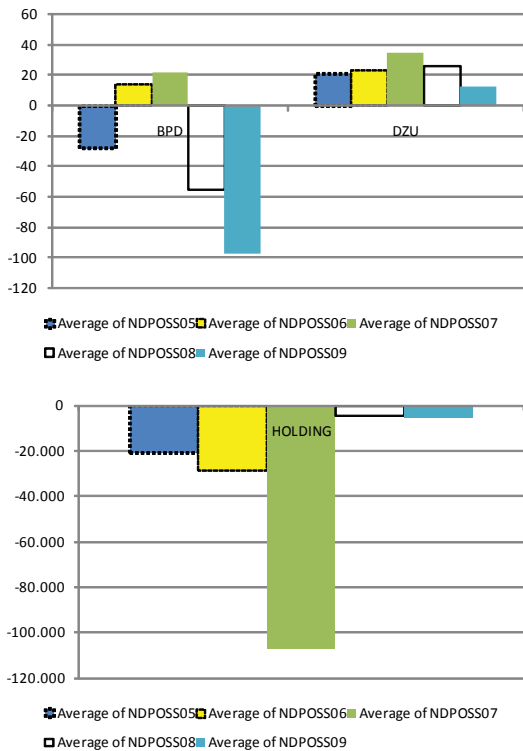
Slika 21: Gibanje neto dobička iz poslovanja BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of NDPOS05 – seštevek neto dobička poslovanja na dan 31. 12. 2005

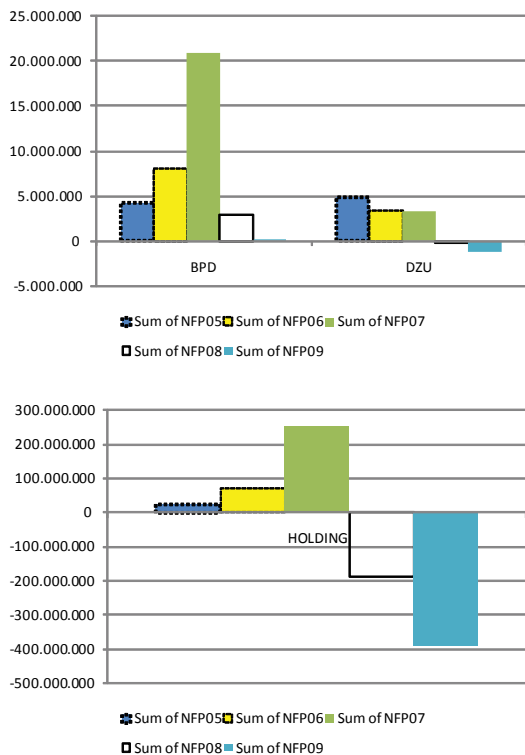
Slika 22: Gibanje deleža neto dobička iz poslovanja v prihodkih BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v odstotkih)



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of NDPOSS05 – povprečni delež neto dobička iz poslovanja v prihodkih na dan 31. 12. 2005.

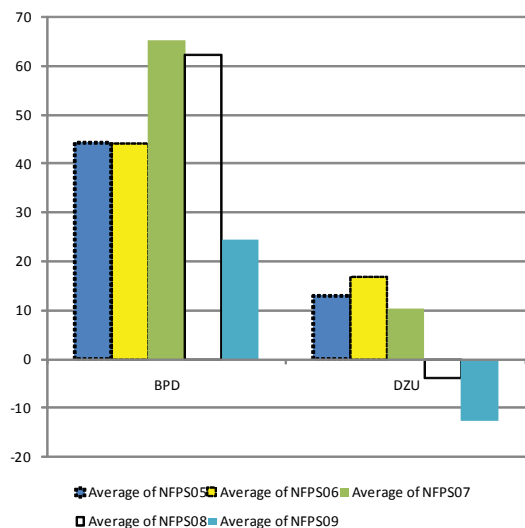
Slika 23: **Gibanje neto dobička iz financiranja BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009**



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of NFP05 – seštevek neto dobička iz financiranja na dan 31. 12. 2005.

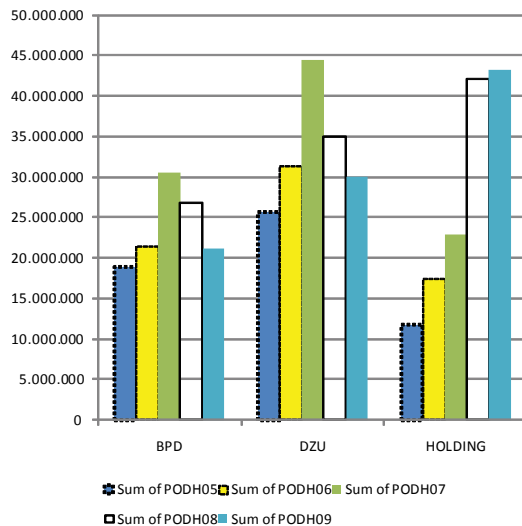
Slika 24: **Gibanje deleža neto dobička iz financiranja v prihodkih BPH in DZU v obdobju 2005–2009 (v odstotkih)**



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Average of NDPOSS05 – povprečni delež neto dobička iz financiranja v prihodkih na dan 31. 12. 2005.

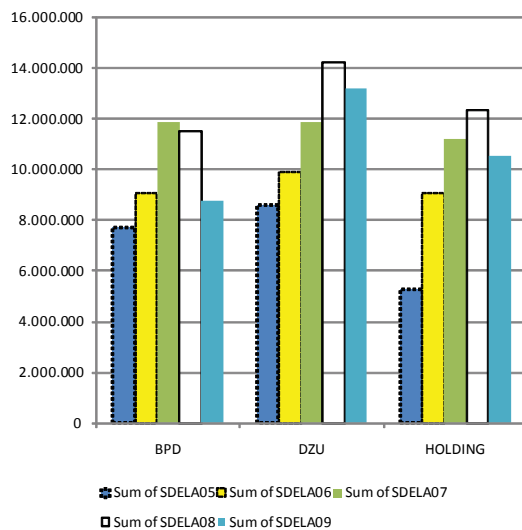
Slika 25: **Gibanje odhodkov iz poslovanja BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)**



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of PODH05 – seštevek poslovnih odhodkov na dan 31. 12. 2005.

Slika 26: **Gibanje stroškov dela BPH, DZU in finančnih holdingov v obdobju 2005–2009 (v EUR)**



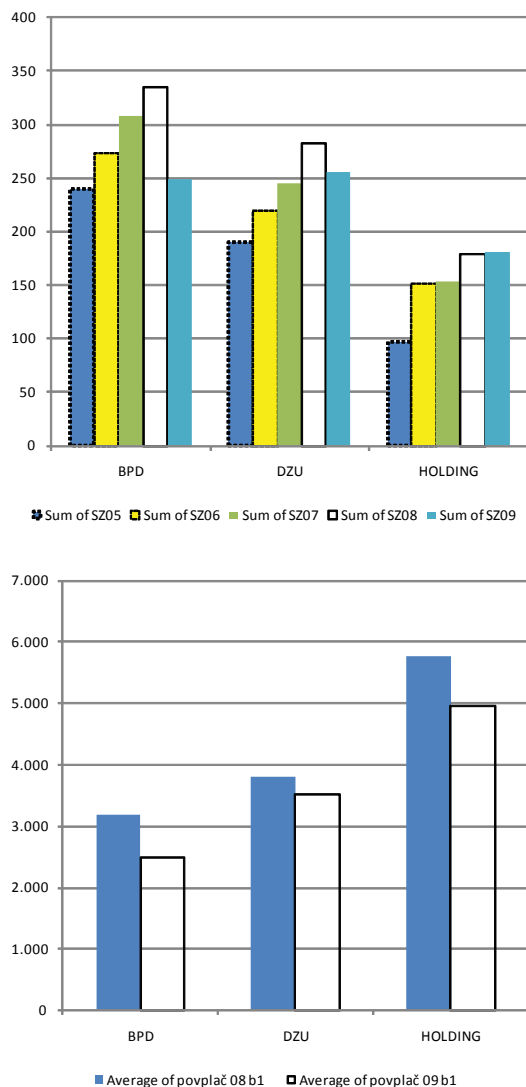
Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of SDELA05 – seštevek stroškov dela na dan 31. 12. 2005.

približno 450 mio. EUR. Prenesene dobičke preteklih let so v celoti izničili holdingi, pri borznoposredniških hišah so se občutno zmanjšali, družbam za upravljanje pa celo nekoliko narasli.

To je posledica tega, da so v kriznem letu 2008 od obravnavanih institucij samo DZU končale leto s čistim dobičkom, in sicer na ravni 18,7 mio. EUR (leto prej

Slika 27: Gibanje števila zaposlenih v BPH, DZU in finančnih holdingih v obdobju 2005–2009 in prilaganje plač v letu 2009



Vir: AJPES, lastni izračuni.

Opomba: Sum of PSZ05 – seštevek števila zaposlenih na dan 31. 12. 2005; Average of povplač 08 b1 – povprečje bruto plač brez prispevkov delodajalca.

26,6 mio. EUR), največjo izgubo pa so imeli holdingi, in sicer 108 mio. EUR (leto prej pa so imeli 191 mio. EUR izkazanega dobička). V letu 2009 so ravno tako dobiček na ravni 25 odstotkov predkriznih dobičkov (6 mio. EUR) ohranile le družbe za upravljanje, borznoposredniške hiše in holdingi pa so ponovno imeli izgube – BPH v skupni višini 5 mio. EUR in holdingi v višini 350 mio. EUR. Donosnost lastniškega kapitala je bila v letu 2008 pri DZU 13,6 odstotka, holdingih –5 odstotkov in BPH –8,3 odstotka (v letu 2007 pa 35,8, 11,4 in 31,5 odstotka). V letu 2009 je bila donosnost lastniškega kapitala naslednja: pri družbah za upravljanje 11,3-odstotna, pri

BPD –13,8-odstotna in pri holdingih –69,3-odstotna – glej slike 18, 19, in 20.

