



# KONČNO NORMALNO POLETJE

**S**koraj pred natanko petimi leti, poletnega meseca avgusta 2012, je pojem donosnost do dospelja obveznic prešel iz razmeroma tehničnega pojma v vsakdanjo splošno, tako rekoč gospodinjsko rabo. Tudi dejstvo, da je zadolževanje države po sedemodstotni obrestni meri in več nevzdržno, nam je zlezlo pod kožo in smo ga vzeli za svojega. Kar precej ljudi je takrat prvič ugotovilo, da razmere na trgu kapitala čisto in prav zares veljajo tudi v Sloveniji in za Slovenijo, marsikdo tudi zato, ker je pomislil, kaj bi se lahko zgodilo, če bi se razmere s trgov kapitala prenesle na njihova posojila, denimo stanovanjska. Naj samo spomnim, da se je pravo »visenje na nitki« Slovenije sicer dogajalo šele več kot leto pozneje, ko je Slovenija izdala obveznice v zaprti izdaji skladu Pimco (ne bom se zdaj vračal k starim travmam, le spomniti sem želel).

**Zakaj semsi** to zelo dobro zapomnil? Zato, ker je bila tedaj to zame kar pomembna karierna stopnička. Kar nenadoma mi ni bilo več nikogar treba prepričevati, da je normalen trg kapitala pomemben tudi za Slovenijo in naš trg kapitala, pa če si kot kleni Slovenci to želimo ali ne. In raznih izobraževanjih, v diskusijah ... je marsikdaj kak izmed udeležencev zavil z očmi, ko sem na primer omenil, da pomeni ustrezna sestava revizijskih komisij za več kot pol odstotne točke nižje stroške kapitala ali da objavljanje poročil finančnih analitikov o podjetju zvišuje cene in krepko znižuje stroške kapitala.

**Leta poznejeso** razprave precej drugačne. Donosnost do dospelja slovenskih desetletnih obveznic je te dni taka, da si jo lahko vsakdo predstavlja. Za vsakih sto izposojenih čokolad danes bi morala Slovenija po letu dni dodatno vrniti približno 1,2 čokolade. Ker so gospodarske razmere ugodne, marsikdo zamahne z roko in si misli, eh, bi že kje napraskal tiste 1,2 čokolade, če bi bilo res treba. V primerjavi s sedmimi čokoladami in globoko gospodarsko krizo je to res »mala mal'ca«.

**Letošnje poletje sta** se zgodila najmanj dva dogodka, za katera menim, da sta za slovenski trg kapitala vsaj enako pomembna, vendar pa sta šla mimo skoraj neopažena. Eden je večji, drug manjši, oba pa sta pomembna za spremembo slovenske miselnosti v zvezi s trgi kapitala.

## Obsojeni insajder Verbič

**Prvi tak dogodek** je zavrnitev pritožbe Kristijana Verbiča, predsednika **VZMD**, proti obsodbi prvostopenjskega sodišča, ki je ugotovilo, da je omenjeni gospod zlorabil notranje informacije in se s trgovanjem na podlagi teh notranjih informacij okoristil za 14 tisoč evrov.

## Najprej povejmo, kje sploh je težava.

Če bi mi prodali stanovanje za sto tisoč evrov, jaz pa bi ga naslednji dan prodal za 114 tisočakov nekemu tretjemu, pa recimo to še objavil v časniku Finance (zato, da bi vsi poznali te podatke in me imeli za lumpa), bi me naslednji dan verjetno prišli obiskat s kolom v roki. Taka transakcija je navadna kraja. Čisto isto je, kot če bi vam med podpisovanjem pogodbe o nakupu stanovanja spotoma ukradel še 14 tisoč evrov iz denarnice. Velja tudi nasprotno. Če bi od mene kupili stanovanje za 114 tisoč evrov, jaz pa vam ne bi povedal, da je prekrito z azbestno podlago, katere sanacija stane 14 tisoč evrov, bi verjetno tudi potrkali na moja vrata. Zato je trgovanje na podlagi notranjih informacij navadna kraja.

**Zdaj že vidim** - 14 tisočakov? Pa to je ja beda v primerjavi z vsemi milijardami, k so bile pokradene! Kolikor se spomnim, je po 24 letih obstoja Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP), ki je pristojna za nadzor nad zlorabami trga in ki naznanja izkoriščanje teh informacij organom pregona, to prva dokončno potrjena sodba. Prva (vsaj prva taka prava)! In še to po dolgih osmih letih pravedanja. Osmih letih! To mora pomeniti, da je v našem »posebnem« finančnem, gospodarskem in sodnem sistemu izjemno težko spraviti zadevo do konca, do obsodbe. Tega zdaj ne pravim ne vam ne meni, to je tisto, kar vidijo tuji vlagatelji.

