



Agencija za trg
vrednostnih papirjev

**PROJEKT O KREPITVI IN RAZVOJU SLOVENSKEGA
KAPITALSKEGA TRGA
(povzetek končnega poročila*)**

Izvorni dokument: Capital Market Enhancement and Development in Slovenia
Avtorji: PwC EU Services EESV in BTA Consulting Limited

*Neuradni prevod

Kapitalski trgi so za številne države zelo pomemben del gospodarstva in gospodarskega razvoja. Za države, kot je Slovenija, z razmeroma visokim razmerjem med javnim dolgom in BDP, so trgi kapitala še pomembnejši. Kot izhaja iz ugotovitev projekta, ki sta ga izvedla PwC Svetovanje in BTA Consulting (izvajalec PwC/BTA), financirala pa Evropska komisija (EK), je za izvedbo reform potrebno spremeniti pristop do kapitalskega trga v Sloveniji.

Projekt je potekal v obdobju od junija 2020 do avgusta 2021, ko je bila opravljena podrobna ocena obstoječega stanja na podlagi podatkov, pridobljenih pri ATVP, ministrstvu za finance (MF), Banki Slovenije, KDD, Ljubljanski borzi, komercialnih podatkovnih bazah (npr. Mergermarket, Bloomberg, Kapital IQ itd.) in javnih virih. Poleg tega je bila izvedena raziskava med malimi vlagatelji in institucionalnimi vlagatelji, med fazo ocenjevanja pa so se izvajalci projekta posvetovali z več kot 20 institucionalnimi vlagatelji (tj. udeleženci na trgu, ponudniki investicijskih storitev in poslov, ponudniki ostalih storitev, vključno z upravičenci tega projekta – ATVP in MF), da bi potrdili in dopolnili ugotovitve ter da bi se oblikovali ustrezni sklepi.

Po opravljeni analizi so izvajalci pripravili *Oceno trenutnega stanja javnih in zasebnih kapitalskih trgov v Sloveniji*, kjer so predstavili ključne ugotovitve, strukturne težave in trende ter podali priporočila za spodbujanje ponudbe in povpraševanja na trgu.

O rezultatih so izvajalci najprej razpravljali v okviru projektne delovne skupine in odbora, ki ga sestavljajo predstavniki PwC/BTA, upravičenci tega projekta in EK (DG REFORM), nato je potekala validacija ugotovljenih vprašanj z udeleženci na trgu. Vse razprave so zaradi omejitev pandemije covid-19 od februarja 2021 do aprila 2021 potekale na spletu preko virtualnih konferenčnih klicev. Kljub temu je PwC/BTA opravil več kot 30 intervjujev, ki so se jih v veliki meri udeležili tudi predstavniki ATVP. Poleg pogovorov z lokalnimi tržnimi udeleženci so bili organizirani 4 konferenčni klici s predstavniki tujih regulatorjev – ministrstva za finance Irske, poljskim regulatorjem trga vrednostnih papirjev (KNF), francoskim regulatorjem (AMF) in Centralno banko Litve, ki so delili svoje zgodbe o uspehu, najboljše prakse in pristope k razvoju trga, digitalizaciji, EGS¹ itd.

Odgovori in mnenja, prejeta od različnih tržnih deležnikov, so, skupaj z analizo, zagotovili osnovo za pripravo celovitega poročila o stanju na trgu in akcijskega načrta. V dokumentu je PwC/BTA predstavil niz ukrepov, ki jih morajo upravičenci in druge institucije, z jasno ločenimi odgovornostmi in prednostnimi nalogami vsakega ukrepa v skladu z oceno PwC/BTA, izvesti v določenem časovnem okviru. Končno poročilo se je pripravljalo v obdobju od aprila 2021 do junija 2021 in zaključilo 11. avgusta 2021.

Junija 2021 je v organizaciji PwC/BTA potekala tudi konferenco, na katero je bila povabljena večina udeležencev na trgu, odprta pa je bila tudi za splošno javnost. Sodelovalo je več kot 100 udeležencev in 18 panelistov, ki so razpravljali o najbolj perečih vprašanjih nacionalne

¹ EGS - Environmental, Social & Corporate Governance ali okoljsko, socialno in korporativno upravljanje.

strategije – o privatizaciji in korporativnem upravljanju, davčni zakonodaji in zakonodajnem okolju, digitalizaciji in krepitvi razvoja zasebnega kapitala.