Pri finančnih institucijah je seveda zelo pomembno čisti dobiček razbiti na dva dela, in sicer na dobiček iz poslovanja in na del, ki vsebuje finančne prihodke in odhodke. Primerjava pokaže, da edino pri DZU čisti dobiček temelji na dobičku iz poslovanja, pri BPH in holdingih pa je močno odvisen od finančnega dela izkaza poslovnega izida. Tako je dobiček iz poslovanja v letu 2008 pri DZU znašal 18,8 mio. EUR, pri BPD pa izguba 6,7 mio. EUR (ta je za 3 mio. EUR večja kot čisti dobiček), kar je pomenilo 55 odstotkov čistih prihodkov (glej sliko 22). Izguba iz poslovanja je pri holdingih znašala 37,2 mio. EUR (razliko do 108 mio. pa je pomenil finančni del). V letu 2009 so borznoposredniške družbe in holdingi dosegli podoben rezultat iz poslovanja, družbe za upravljanje pa so glede na leto prej dosegle približno polovico polovičnega dobička iz poslovanja, in sicer 8,6 mio. EUR (glej sliko 21).

Pomemben mehanizem v krizi so ukrepi za nadzor nad stroški. Ti so pri vseh obravnavanih finančnih institucijah v obdobju 2005–07 precej hitro naraščali. Primerjava kriznega leta 2008 s konjunktornim letom 2007 pokaže, da so BPD in DZU odhodke iz poslovanja znižale na ravni približno 15 odstotkov, v letu 2009 pa še dodatno za pri približno enak odstotek. Holdingi pa so jih v letu 2008, zanimivo, celo podvojili, v letu 2009 pa so ostali na približno isti ravni. Stroške dela so razen BPD, ki so jih med letom znižale le nekoliko, DZU in holdingi povečali. Največ DZU, in sicer za približno 20 odstotkov. Glede na izkazano povečevanje števila zaposlenih v 2008 tudi v BPD lahko sklepamo, da so se zaposlenim v BPD znižale plače ali pa je prišlo do zaposlovanja manj strokovnega (administrativnega) kadra, torej do strukturnega premika (glej slike 25 – 27). V letu 2009 so DZU in BPD znižale stroške dela, in sicer za približno 15 odstotkov.

Priložnosti tržnih udeležencev za prihodnost

Prihodnost tržnih udeležencev bo po krizi zelo odvisna od njihove odzivnosti in inovativnosti v pristopih. Holdingi bodo morali najti mehanizme zagotovitve stabilnih virov financiranja in koncentracije premoženja v svojih bilancah. BPH bodo morale, če bodo želele biti uspešne, svojo dejavnost po eni strani usmeriti v posredništvo na tujih trgih (razvitih in v razvoju) s partnerskimi povezavami prek svojih podjetij hčera in predvsem okrepiti storitveni del poslovanja (izdaje finančnih instrumentov oziroma pridobivanje finančnih virov, svetovanje pri prevzemnih aktivnostih, zagotavljanje premostitvenega financiranja, svetovanje na področju strateškega pozicioniranja na trgu, davčno svetovanje, vrednotenje idr.). Poleg specializiranih investicijskih bank in oddelkov investicijskega bančništva univerzalnih bank imajo BPD namreč običajno v svetu ključno vlogo pri zagotavljanju financiranja podjetij

na primarnem trgu. Izjemnega pomena za njihovo uspešnost je poznavanje lokalnih predpisov, sodobne finančne teorije in prakse, poznavanje baze potencialnih strank in poslovnih partnerjev (*network*), temeljnih razvojnih vprašanj, s katerimi se podjetja ukvarjajo, in tudi lobistična moč nasproti zakonodajalcem oziroma regulatorjem. Slovenske BPD bi lahko na podlagi dobro zgrajenega poslovnega modela na domačem trgu svoj *know-how* prodajale na trgih jugovzhodne Evrope, za katere je značilen infrastrukturni razvojni zaostanek, poznavanje storitev tržnih udeležencev kapitala ter finančnih instrumentov med vlagatelji pa je še zelo v povojih, vendar ravno kot tak pomeni izjemen potencial rasti. V domeni BPD je tudi zagotavljanje elektronskega trgovanja posameznikom na domačem in tujih trgih, ki se je v zadnjem času med malimi vlagatelji na razvitih trgih izjemno razmahnilo.

Priiložnosti za DZU so velike, še posebej če se v Sloveniji vzpostavi sistem dodatnega pokojninskega varčevanja, ki bo v celoti prepoznaval pokojninski sistem kot sistem varčevanja za starost, katerega premoženje je treba učinkovito in profesionalno upravljati. Glede na razvojni zaostanek, lahko pričakujemo, da se lahko sredstva v upravljanju v srednjeročnem obdobju (na primer petih do sedmih let) potrojijo ali celo popeterijo. Za DZU ravno tako velik potencial pomeni širitev proti jugovzhodni Evropi, v kateri je razvojni zaostanek še bistveno večji kot na domačem trgu, po drugi strani pa gre za večje trge in

pozitivno zaznavanje profesionalnosti. Konec koncev je priložnost, ki je ni izkoristila še nobena slovenska DZU, tudi trženje njihovih skladov po načelu potnega lista (notifikacije po direktivi UCITS) v drugih 26 državah EU.

Poslovanje bank

Ob koncu leta 2009 je v Sloveniji delovalo 19 bank, 3 hranilnice in 3 podružnice tujih bank. V primerjavi s prejšnjim letom se je v letu 2008 število kreditnih institucij zmanjšalo za 3 (konsolidacija skupine NLB), v letu 2009 pa povečalo za eno. Kot novoustanovljena banka je namreč marca 2009 začela delovati KD banka. V letu 2008 je Banka Slovenije prejela 66 notifikacij za neposredno opravljanje storitev, skupaj pa je bilo konec leta 2009 takih notifikacij 284 (večina iz Avstrije, Velike Britanije in Nemčije). Banke so v Sloveniji prevladujoč finančni posrednik in zaposlujejo približno dvanajst tisoč ljudi. Njihova bilančna vsota je konec leta 2008 znašala 47,5 mlrd. EUR, konec leta 2009 pa 51,4 mlrd. EUR (hranilnic pa 320 mio. EUR in 397 mio. EUR), kar je 147,4 odstotka BDP. Rast bilančne vsote je bila v letu 2008 zmanjšana na 12,2 odstotka, v letu pa zaradi rasti bilančne vsote (predvsem posledica državne SID banke, ki je prevzela vlogo zadolževanja na mednarodnih trgih z jamstvom države in kreditiranja bank in gospodarstva ter ji je bilančna vsota prirasla za 45 odstotkov) in zmanjšanja BDP močno povečana (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009 in 2010).

Tabela 10: **Finančni računi denarnega sektorja v obdobju 2003–2009-II**

Denarne finančne institucije								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	II-2009	Kumulativna rast 2003-II09
Naložbe								
Vrednostni papirji razen delnic	11,9	12,4	13,5	11,7	10,9	10,9	11,6	
-rast	-	4,20%	8,87%	-13,33%	-6,84%	0,00%	6,42%	-2,52%
Posojila	11,6	13,5	16,9	21,4	30,2	36,2	37,0	
-rast	-	16,38%	25,19%	26,63%	41,12%	19,87%	2,21%	218,97%
Od tega kratkoročna	4,2	4,3	5,3	6,8	9,5	12,1	n.p.	
Delež kratkoročnih	36,21%	31,85%	31,36%	31,78%	31,46%	33,43%	n.p.	
Obveznosti								
Gotovina in vloge	16,7	18,9	21,4	24,1	30,6	34,3	36,1	
-rast	-	13,17%	13,23%	12,62%	26,97%	12,09%	5,25%	116,17%
Posojila	2,8	3,5	5,8	7,5	10,7	12,5	11,8	
-rast	-	25,00%	65,71%	29,31%	42,67%	16,82%	-5,60%	321,43%
Razmerje vloge/posojila	6,0	5,4	3,7	3,2	2,9	2,7	3,1	
Delež najetih posojil v danih posojilih	24,14%	25,93%	34,32%	35,05%	35,43%	34,53%	31,89%	

Vir: Bilten, Banka Slovenije, 2010.

Tabela 11: **Finančni računi nefinančnih družb v obdobju 2003–2009-II**

Nefinančne družbe								Kumulativna rast 2003-II09
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	II-2009	
Naložbe								
Druge terjatve	10,8	10,8	12,6	14,3	16,5	17,3	16,6	
-rast	-	0,00%	16,67%	13,49%	15,38%	4,85%	-4,05%	53,70%
Delnice	5,8	5,8	7,1	8	11,3	8,5	8,3	
Dруг lastniški kapital	6,3	6,6	7	7,4	8,1	9,8	10,2	
Delnice in drug lastniški kapital	12,1	12,4	14,1	15,4	19,4	18,3	18,5	
-rast	-	2,48%	13,71%	9,22%	25,97%	-5,67%	1,09%	52,89%
Obveznosti								
Posojila	13,5	15,6	18,5	20,9	27,4	33,2	33,8	
-rast	-	15,56%	18,59%	12,97%	31,10%	21,17%	1,81%	150,37%
Delnice in	14,5	16,4	16,8	20,7	27,4	16,5	17	
Dруг lastniški kapital	13,5	13,7	14,6	14,9	16	19,3	19,8	
Delnice in drug lastniški kapital	28	30,1	31,4	35,6	43,4	35,8	36,8	
-rast	-	7,50%	4,32%	13,38%	21,91%	-17,51%	2,79%	31,43%
Delež posojil v kapitalu	48,21%	51,83%	58,92%	58,71%	63,13%	92,74%	91,85%	

Vir: Bilten, Banka Slovenije, 2010.