**Dolgo že vemo**, da zgolj obstoj pravne regulative, inštitucij nadzora nad trgom kapitala ... ne pomeni prav nič. Četrto stoletje je skoraj od uveljavitve prvega zakona o trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji. Čeprav imajo tako rekoč vse razvite države na papirju urejeno regulativo trga, jih zelo malo sploh preganja ta dejanja, kaj šele, da bi dosegle pravno močno obsodbo (The Economist, 2011). ATVP je v letu 2016 izdal pet kazenskih ovadb (vključno z nekoliko »nesrečno« ovadbo Franja Bobinca zaradi razkrivanja notranjih informacij premieru). Za

primerjavo, ameriški SEC, ki ima pod nadzorom neprimerljivo večji trg, ima neprimerljivo večji proračun, jih je v letu 2016 vložil »le« 78 (SEC, 2016).

**Šele uveljavljanje te** zaščite prinese podjetjem otipljive koristi, strošek lastnega kapitala se zniža za pet odstotkov. Koliko je to denarja? Tržna kapitalizacija delnic na ljubljanski borzi je približno 5,3 milijarde evrov (Ljubljanska borza, mesečne statistike, 2017). Recimo, da je strošek kapitala naših podjetij trenutno 11 odstotkov, to pomeni letni strošek kapitala 583 milijonov evrov, pet odstotkov tega zneska pa približno 30 milijonov evrov na leto! Trideset milijonov, ki sicer izpuhtijo v zrak.

**Ta premik bo** opazen ob prvi večji javni ali zasebni izdaji delnic kakega slovenskega podjetja na svetovnem trgu kapitala. Lahko da tega ne bomo neposredno zaznali, vendar pa bodo prav »ta pravi insiderji« - podjetja - ta učinek videli v obliki nižjih stroškov kapitala. To je omejenih 30 milijonov evrov na leto. Zato še enkrat: denarno je obsodba z učinkom 14 tisoč evrov razmeroma bedna, se morda celo strinjamo. Da ne omenjamo, da so stroški sodišč ta učinek večkratno izničili. Lahko tudi, da je ta obsodba 10, 20 let prepozna. Niti ne želim špekulirati, kaj bi bilo, če bi bilo. A preteklost je na trgu kapitala vredna le toliko, kolikor se iz nje naučimo za prihodnost. V tej luči je pomen pravnomočnosti take obsodbe velikanski.

## Konkurenca je pomembna

**Kjepaje** tisti drugi pomembni poletni dogodek? Drugi dogodek je tudi povezan s številom 14, le da je 14 evrov dogovorjena cena prevoza s pletno na blejski otok. Agencija za varstvo konkurence (AVK) je ugotovila, da gre v primeru prevozov na otok za omejevanje konkurence, kar vodi v višje cene in/ali nižjo kakovost storitev.

**Čeprav ne gre** za zadevo, ki je neposredno vezana na trg kapitala, pa je pomembna vsaj zato, ker spreminja našo miselnost, češ »pri nas smo itak posebni«. Ta je enako kot na trgu kapitala dolgo veljala za samoumevno, plačevali pa smo jo posamezni varčevalci (delničarji) in obiskovalci blejskega otoka. Plačujemo jo še vedno porabniki lekarniških storitev, gledalci POP tv in Kanala A in tako naprej. Če bodo tudi ti postopki pripeljali do podobne izjave kot v primeru

pleten, bo to kapitalsko eno najlepših poletij sploh.

**No, ja, vseeno** me malo skrbijo razprave o »normalnih« zasluzkih s kriptovalutami, množično kupovanje nepremičnin, pa še kaj, a to je že druga tema.

■ Komentarji izražajo stališča avtorjev, in ne nujno tudi organizacij, v katerih so zaposleni, ali uredništva Financ.

■ Aljoša Valentincič je redni profesor za finance na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani.

**Vseeno me malo skrbijo razprave o »normalnih« zasluzkih s kriptovalutami, množično kupovanje nepremičnin, pa še kaj.**

**Gostujoči komentar**  
**Aljoša Valentincič**

finance@finance.si



### Gibanje pribitka 10-letnih slovenskih državnih obveznic (v odstotnih točkah)