Po mnenju PwC/BTA bi bil projekt lažje izvedljiv, če bi bili izpolnjeni določeni predpogoji:

1. Pristojna ministrstva in vlada bi morala priznati pomembno vlogo razvoju kapitalskega trga in potrebo po posredovanju, da bi lahko obrnili trenutne negativne trende za spodbujanje sprememb bi bilo potrebno imenovati ustrezen javni organ (npr. ATVP), za kar bi morala biti zagotovljena dodatna sredstva. Zato je treba pred začetkom projekta določiti splošne pogoje za njegovo izvedbo.
2. Potrebno bi bilo vzpostaviti stalno akcijsko usmerjeno projektno skupino z neposrednim dostopom do vlade ter s pooblastilom za izvajanje akcijskega načrta v skladu s strategijo vlade.
3. Kljub temu, da je ATVP pripravljena prevzeti dodatne odgovornosti v zvezi z razvojem javnega in zasebnega kapitalskega trga, jo trenutno pri tem ovirajo pravni in organizacijski okvirji ter omejena finančna sredstva, ki ji onemogočajo aktivnejšo vlogo na trgu. To bi bilo mogoče rešiti, če bi vlada razmislila o povečanju neodvisnosti in odgovornosti ATVP ter ji dodelila stalna dodatna finančna sredstva (ob tem pa bi bila ATVP tudi odgovorna za izvajanje dogovorjenega načrta). Poleg tega bodo zato, da bo takšna strategija uspešna, verjetno potrebni nekateri koraki glede privatizacije in obdavčitve, ki bo spodbujala razvoj kapitalskih trgov.

Ključna področja obravnave v projektu so razdeljena na tista, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje. V nadaljevanju so predstavljena **najbolj pomembna področja**, ki jih je po mnenju PwC/BTA potrebno obravnavati.

1. Ustvarjanje ponudbe in obsega

Slovenski kapitalski trg potrebuje dodatno ponudbo novih vrednostnih papirjev in rast v dejanskem prostem obtoku. Ponudba je predpogoj vseh drugih pomembnih meril razvoja kapitalskega trga, zlasti likvidnosti. Večja likvidnost omogoča infrastrukturnim finančnim trgov (CDD²), mestom trgovanja in posrednikom znižanje provizij, višja likvidnost pa ustvarja učinkovitejši trg z nižjimi cenovnimi razponi med nakupno in prodajno ceno (implicitni stroški).

Ob upoštevanju vsakega od tržnih segmentov so podana naslednja priporočila:

- **Delnice na javnem trgu:** Vlada RS naj ponovno preuči svojo nacionalno strategijo privatizacije in oblikuje pomembno primarno javno ponudbo / sekundarno javno ponudbo (IPO/SPO) ene ali več družb v državni lasti. PwC/BTA ocenjuje, da bi od odobritve takšne strategije do dejanske izvedbe preteklo od enega do treh let, predlagali pa so tudi niz inovativnih rešitev za večjo privlačnost SPO in nadaljnjo privatizacijo.

² CDD – Centralna depotna družba.

- **Državne / podjetniške obveznice na javnem trgu:** ker ni verodostojne domače alternative velikim izdajam obveznic, denominiranih v evrih, razen prek trenutne glavne infrastrukture EUR MTS/Euroclear/Clearstream za obveznice nad 1 milijardo EUR ni mogoče ponuditi, se kot alternativo priporoča:
 - (i) država naj razvije neprenosljiv varčevalni produkt, z namenom spodbujanja zaupanja v kapitalski trg in izboljšanje finančne pismenosti;
 - (ii) sprožiti izdaje dolžniških instrumentov na lokalni ravni držav, osredotočene na manjše občine (pod 1 milijardo EUR), ki bi lahko povečale lokalno ponudbo in
 - (iii) utirati pot oblikovanju pravnega in infrastrukturnega okvira za izdajanje digitalnih (tokeniziranih) vrednostnih papirjev in ponudbi državnih obveznic v tej obliki (CDD je trenutno v procesu razvoja platforme, ki bi jo lahko relativno enostavno kombinirali s sodobnim DLT trgovalnimi platformami, ki bi podpirale tudi SME³ in zasebni trg).

- **Zasebni trg vrednostnih papirjev ter trg SME:** SI Enter kot edino organizirano mesto trgovanja (MTF), ki je v Sloveniji na voljo za SME, je potrebno prestrukturirati, da bo izdajateljem ponudil številne druge, bolj verodostojne vire, podprto s strani drugih posredniških struktur.