Z razvojem krize je proti koncu leta 2008 v ospredje prišlo zaostrovanje likvidnostnih težav v podjetjih. Začele so se povečevati zamude pri plačilih obveznosti do bank. V zadnjem četrtletju 2008 so se zamude podjetij skoraj podvojile, ravno tako tudi delež zamud v celotni razvrščenih aktivih do podjetij. Ta je v treh zadnjih

mesecih leta 2008 narasel s 6,6 odstotka na 12,8 odstotka, februarja leta 2010 pa je znašal 13,7 odstotka. Izrazito (za 73 odstotkov) so se do konca februarja 2010 glede na konec leta 2008 povečale zamude nad 90 dni, ki so februarja letos znašale že 5,7 odstotka razvrščenih terjatev. Povpraševanje podjetij po posojilih se je v drugi polovici leta 2008 skoraj umirilo. Na nespremenjeni

Tabela 12: **Finančni vzvodi po panogah (v odstotkih)**

	2007	2008	2009	Medl. Rast (%)	
				2008/07	2009/08
Prihodki od obresti	1.954	2.615	2.095	34	-19,9
Odhodki od obresti	1.138	1.671	1.162	47	-30,5
Čiste obresti	816	944	932	16	-1,3
Neobrestni prihodki	617	415	493	-33	18,8
Bruto dohodek	1.433	1.360	1.425	-5	4,8
Operativni stroški	756	776	765	3	-1,4
Neto oslabitve in rezervacije	132	168	500	27	197,6
Dobiček pred obdavčenjem	514	306	161	-40	-47,4

Vir: Poslovanje bank v tekočem letu, 2009 in 2010.

ravni sta ga ohranjali predvsem povpraševanje po finančnih virih, namenjenih financiranju obratnega kapitala, in povpraševanje po posojilih, namenjenih prestrukturiranju dolga. Banke so v celotnem letu zaostrovale kreditne standarde, v drugi polovici leta 2008 tudi zaradi oteženega dostopa do virov financiranja ter tveganj, povezanih z zavarovanjem terjatev. Do tujine so se banke v letu 2009 razdolžile za 3,2 mlrd. EUR, prestrukturiranje virov pa temeljile na pridobljenih vlogah države in izdajah obveznic z državnim jamstvom v višini 2 mlrd. EUR (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009 in 2010).

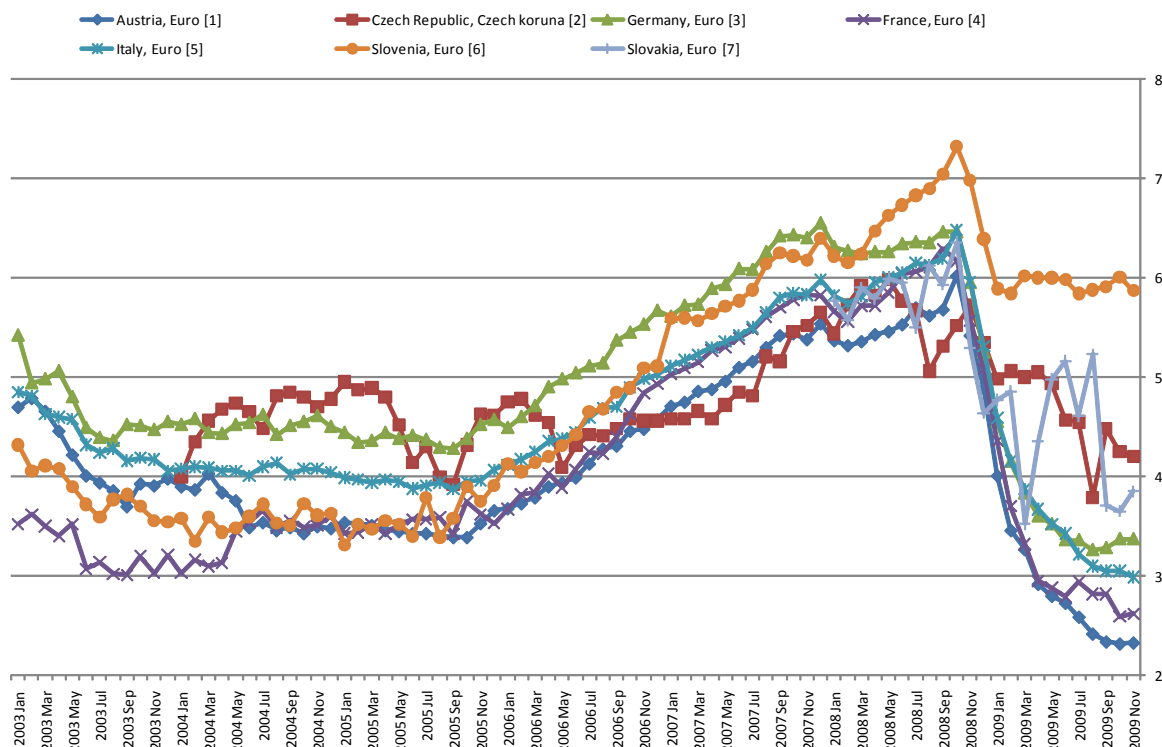
Strukturna značilnost bančnega sektorja v zadnjih letih je bila izdatno naslanjanje na tuje finančne trge pri zagotavljanju virov financiranja. Tako se je delež obveznosti bank do tujine (v celotni bilančni vsoti) med letoma 2005 in 2008 povečal za 7 odstotnih točk (s 26,9 na 33,7 odstotka bilančne vsote), delež obveznosti do prebivalstva (iz naslova vlog prebivalstva) pa približno za isti odstotek zmanjšal. To je seveda banke izpostavilo tveganju v zvezi z obnavljanjem teh virov (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009). Ta strukturni premik pri financiranju se jasno vidi tudi iz finančnih računov. Pregled vrednosti sredstev in obveznosti denarnega sektorja namreč kaže, da je ta v obdobju od leta 2003 do konca drugega četrtertletja leta 2009 dosegel rast posojil za slabih 9 milijard oziroma 219 odstotkov (v letu 2007 je rast dosegla visokih 41 odstotkov), rast gotovine

in vlog med obveznostih pa 116 odstotkov (največja rast je bila ravno tako dosežena v letu 2007, vendar je znašala dobrih 14 odstotkov manj kot rast posojil med naložbami). Razlika v dinamika je bila torej financirana z zadolževanjem na tujih finančnih trgih. To je v obdobju od leta 2003 do konca drugega četrtertletja 2009 doseglo 321-odstotno rast. Veliki premik se je zgodil že leta 2005, ko se je ta oblika financiranja povečala za 2,3 milijarde EUR oziroma 65 odstotkov.

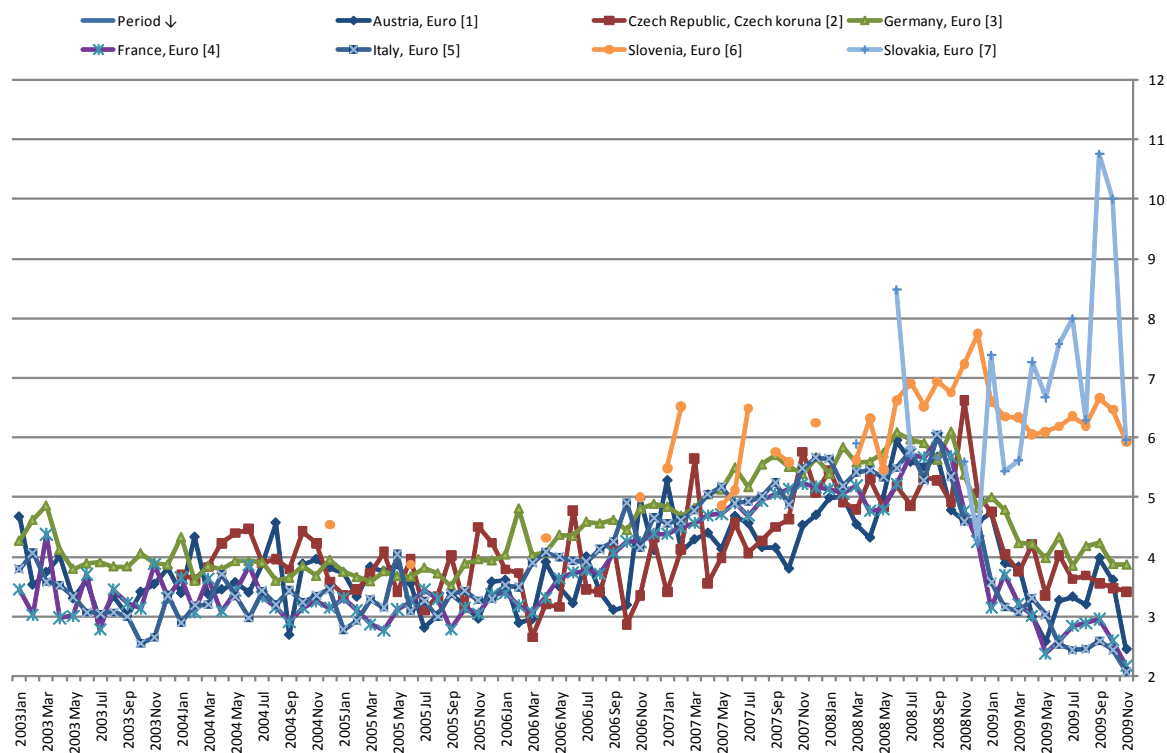
Če te zneske posojil primerjamo z zneski obveznosti iz posojil, ugotovimo, da je povečanje posojil aktivno vezano skoraj izključno na podjetja. Razmerje med letnimi prirasti v zneskih obveznosti podjetij iz posojil in letnimi prirasti odobrenih posojil denarnih institucij je zgolj v letu 2005 le 0,53, sicer pa povprečno znaša 0,88. Posojila so nefinančnim podjetjem kumulativno v navedenem obdobju prirasla za 150 odstotkov, njihov lastniški kapitala pa se je na primer povečal le za 31 odstotkov. Zanimiv je podatek, da so imela podjetja v istem obdobju tudi zgolj za 54 odstotkov povečane terjatve iz poslovanja.

Donosnost sredstev (ROA) in donosnost lastniškega kapitala (ROE) bank sta se v letu 2008 glede na leto 2007 prepolovili prvič, v letu 2009 pa še drugič. Tako je ROA v letu 2007 znašal 1,4 odstotka, v letu 2008 0,68 odstotka, leta 2009 pa le še 0,32 odstotka. ROE pa se je z ravni

Slika 28: **Gibanje obrestnih mer za posojila (do 1 leto, do 1 mio. EUR) v obdobju jan. 2003–nov. 2009 (v odstotkih)**



Slika 29: **Gibanje obrestnih mer za posojila (nad 1 leto do 5 let, nad 1 mio. EUR) v obdobju jan. 2003–nov. 2009 (v odstotkih)**



Vir: Statistical Data Warehouse – ECB, lastni prikaz.

16,3 odstotka v letu 2007 znižal na 8,14 odstotka, leta 2009 pa znašal le še 3,85 odstotka. Prihodki od obresti so se na medletni ravni ob koncu leta 2009 znižali za 20 odstotkov, neto slabitve in rezervacije pa povečale za skoraj 200 odstotkov. Dobiček pred obdavčenjem se je tako v letu 2008 zmanjšal za 40 odstotkov, v letu 2009 pa še dodatno za 47 odstotkov. Za leto 2009 je ta znašal 161 mio. EUR (leta 2007 je znašal 514 mio. EUR) – glej tabelo 11 (Poslovanje bank v tekočem letu ..., 2009 in 2010).

Bančne marže so se postopno povečevale že v letu 2007 – predvsem v drugi polovici leta. V zadnjem četrtletju leta 2008 pa so se izrazito povečale. Nadaljnje zaostrovanje pogojev odobranja posojil (poviševanje neobrestnih stroškov, zmanjševanje obsega posojil, skrajševanje ročnosti in drugih pogodbenih določil) je bilo leta 2008 opaziti že v tretjem četrtletju predvsem v obliki povečane konservativnosti pri omejevanju obsega posojil in zahtevanem zavarovanju (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009). V teh gibanjih je bil slovenski bančni prostor zelo podoben gibanju v državah EU. Zanimivo pa je, da pa se obdobje obrata, ki je v državah EU napočilo v zadnjem četrtletju leta 2008, v Sloveniji ni zgodilo. Primerjava slovenskih posojilnih obrestnih mer nefinančnim podjetjem z obrestnimi merami v državah EU kaže, da se obrestne mere v Sloveniji niso znižale. V državah EU so banke od konca zadnjega četrtletja 2008

do konca leta 2009 obrestne mere znižale za približno 300 bazičnih točk, tako da približno taka ostaja tudi razlika v začetku leta 2010 med stroški dolžniškega kapitala za slovenska podjetja pri domačih bankah in stroški njihovih tekmecev iz EU (Statistical Data Warehouse – ECB, 2010). To velja za manjše aranžmaje krajših ročnosti (do 1 mio. EUR do enega leta) in za večje (nad 1 mio. EUR) ročnosti med enim in petimi leti (glej sliko 28 in 29).

Ob slabih rezultatih bank in nevarnosti nadaljnjih odpisov slabih plasmajev nekonkurenčni pogoji, ki trajajo že skoraj dve leti in pomenijo odlaganje začetka financiranja novih projektov podjetij, niso dobra popotnica za v prihodnje. Še posebej ne ob tem, da se na mednarodnih trgih kapitala v letu 2010 pričakuje izjemno povečan obseg izdaj dolžniških finančnih instrumentov, še zlasti tudi s strani držav.

Banke so pred napornim obdobjem, v katerem bodo morale prestrukturirati svoje poslovne modele. Treba bo spremeniti strukturo lastniškega kapitala, saj bodo banke v prihodnje potrebovale kakovostnejši (podrejen) kapital in ravno tako verjetno glede na regulatorne zahteve več kapitala. Njegova logika bo verjetno morala postati proticiklična. Dosedanja pravila Basel II so banke napačno spodbujala k procikličnosti glede kapitala.

Hkrati s tem bodo morale banke razdolžiti svoje bilance. Torej, povečano zanašanje na tuje finančne trge bodo morale uravnovešiti v razmerju z vlogami in depoziti. Da bodo to dosegle, se bodo morale približati ljudem in od njih zbirati več vlog in depozitov. To bo lažje, če bo makroekonomsko okolje razmeroma stabilno in bodo imeli ljudje presežke finančnih sredstev.

Po drugi strani pa bodo morale banke večji poudarek kot v preteklosti nameniti storitvenemu delu svojega poslovanja. Postale bi lahko večji spodbujevalec pridobivanja finančnih virov podjetij na trgu. Podjetjem bi namreč lahko pomagale pripravljati vse potrebno z javnim zbiranjem finančnih virov na trgu. Slovenska podjetja imajo razen zares redkih izjem dolg v obliki bančnega dolga in ga niso navajena pridobivati na trgu. S pojavom kreditnega krča so največja podjetja začela bolj razmišljati o tej možnosti, nekaj pa je že celo primerov izvedenih izdaj.

Banke imajo tudi priložnost resneje poseči po področju t. i. bančnega zavarovalništva (bankinsurrance) in uvajati mešane produkte zavarovanja in varčevanja ter zadolževanja. Verjetno bodo še naprej razvijale elektronske poti, razvijale storitve investicijskega bančništva (različno svetovanje, ki je v domeni investicijskih bank oziroma borznih hiš – glej razdelek Priloge tržnih udeležencev za prihodnost na strani 26), okrepile partnersko sodelovanje glede posredovanja pri nakupih/prodajah finančnih instrumentov na svetovnih trgih ter še naprej razvijale področja upravljanja premoženja v oddelkih osebnega oziroma zasebnega bančništva.

Zelo pomembno vprašanje za banke v trenutnih zaostrenih gospodarskih razmerah, ki jih spremlja omenjeno razdolževanje do tujine, in ob dejanskih prevelikih izpostavljenostih pa je tudi vprašanje upravljanja zaseženih naložb – to so ali veliki deleži, ki jih ni mogoče brez velikega negativnega vpliva na ceno prodati na organiziranem trgu, temveč le z zbiranjem ponudb, ali nepremičnine, od katerih levji delež zajemajo še nedokončane nepremičnine, pri katerih sta potrebni še finalizacija del in pridobitev nekaterih dovoljenj. Reševanje tega vprašanja bo ob pešanju kreditnega potenciala in slabšanju kreditnih ocen posameznikov, predvsem pa podjetij, naporno. Od inovativnosti bank bo odvisno, kakšni bodo izidi, potrebe po dodatnem kapitalu in potencial bank za kreditiranje gospodarstva. Če za banke v normalnih časih velja, da se preveč osredotočajo na zavarovanja in premalo presojuje poslovne modele posojiljemalcev, bo to osredotočenje v prihodnje premalo za uspešno poslovanje. Banke bodo morale namreč ocenjevati, ali se s prestrukturiranjem podjetij dolžnikov povečuje ali zmanjšuje verjetnost poplačila, ob tem pa jih omejuje zakonodaja, saj ne smejo imeti več kot 15 odstotkov glasovalnih pravic posameznega podjetja in kumulativno ne več lastniških deležev, kot znaša 60 odstotkov kapitala. Banke bodo z aktivno

vlogo morale pomagati podjetjem doseči podobno razdolževanje, tudi z odprodajo nekaterih naložb, kot ga morajo same opraviti v odnosu do tujih finančnih trgov. Zanimanje bank je tu očitno, saj če se to ne bo zgodilo, bančni kapital ne bo zadostoval, gospodarstvo pa ne bo dobivalo virov za poslovanje.

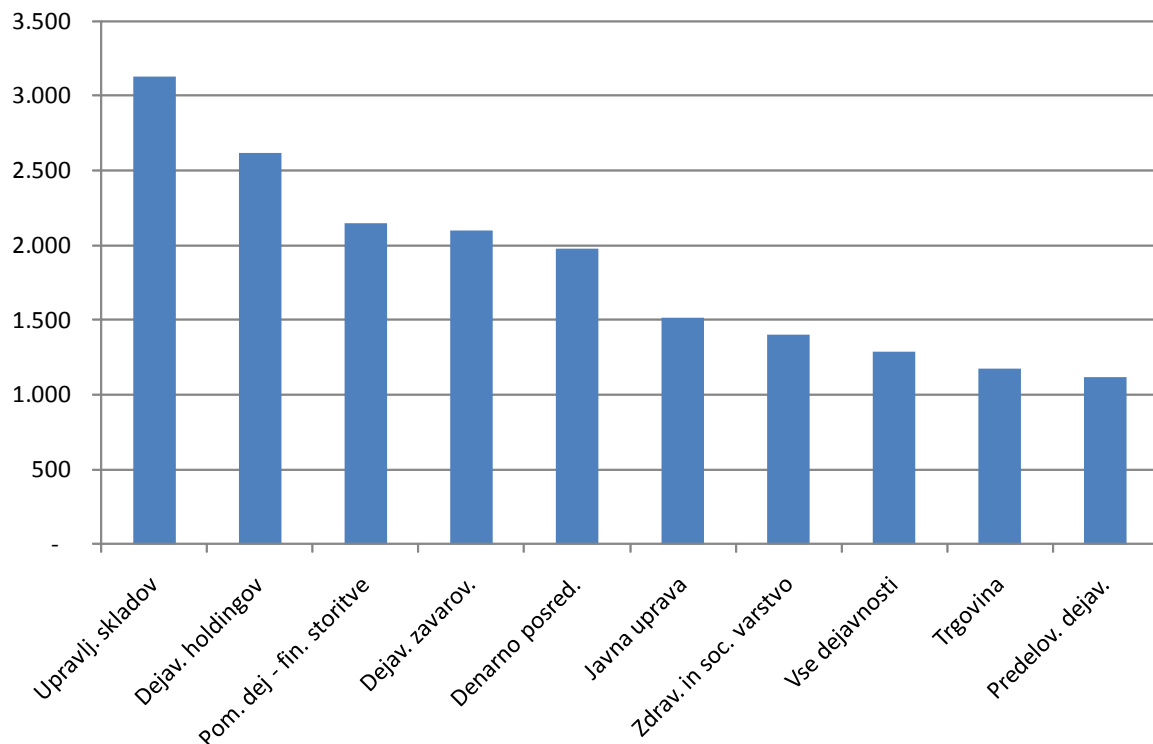
Največje tveganje za banke pa pomenijo holdingi. Terjatve bank do njih so sicer v letu 2009 znašale med 3,5 in 5,5 odstotka, vendar je v februarju že kar četrtnina teh komitentov zamujala s plačevanjem obveznosti bankam več kot 90 dni. Banke za to skupino komitentov niso oblikovale dovolj slabitev, in to kljub temu, da so tovrstne terjatve slabo zavarovane. Skrb vzbujajoč visok delež nezavarovanih terjatev do holdingov je bil pri terjatvah z daljšimi zamudami, pri katerih je bilo brez zavarovanja 60 odstotkov terjatev z zamudami nad 90 dni, pri manjših bankah pa celo 99 odstotkov. Prevladujoča oblika zavarovanj terjatev do holdingov so bile delnice in deleži, s katerimi je bilo pokritih le 12 odstotkov razvrščenih terjatev do holdingov, ter nepremičnine v višini 2,5 odstotka (Poročilo o finančni stabilnosti, 2010).