- Ugotovljene so bile številne dodatne spodbude za razvoj kapitalskega trga, od spodbujanja nagrajevanja z uporabo bonusnih izdaj in shem delniških opcij, zmanjšanja števila dvojnih kotacij v tujini, povečanja posojanja vrednostnih papirjev, uvedbe novih produktov, razvoja segmenta ESG in SME, do zakonodajnih reform itd. Nekatere spodbude so podrobneje opisane v naslednjih poglavjih tega poročila.

2. Okoljsko, socialno in korporativno upravljanje trga vrednostnih papirjev (ESG) in zelena ekonomija

Ena največjih priložnosti za slovenski kapitalski trg je vzpostavitev celovitega okvira za podporo razvoju ESG trga vrednostnih papirjev. Ker tema ESG pridobiva zagon v svetovnem merilu in zakonodajni proces v Evropi nalaga nove odgovornosti vladam, izdajateljem, podjetjem in vlagateljem, je ključnega pomena vključiti strategijo ESG v ta projekt. Slovenija mora okrepiti transparentnost poročanja v okviru korporativnega upravljanja ter uveljaviti vse nove zahteve glede okoljske trajnosti in standardov družbenega poročanja. Po mnenju PwC/BTA se lahko strategijo ESG za Slovenijo gradi okoli treh glavnih stebrov: države, trga vrednostnih papirjev in zasebnih podjetij.

Državni steber predvideva rešitve, ki obravnavajo: vključitev predpisov EU (direktiva o nefinančnem poročanju, uredba o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev, uredba o taksonomiji), preučitev možnosti izvajanja davčnih olajšav za vlagatelje/zelene izdajatelje in davčnih destimulacij za izdajatelje, ki izvajajo zavajajoče oz. goljufive zelene dejavnosti (green-washing), povezovanje državnega dolga z vrednostnimi papirji ESG (državne izdaje kot vzvod za podporo razvoju trga vrednostnih papirjev ESG).

³ SME – Small and Medium Enterprise oz. mala in srednja podjetja.

Drugi steber – trg vrednostnih papirjev – zahteva nadaljnji razvoj Zelene borze na Ljubljanski borzi (ukrepi lahko temeljijo na smernicah SSE⁴, ki spodbujajo razvoj trga vrednostnih papirjev ESG) in implementacijo smernic ESG za javne družbe in nove izdajatelje.

Tretji steber – zasebna podjetja – vključuje zasebna podjetja, usmerjena v ESG, katerih cilj je izboljšati proces zbiranja sredstev od družbeno odgovornih vlagateljev in podjetij zasebnega kapitala. V ta namen lahko vlada zagotovi podporo z davčnimi olajšavami, subvencijami ali izobraževalnimi kampanjami za spodbujanje dejavnosti ESG v zasebnih podjetjih.

3. Pravni in zakonodajni okvir reforme slovenskega kapitalnega trga

Pravne in zakonodajne ovire so izvajalci zaznali predvsem na novih zakonodajnih področjih, povezanih z digitalizacijo in Fintechom (vključitev digitalnih strank, obravnava digitalnih sredstev). Kljub temu PwC/BTA meni, da v splošnem pravno in zakonodajno okolje ne predstavlja glavne ali kritične ovire za razvoj kapitalnega trga v Sloveniji.

V delu javnega trga ni bilo ugotovljenih kritičnih vrzeli in ovir, saj je večina zakonodaje prenesena iz ustreznih EU direktiv ali pa se uredbe Evropske komisije neposredno uporabljajo. Po mnenju izvajalca je pravni okvir dobro usklajen. Izjema je določba v Zakonu o prevzemih (ZPre-1) glede usklajenega delovanja - kompleksna definicija in koncept domneve o usklajenem delovanju, ki presega vsebino direktive in prakso EU. To bi bilo treba čim prej uskladiti z direktivo o ponudbah za prevzem in primerljivimi državami.

Zasebni sektor je bil do danes razmeroma zaščiten pred motnjami države in ostaja nereguliran, razen v delu, kjer je zanj zavezujoč Zakon o gospodarskih družbah. Ker pa se ta tržni segment ne more izogniti naslednjemu valu sprememb, zlasti z vidika digitalizacije in razvoja Fintecha, so, poleg predpisov EU, potrebni tudi nekateri specifični in ciljno usmerjeni nacionalni predpisi. Podpreti bi morali pravno varnost ali vsaj ustvariti regulativni in nadzorni organ za nadzor zasebnega tržnega segmenta. Po sklepih mednarodne konference se to lahko opredeli prek delovne skupine na ravni vlade, ki bi bila odgovorna za pripravo akcijskega načrta za razvoj zasebnega trga kapitala v Sloveniji.