O internacionalizaciji slovenskih bank lahko ugotovimo, da so te v preteklih letih to področje zanemarjale. Pravo sliko pokaže šele primerjava našega bančnega sistema s sistemi sosednjih držav (npr. Avstrija, Italija). Ko pa se banke odpravljajo na tuje, je pomembno, da pri tem preveč ne izvažajo kapitala, saj ga v Sloveniji primanjkuje, ampak svoje storitve. To seveda pomeni, da se bodo morale banke ravno tako kot na domačem trgu približati ljudem. Od njih bo treba zbirati depozite, jim ponujati storitve in potem presežke usmerjati v produktivno uporabo na lokalnem trgu, ne pa vlagati lastnega kapitala in v tujini najetih navadno nestanovitnih virov v lokalne projekte. Banke lahko tudi na lokalnih trgih podjetjem veliko ponudijo, in sicer v obliki svetovanja podjetjem, ki si ravno tako kot drugi sektorji prizadevajo za zmanjšanje razvojnega zaostanka, ob tem pa jim primanjkuje know-howa.

Poslovanje zavarovalnic

Zavarovalniško področje v Sloveniji je visoko koncentrirano, saj največja zavarovalnica obvladuje približno 40 odstotkov celotnega trga (konec leta 2008 je njen delež znašal 39,4 odstotka). Delež štirih največjih zavarovalnic pa je konec leta 2008 presegel 78 odstotkov (Poročilo o stanju na področju zavarovalništva ..., 2009). Leto 2008 je bilo krizno tudi za zavarovalnice. Sicer so te realno zbrale za 0,8 odstotka več zavarovalnih premij (1.913 mio. EUR), vendar pa so ustvarile le 2,9 mio. EUR čistega dobička, kar je za 92,2 mio. EUR manj kot leta 2007. Pozavarovalnici sta celo imeli izgubo v višini 5,7 mio. EUR. To pomeni, da se je v Sloveniji znižal delež zbrane zavarovalne premije v BDP (t. i. penetracija zavarovanj), in sicer s 5,7 odstotka v letu 2007 na 5,2

Slika 30: Primerjava povprečnih mesečnih bruto plač za predkrizno leto 2007 med dejavnostmi



Vir: SURS, lastni izračuni.

Opomba: Izračunano iz povprečnih 12-mesečnih preteklih plač v januarju 2008.

odstotka. Negativne rasti in slabše rezultate pa so dosegale tudi zavarovalnice v drugih razvitih državah, še posebej v drugi polovici leta, ko so se premije naložbenih življenjskih zavarovanj zmanjšale za 5,3 odstotka. Države v razvoju, ki imajo večinoma veliko naravnih virov, katerih cene so se v letu 2008 izjemno povečale, pa so po drugi strani v letu 2008 dosegle rast nad 14 odstotkov tudi na naložbenem življenjskem delu (World Insurance, 2009).

Slovenske zavarovalnice so imele konec leta 2008 za 4.101 mio. EUR naložb celotnega premoženja, od tega 3.570 mio. EUR naložb kritnega premoženja, kar je 11 odstotkov BDP, pozavarovalnici pa 420 mio. EUR in 244 mio. EUR.

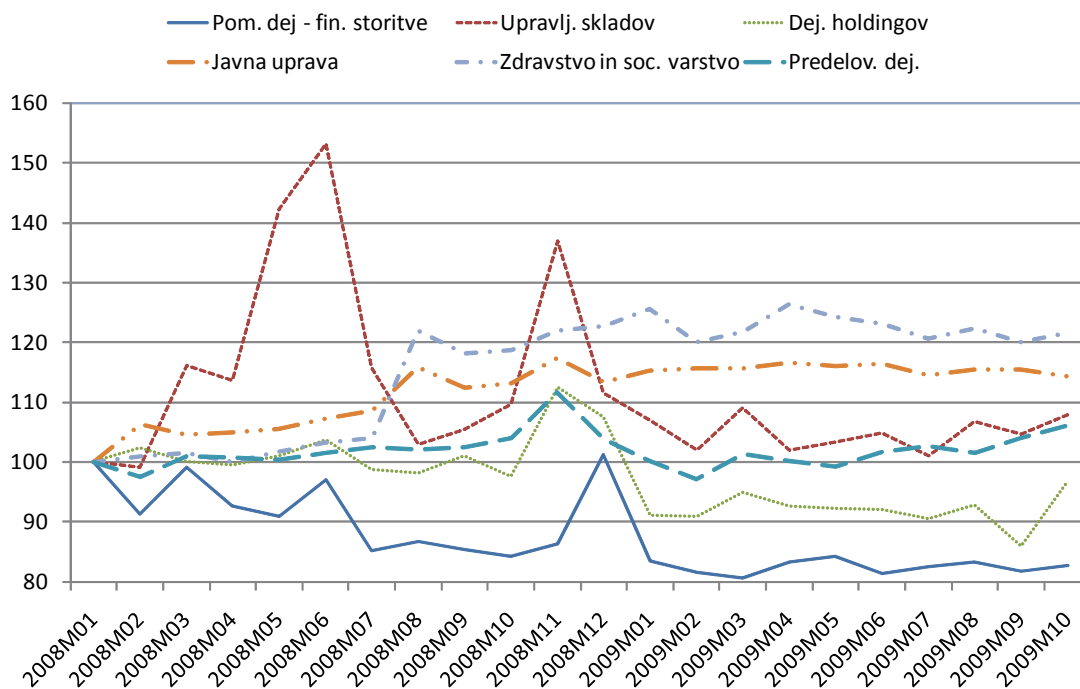
V Sloveniji na področju zavarovalništva glede na države EU in druge razvite države še vedno zaostajamo. Delež celotne zbrane premije zavarovalnic v Sloveniji je namreč v letu 2007 znašal precej manj (5,7 odstotka) kot v državah EU, v katerih je delež presegel 9 odstotkov BDP (Poročilo o stanju na področju zavarovalništva ..., 2009). Tudi v ZDA, Kanadi, Avstraliji in na Japonskem se deleži gibljejo na podobnih ravneh kot povprečje držav EU.⁶

⁶ZDA 8,6 odstotka, Kanada 7,0 odstotka, Avstralija 7,2 odstotka in Japonska 9,8 odstotka.

Podobne razlike so tudi glede na gostoto zavarovanj (tj. zbrana premija na prebivalca). Ta je v Sloveniji ob koncu leta 2008 znašala 1.463 USD, na primer v ZDA, Kanadi, Avstraliji in na Japonskem znašajo 4.075, 3.132, 3.367 in 3.795 USD. Še bolj Slovenija zaostaja pri življenjskih zavarovanjih. Odstotek zbrane premije življenjskih zavarovanj v BDP je v Sloveniji znašal 1,4 odstotka BDP, povprečje za vseh 27 držav EU v letu 2007 pa je znašalo 5,6 odstotka (štirikratnik). Zbrana premija se je letu 2008 povečala za 4,1 odstotka in dosegla 27,9 odstotka celotne zbrane premije. V državah EU je leta 2007 odstotek znašal 63,3 odstotka (Poročilo o stanju na področju zavarovalništva ..., 2009). Gostota življenjskih zavarovanj je v Sloveniji ob koncu leta 2008 znašala 466 USD, v zgoraj primerjanih državah pa 1.902, 1.398, 2.026 in 2.986.

Zaradi naraščanja dohodka prebivalcev in s tem tudi razpoložljivega dohodka, razvoja bančnega zavarovalništva, večje stopnje ozaveščenosti prebivalstva o potrebah po zavarovanju za preskrbljanje otrok in tudi za varčevanje za starost lahko pričakujemo dinamično rast zavarovalnega področja, še posebej razvoj področja življenjskega zavarovanja. Tako bi lahko Slovenija ob predpostavki, da bi na primer v sedmih letih zmanjšala zaostanek za razvitimi državami do polovice, zbrano letno

Slika 31: Dinamika mesečnih bruto plač za leti 2008 in 2009 med dejavnostmi (nedenarni posredniki)



Vir: SURS, lastni izračuni.

premijo življenjskih zavarovanj, ki pomeni potencialno povpraševanje po finančnih instrumentih na trgu in je v letu 2008 znašala 535 milijonov EUR, povečala za letno realno razliko med 350 in 850 milijoni EUR.⁷

Poslovanje pokojninskih skladov

Dejavnost pokojninskega varčevanja je v Sloveniji razdeljena med vzajemne pokojninske sklade (6), zavarovalnice in pokojninske družbe (3). Prvi so pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev, zavarovalnice in pokojninske družbe pa pod nadzorom Agencije za zavarovalni nadzor.

Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov so v letu 2008 zbrali 102,0 mio. EUR vplačil in upravljali 482 mio. EUR sredstev, v letu 2009 pa 106 mio. EUR vplačil in upravljali 646 mio. EUR sredstev. Vključenih je bilo 238.811 članov v letu 2008 in 246.767 članov v letu 2009. V letu 2007 so zbrali 95,1 mio. EUR vplačil, upravljali 437 mio. EUR sredstev in imeli vključenih 230.912 članov (Poročilo o stanju in razmerah na trgu FI, 2009 in 2010). Pokojninske družbe so v letu 2008 zbrale 80,8 mio. EUR premij, upravljale 483,9 mio. EUR sredstev in

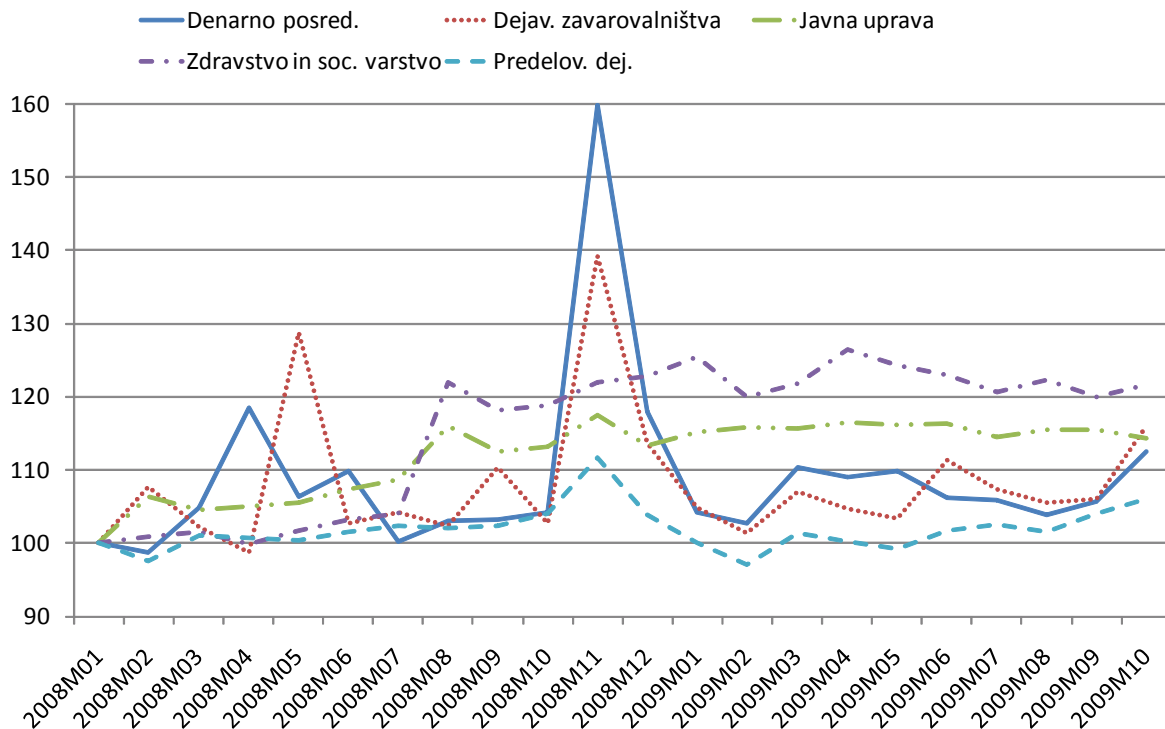
imale vključenih 150.251 zavarovancev. Leto prej so zbrale 78,3 mio. EUR premij, upravljale 422,7 mio. EUR 142.658 zavarovancev (Poročilo o stanju na področju zavarovalništva ..., 2009).

Posledica razdrobljenega nadzora je neenotnost finančnih produktov, različna obravnava na številnih področjih (vrednotenje naložb, obveščanje članov, razmejevanje vplačil premij) in neenotne statistike ter s tem precejšnja nepreglednost. Razvoju tega dela finančnega sistema je v prihodnje treba nameniti veliko pozornosti, saj je potrebna resna preobrazba, da bi lahko z njim dosegli nadomeščanje izpada pokojnin iz obveznega pretočnega pokojninskega stebla v okviru ZPIZ. Dosedanja ureditev obigatorne zajamčene donosnosti je preživeta in jo je treba nadgraditi.⁸ Treba bo uvesti prilagodljivejše naložbene politike, da bodo posamezniki v teh oblikah videli konkurenčni finančni produkt, namenjen varčevanju za starost, po drugi strani pa bi tako spodbujali trg kapitala. Z akumuliranimi sredstvi bi namreč pokojninski skladi ustvarjali povpraševanje po finančnih instrumentih (podjetniških obveznicah in delnicah) na trgu kapitala in s tem pripomogli k alokacijski učinkovitosti, zmanjševanju stroškov kapitala in s tem k višji gospodarski rasti.

⁷Prva ocena je narejena na podlagi elastičnosti koeficienta penetracije zavarovanj (2,5) in predpostavljene gospodarske rasti 3 odstotke letno, druga pa na podlagi zmanjšanja zaostanka, merjenega s penetracijo in gostoto glede na primerjane države.

⁸Čeprav je ta postavljena zelo nizko (40 odstotkov donosnosti do dospelja dolgoročnih obveznic RS), donosnosti niso bile kaj dosti višje, največji sklad pa je imel celo vrednost premoženja višjo od predpisane zajamčene, zaradi česar mu je nadzornik naložil nepovratno zagotovitev dodatnih lastnih sredstev.

Slika 32: Dinamika mesečnih bruto plač za leti 2008 in 2009 med dejavnostmi (banke in zavarovalnice)



Vir: SURS, lastni izračuni.

Pri pokojninskem varčevanju bi bilo treba davčno spodbuditi individualno varčevanje in ga ustrezno produktno podpreti. Kaže se jasna potreba po vzpostavitvi robustnega pokojninskega registra, ki bi omogočal spremljanje višine tekočih vplačil po različnih finančnih produktih in pokojninskih načrtih, v katere je lahko posameznih vključen (individualnih in kolektivnih), donosnosti posameznih oblik, prenosov in oblik upravičenj na podlagi pokojninskega varčevanja.

Če bo vzpostavljen smiselni sistem, lahko pokojninsko varčevanje v razmeroma kratkem obdobju zagotovi prepotrebno ponudbo finančnih prihrankov oziroma povpraševanje po finančnih instrumentih. Če na primer predpostavimo, da bi se v dodatni pokojninski sistem prililo 3 odstotke bruto plač (celotnih pokojninskih prispevkov v ZPIZ je trenutno za 24,35 odstotka bruto plače), bi se v sistemu v sedmih letih akumuliralo približno 4 milijarde EUR sredstev oziroma približno 10 odstotkov BDP.

Plače v finančnih dejavnostih

Plače v finančnih dejavnostih so po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (SURS) precej višje kot plače v drugih dejavnostih oziroma od državnega povprečja, kar govori o razmeroma kakovostnih delovnih mestih v finančnih dejavnostih. Če primerjamo podatke za predkrizno leto 2007 (povprečna plača za preteklih

dvanajst mesecev, merjena v januarju 2008), vidimo, da so plače najvišje v dejavnosti upravljanja skladov. Povprečna bruto plača je v omenjenem obdobju za to dejavnost znašala 3.129 EUR, kar je 142 odstotkov več glede na povprečno plačo v vseh dejavnostih, ki je v istem obdobju znašala 1.291 EUR. Tudi druge finančne dejavnosti so razvrščene tik za dejavnostjo upravljanja skladov. Plače v dejavnosti holdingov so bile od državnega povprečja višje za 102 odstotka, sledile so plače v pomožnih dejavnostih v finančnih storitvah, ki so bile od povprečja višje za 66 odstotkov, plače dejavnosti zavarovalništva (63 odstotkov) in dejavnosti denarnega posredništva (53 odstotkov). Plače v dejavnosti trgovine in predelovalnih dejavnosti so bile nižje od povprečja, in sicer za 9,4 in 13,6 odstotka (glej sliko 30).

Sliki 31 in 32 pa po drugi strani kažeta, da so plače v finančnih dejavnostih precej bolj ciklične in v slabših gospodarskih razmerah precej pod pritiskom. Glede na začetek leta 2008 so se plače najbolj znižale v dejavnosti pomožnih finančnih storitev (dejavnost BPD) in dejavnosti holdingov.

Pomen finančnih dejavnosti se je v zadnjih petih letih precej povečal. V letu 2008 je dodana vrednost v finančnem posredništvu znašala 7,3 milijarde EUR, kar je pomenilo 19,7 odstotka celotnega BDP Slovenije, konec drugega četrtertletja 2009 pa celo 20,5 odstotka (Bilten, 2010). To je po pomenu približno toliko, kot znašata tudi

Slika 32: **Finančni vzvodi po panogah (v odstotkih)**

	Vsa podjetja				Majhna in srednja podjetja			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
FINANČNI VZVOD								
Kmetijstvo, gozdarstvo, ribištvo in rudarstvo	62,0	69,8	74,5	83,5	86,4	97,6	112,4	110,8
Predelovalne dejavnosti	86,3	91,6	104,2	115,7	128,7	136,4	154,7	167,6
Elektrika, plin in voda, saniranje okolja	44,3	47,1	55,4	64,9	191,7	206,9	223,8	232,6
Gradbeništvo	308,8	302,3	339,2	401,1	351,8	314,4	319,2	392,5
Trgovina	178,1	179,0	180,6	190,4	222,6	221,9	226,3	239,3
Promet in skladiščenje	387,7	370,5	371,0	405,8	160,9	176,5	146,0	183,4
Gostinstvo	75,8	78,1	93,4	108,3	125,0	129,0	158,1	180,5
Informacije in komunikacije	79,3	75,0	74,8	99,1	149,9	164,3	195,8	220,8
Finančno posredništvo	44,8	69,7	75,6	90,4	64,3	88,8	100,7	96,8
Poslovanje z nepremičninami	148,8	145,5	186,6	220,4	145,9	143,2	174,6	204,2
Strokovne in druge poslovne dejavnosti	131,9	139,8	170,6	185,3	200,6	196,2	217,1	220,4
Javne storitve	93,8	94,0	105,0	124,3	115,7	133,1	145,8	175,0
SKUPAJ	113,2	119,3	133,2	151,2	168,2	175,0	191,0	205,9

Vir: Poročilo o finančni stabilnosti, 2009 (str. 40).

Opomba: Finančni vzvod je izračunan kot razmerje med seštevkom poslovnih in finančnih obveznosti ter lastniškim kapitalom podjetij (zajem podatkov: podatkovna zbirka AJPPES).

dodani vrednosti predelovalnih dejavnosti in trgovine. Finančno posredništvo je v zadnjih petih letih doseglo stopnjo rasti dodane vrednosti na ravni 11,8 odstotka, stopnja gospodarske rasti pa je v povprečju znašala 5,0 odstotka. Glede na razmeroma majhen pomen finančnega trga z vidika alokacijskega mehanizma je nedvomno modro dodatno spodbujati razvoj trga. To bo prineslo tudi visokokakovostna delovna mesta in povečevalo blaginjo zaposlenih neposredno in drugih prebivalcev prek izboljšanih alokacijskih mehanizmov, stroškov kapitala in višje gospodarske rasti.

Razvojne teme finančnega trga v Sloveniji

Poslovno okolje, primarni trg kapitala in infrastruktura za razvojno financiranje

Ugodno konjunktorno gospodarsko okolje in ugodne razmere na finančnih trgih so v letih 2005, 2006 in 2007 ter tudi še v prvi polovici leta 2008 podjetja spodbujale k zadolževanju. Tako je bilo v vseh dejavnostih skupaj samo v letu 2007 povečanje finančnih in poslovnih obveznosti za 25 odstotkov, kumulativno od leta 2004 pa 82 odstotkov. Dejavnosti z nadpovprečno rastjo zadolževanja so v letih 2006 in 2007 dosegle največje povečanje čistega dobička in dodane vrednosti. To predvsem velja za gradbeništvo in z njim povezano poslovanje z nepremičninami. Dodana vrednost se je v letu 2006 povečala za 15,4, v letu 2007 pa za 16 odstotkov (Bilten, 2010).

Po rasti zadolževanja in poslovnih rezultatih v letu 2007 izstopa dejavnost finančnega posredništva (Poročilo o finančni stabilnosti, 2009), in sicer na račun holdingov (Glej razdelek Analiza poslovanja borznoposredniških družb, družb za upravljanje in finančnih holdingov). Iz spodnje preglednice vidimo, da je konec leta 2007

finančni vzvod (merjen z razmerjem med seštevkom poslovnih in finančnih obveznosti ter lastniškim kapitalom) znašal 151 odstotkov, še precej večji pa je pri majhnih in srednjih podjetjih (206 odstotkov). Pri podjetjih v dejavnostih gradbeništva ter prometa in skladiščenja finančni vzvod presega 400 odstotkov.

Med krčenjem gospodarske aktivnosti pa seveda visoka zadolženost za podjetja pomeni dvojne težave. Po eni strani so podjetja pod bremenom odplačevanja dolga, po drugi strani pa imajo težave z obnavljanjem posojil, saj jih banke presojujejo z večjo previdnostjo, torej po bolj zaostrenih merilih.

Temeljitev gospodarske rasti na zadolževanju je tvegano početje. Jasno je, da se bodo morala mnoga podjetja, če bodo želela uspešno prebroditi krizo, dokapitalizirati. Treba bo najti poti do vlagateljev in pridobivanje kapitala temeljiti na javnih ponudbah na trgu kapitala, ne pa na zaprtih dokapitalizacijah, kot je to veljalo v preteklosti. To pa bo seveda mogoče zgolj ob dobrih projektih, ki bodo vlagatelje prepričali, da ne zagotavljajo svežega denarja za poplačilo dolga, pač pa za rast in ustvarjanje dodane vrednosti.

V Sloveniji moramo nujno vzpostaviti infrastrukturno okolje, ki bo spodbujalo pridobivanje lastniškega kapitala tudi za sveže podjetniške podvige (t. i. start-up capital oziroma venture capital). Odločilno inkubatorsko vlogo na tem področju morajo imeti razvojne institucije – SID banka, Slovenski podjetniški sklad, JAPTI, TIA, Eko sklad idr. S tem bomo v srednjeročnem obdobju (pet do deset let) prišli do delujočega primarnega trga kapitala, ki bo ustvarjal nove nacionalne šampione, in sicer take, ki niso odvisni od politike in so z njo obremenjeni samo do mere, v kateri ta oblikuje institucionalni okvir in infrastrukturne pogoje uspešnega, globalno usmerjenega poslovanja in spodbujanja dodane vrednosti. Tukaj bo sicer domača

naloga težavna, saj v preteklih letih nismo bili prav uspešni. Področje pa je zelo močno povezano s splošnim poslovnim okoljem, za katero pa moramo žal ugotoviti, da je precej neperspektivno. Velika težava je politična kultura, ki je na izjemno kritični ravni.

Slovensko poslovno okolje je trenutno obremenjeno z visoko obdavčitvijo dela, ki je deloma posledica nevzdržnih in neučinkovitih sistemov socialne varnosti (pokojninski in zdravstveni sistem), togim trgom dela in veliko močjo sindikatov, ki se obnašajo izjemno nerazvojno. V krizi nam je kljub nižjim življenjskim stroškom »uspelo« povečati minimalno plačo, zaradi česar lahko v letu 2010 pričakujemo najprej povečane zahteve za plače po plačni lestvici navzgor, dodatne zamude plač v gospodarstvu, povečano odpuščenje in število stečajev ter prisilnih poravnjav, ki se bodo dolgo vlekli skozi sodni sistem, ki večinoma ni kos niti primerom med konjunkturo. Delovanje sodišč je namreč rakava rana slovenske pravne države, saj se številni zakoni, ki so sicer do visoke stopnje primerljivi z referenčnimi svetovnimi ureditvami, ne izvajajo. Posledica tega pa je povečan moralni hazard podjetij in posameznikov, kar povzroča negativne in škodljive demonstracijske učinke (Doing Business, Policy Brief ..., 2009, Lončarski in Berk, 2009). Gospodarstveniki to področje ocenjujejo kot kritično in so nad stanjem korporativnega upravljanja in političnega vodenja države resno zaskrbljeni. Slovenija potrebuje spremembo usmeritve in mentalni preskok od gospodarstva z nizko dodano vrednostjo v gospodarstvo, usmerjeno v visoko dodano vrednost. Odstraniti je treba administrativne ovire, zmanjšati vpliv države ter pustiti motivaciji in svobodni podjetniški spodbudi prosto pot. Ko se bo to zgodilo, bomo iz tujine pridobili tudi zunanje vire za neposredne tuje naložbe, po katerih tudi nenavadno zaostajamo za sosednimi državami. Če tega razvojnega napredka ne bomo zmogli, smo obsojeni na dolgoročno stagnacijo in nazadovanje.

Posodobitev Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

Pomembno področje, na katerem so v Sloveniji nujne spremembe, je področje finančnih oblik, ki omogočajo posebne mehanizme pridobivanja finančnih virov za poslovanje in z druge strani upravljanje teh naložb ter specifično izpostavljenost vlagateljev – potrebni so t. i. neharmonizirani skladi. Z včlanitvijo v EU je namreč Slovenija v svoj pravni red prevzela ureditev direktive UCITS, ki pomeni največji in izjemno pomemben del varčevanja najširših množic. Po drugi strani pa je zatrla razvoj vseh drugih oblik, ki po direktivi niso mogoče. Države EU imajo na primer hkrati z ureditvijo UCITS razvite tudi najrazličnejše sklade za posebne namene. Tako imajo npr. sklade zasebnega kapitala (private equity funds), ki vključujejo različne podvrste zasebnega kapitala (naložbene politike), kot npr. sklade tveganega kapitala (venture capital funds), sklade hibridnega lastniškega

kapitala (mezzanine funds), sklade, ki vlagajo v družbe v finančnih težavah in so namenjeni prestrukturiranju (distressed debt), hedge sklade in sklade upravljanih terminskih pogodb (managed futures funds) ter ne nazadnje nepremičninske sklade (real estate funds), ki bi lahko imeli v Sloveniji s cenovnim mehanizmom reševalno vlogo za gradbeni in nepremičninski sektor.

Hkrati z ureditvijo UCITS bi bilo torej treba vzpostaviti ureditev posebnih oblik skladov in jim dopustiti prosto oblikovanje naložbenih politik, zaradi zaščite malih nepoučenih vlagateljev pa urejati samo režim prodaje (javna ali zasebna ponudba). Te posebne oblike skladov bi lahko njihovi upravljalci seveda tudi uvrstili na organizirani borzni trg. S tem bi tudi dosegli, da bi sicer nelikvidne naložbe posredno postale likvidne, še preden so uradno samostojno uvrščene na organizirani trg. Te alternativne oblike skladov so izjemnega pomena za razvoj podjetništva in robustne gospodarske rasti v prihodnje. Njihov razmah pomeni tudi doseganje višje stopnje decentralizacije upravljanja družb in s tem zmanjšanje moči politike v gospodarstvu. Nepremičninski skladi in skladi podjetij v finančnih težavah bi lahko imeli v trenutnih gospodarskih razmerah pomembno vlogo pri stabilizaciji realnega in finančnega sektorja.

Hipotekarno bančništvo

Hipotekarno bančništvo v Sloveniji temelji samo na primarnem trgu (bančno odobranje posojil, ki so zavarovana s hipotekami). V letu 2006 je bil sicer sprejet Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO, Uradni list RS, št. 17/06 in 58/09), vendar ni prinesel zelenih dejanskih učinkov.

Razlog je pomanjkljiva ureditev zemljiške knjige. V publikaciji Svetovne banke Doing Business 2010 (2010) je Slovenija glede vpisa v zemljiško knjigo razvrščena zelo neugodno. Zaradi neurejene zemljiške knjige (tudi če so vpisi pri novogradnjah razmeroma hitri) so vsa posojila, ki niso uporabljena za financiranje novogradenj, problematična z vidika vključevanja v kritno premoženje hipotekarnih obveznic. Pri zemljiški knjigi so težave z vpisom etažne lastnine, zemljiški kataster pa je nepopoln glede parcelacije parcel. Objekti ali pa cele soseske tako uradno stojijo na eni sami parceli, kar logično pomeni, da etažni lastniki ne morejo biti vpisani. Z digitalizacijo zemljiške knjige in katastra v Sloveniji se stroški niso znižali (Frank, 2007). Na neučinkovitost sodišč pa trčimo tudi na področju hipotekarnega bančništva oziroma izdaj hipotekarnih obveznic. Izvršbe namreč trajajo tudi po več let in se kažejo v visokih zneskih zamudnih obresti.

Posledice neurejenih razmer na tem področju se neposredno kažejo v tem, da banke svoj dragoceni kreditni potencial, kot so depoziti in druge vloge, predvsem porabijo za financiranje nepremičnin, namesto

da bi se refinancirale na trgu s strani institucionalnih vlagateljev, za katere bi bile hipotekarne obveznice privlačna naložba.

Davek po odbitku

V Sloveniji se izdajatelji dolžniškega kapitala oziroma posojilodajalci srečujejo z majhnim domačim trgom. Ko se zadolžujejo v tujini, pa jih dodatno prizadene davek po odbitku, ki ga morajo tujcu od prejetih obresti obračunati in plačati. Posojilodajalci razumljivo ta davek, ki se obračunava in plačuje po stopnji 15 odstotkov, prevažajo na posojilodajalca. To pomeni, da so v tujini pridobljeni finančni viri za to razliko dražji. Lahko gledamo tudi z druge strani. Če bi bilo doma zanimanje za kreditiranje posojilodajalcev večje, bi domači posojilodajalci lahko izposlovali za 15 odstotkov ugodnejše (višje) obresti. To pomeni, da če se domači subjekt zadolžuje na mednarodnem javnem razpisu oziroma z zbiranjem mednarodnih ponudb, prihaja do situacije, ko so tuji posojilodajalci po osnovni ponudbi precej ugodnejši kot domači, zaradi davka po odbitku pa jih »konkurenčno« prehitijo domači posojilodajalci. V primeru tujih bank (v primeru posojil) se je davku mogoče izogniti s pridobitvijo davčnega statusa, v primeru izdaje obveznic pa ne, saj je lahko v tem primeru zelo veliko število tudi imetnikov obveznic. Davek po odbitku torej razmere na področju obrestnih mer dodatno zaostre in pomeni nedopusten pas neučinkovitosti in nižje konkurenčnosti.

Potreba po odličnosti na domačem trgu

Kot je bilo že omenjeno, je treba v Sloveniji doseči napredek v institucionalnem okolju, pri osnovni infrastrukturi, ki je temeljni pogoj za uspešno gospodarsko dejavnost na katerem koli področju. Gospodarstveniki kličejo po spremembah, ki bi omogočile tudi hitrejši izhod iz krize. Tukaj ne mislimo na protikrizne ukrepe, temveč na temeljite reforme, ki bi izboljšale poslovno okolje in omogočale strukturne spremembe. Le tako okolje podpira tudi trg kapitala ter je lahko podlaga za hitro in vzdržno gospodarsko rast.

V takih razmerah bodo tudi domači gospodarski subjekti uspešni in kot taki lahko za zgled v širšem regionalnem okolju. Z uspehom na domačem trgu si bodo lahko v tem prostoru ustvarili boljši ugled. Med krizo so ga nekoliko zapravili, saj so pomagali napihovati cene lokalnih vrednostnih papirjev. Brez razvitega domačega okolja in trgov ter uspešnega poslovanja bodo tržni vodje in mnenjski voditelji drugi.

Čas krize je treba zasukati v svoj prid in narediti potrebne spremembe. V tem smislu je kriza prinesla tudi pozitivne učinke. Verjetno bo prišlo do pozitivne selekcije tistih, ki imajo resen namen in bodo za preživetje krize vlagali v

svojo odličnost. S špekulanti je kriza verjetno pometla in sprostila prostor za resne tekmece. Domačih nalog pa ne manjka in treba je visoko zavihati rokave.

Viri in literatura:

2009 Investment Company Fact Book, 49th Edition, A Review of Trends and Activity in Investment Company Industry, 2009.

Baltic Exchange Dry Index. [www.investmenttools.com], 2010.

Banke v Sloveniji, [http://www.bsi.si/poslovanje-bank-in-podjetij.asp?Mapald=521], Banka Slovenije, 2010.

Podatkovna zbirka AJPEŠ, 2005–2009, 2010.

Bilten. Banka Slovenije, oktober 2009.

Crude Oil and Commodity Prices. [www.oil-price.net], 2010.

Doing Business 2010. World Bank, 2010.

EFAMA Investment Fund Industry Fact Sheet, EFAMA, 2009.

Frank, Matjaž. Razvitost hipotekarnega bančništva doma in po svetu. Bančni vestnik, letnik 56, št. 4, str. 6–10, in št. 5, str. 19–23.

Letno statistično poročilo – 2007. Ljubljanska borza.

Letno statistično poročilo – 2008. Ljubljanska borza.

Letno statistično poročilo – 2009. Ljubljanska borza.

Lipnik, Karel, Nekoč so bili BPH. Finance 5/2009, 9. 1. 2009.

LONČARSKI, Igor, BERK SKOK, Aleš. Manj države in več trga: toga država. Dnevnikov objektiv, 24. okt. 2009, leto 59, št. 247, str. 14–15.

Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze. December in leto 2009 (XV, 11/09). Ljubljanska borza.

Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze. Različne številke (od XIII, 12/07, do XV, 11/09). Ljubljanska borza.

Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov. Agencija za trg vrednostnih papirjev, junij 2009.

Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov. Agencija za trg vrednostnih papirjev, januar 2010.

Mesečno poročilo, Ljubljanska borza, junij 2010.

Policy Brief. Ekonomski pregled – Slovenija 2009. OECD, July 2009.

Poročilo o finančni stabilnosti. Banka Slovenije, junij 2009.

Poročilo o finančni stabilnosti. Banka Slovenije, junij 2010.

Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2008. Agencija za trg vrednostnih papirjev, junij 2009.

Poročilo o stanju na področju zavarovalništva in o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2008, Agencija za zavarovalni nadzor, 2009.

Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere. Banka Slovenije, september 2009.

Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere. Banka Slovenije, november 2009.

Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalskem trgu in obrestne mere. Banka Slovenije, junij 2010.

RUPNIK, Ksenija, BERK SKOK, Aleš. Geneza in reševanje sedanje finančne krize. Bančni vestnik, jan./feb. 2009, letnik 58, št. 1/2, str. 50–55.

Sestava premoženja vzajemnih skladov [<http://www.atvp.si/Documents/SkupajVS.pdf>], Agencija za trg vrednostnih papirjev, januar 2010.

Seznam zavarovalnih subjektov, ki lahko opravljajo zavarovalno dejavnost v RS, s sedežem v Sloveniji [<http://www.a-zn.si/slo/client/default.asp?r=-1&n=351&s=-1&p=insurance>], Agencija za zavarovalni nadzor, 2010.

SI-STAT podatkovni portal. Statistični urad Republike Slovenije.

Stabilnost slovenskega bančnega sistema. Banka Slovenije, december 2009.

Statistical Data Warehouse. European Central Bank [http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&REF_AREA=50&REF_AREA=106&REF_AREA=156&REF_AREA=262&REF_AREA=190&REF_AREA=282&REF_AREA=281&BS_COUNT_SECTOR=2240&node=2018783], 2010.

Tekoča gospodarska gibanja, Urad za makroekonomske analize in razvoj, 14. 1. 2010.

Tekoča gospodarska gibanja, Urad za makroekonomske analize in razvoj, 9. 7. 2010 (a).

Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2008 and Results for the Full Year 2008, Quarterly Statistical Release, EFAMA, 2009.

Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2009, Quarterly Statistical Release, EFAMA, 2009.

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici – ZHKO (Uradni list RS, št. 17/06).

Zakon o spremembi in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici – ZHKO-A (Uradni list RS, št. 58/09).

Zgodovinski mejniki [http://www.kdd.si/o_kdd/zgodovinski_mejniki]. KDD Centralna klirinško depotna družba.

World Economic Outlook. Sustaining the Recovery. IMF, October 2009.

World Economic Outlook. Rebalancing Growth. IMF, April 2010.

World insurance in 2008: life premiums fall in the industrialised countries – strong growth in the emerging economies, Sigma, no. 3, 2009, Swiss Re.