4. Fintech in inovacije

Fintech produkti in storitve so lahko priložnost za Slovenijo, da prehitijo druge države z boljše razvitimi tradicionalnimi kapitalnimi trgi. Primeri številnih evropskih trgov in izkušnje s covid-19 kažejo, da lahko inovativne tehnologije spremenijo »pravila igre«. Analiza trenutnega stanja Fintecha v Sloveniji kaže, da te storitve in produkti niso dobro razviti: število Fintech projektov in start-upov je zelo nizko, ni regulatornih peskovnikov ali inovacijskih vozlišč, ki bi jih regulatorji odprli v podporo razvoju teh storitev.

⁴ Sustainable Stock Exchanges Initiative, <https://sseinitiative.org/> .

MF in ATVP bi se morala uskladiti glede razvoja digitalne strategije za razvoj slovenskega kapitalskega trga, ki bo integriran z nacionalno digitalno strategijo in digitalno strategijo za finančne storitve. Poleg tega bo treba razviti lokalni pravni okvir za digitalna sredstva, saj okvir za celotno EU (MICA itd.) morda ne bo zadostoval za uspešno uporabo teh storitev v lokalnem pravnem in regulativnem okolju.

MF mora s podporo ATVP identificirati in odstraniti pravne in regulativne ovire, ki obstajajo kot posledica preteklih postopkov in procesov. ATVP naj uvede regulatorni peskovnik za podporo inovativnim lokalnim projektom.

Regulatorji bi morali začeti infrastrukturne in regulativne projekte za digitalizacijo in integracijo več javnih baz podatkov in registrov ter razviti nacionalni sistem KYC/AML⁵.

Prav tako bi regulatorji morali analizirati potencialne razvojne priložnosti slovenskega FinTecha in izbrati eno ali dve FinTech niši, ki bi državi lahko v evropskem merilu ustvarili konkurenčno prednost. Javni organi bi morali aktivno podpirati razvoj tovrstnih niš z ustvarjanjem spodbudnega zakonodajnega in pravnega okolja.

5. Doseči status razvijajočega trga (EMS⁶)

PwC/BTA meni, da bi nadgradnja v razvijajoči trg (EMS) pozitivno vplivala na likvidnost in obseg trgovanja na organiziranem trgu, Slovenija pa bi lahko zajela med 1 in 4 % vrednosti indeksa Frontier⁷, odvisno od različnih dejavnikov v času nadgradnje.

Glavna vprašanja, ki preprečujejo, da bi Slovenija prešla v kategorijo EMS, posegajo v temelje kapitalskega trga – nezadostna tržna kapitalizacija, premajhen prosti obtok in nezadostna likvidnost.

Vzrok za to so vladne politike, od katerih sta dve najpomembnejši:

- privatizacija v tujini, NKBM (nekoč je kotirala v Varšavi) in NLB, ki kotira v Londonu, kar povečuje obseg tujih trgov (Varšava in London), ne pa domačega trga. To je potrebno obrniti, da bi povečali tržno kapitalizacijo, prosti obtok in lokalno likvidnost;
- ne sprejemanje številnih politik za razvoj trga, ki bi spodbudile izdajatelje iz zasebnega sektorja, da vstopijo na organizirani trg. Ker je tako, je malo verjetno, da bo ta strateška pobuda uresničena brez znatnih in bistvenih tujih naložb in likvidnosti, ki jo zahtevajo slovenski kapitalski trgi, razen če se sprejmejo politične odločitve za spremembo teh politik.

ATVP nima zakonsko podprte vloge pri razvoju kapitalskega trga in zato ne more niti s političnega niti s proračunskega stališča opraviti potrebno analizo, s katero bi spodbudila vlado, da se loti politike, ki bi spodbudila razvoj kapitalskega trga.

⁵ Poznavanje strank ter upoštevanje predpisov o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma pri opravljanju investicijskih storitev.

⁶ EMS – Emerging Market Status.

6. Rast SME trga

Trg malih in srednjih podjetij (SME) ni učinkovit. Ljubljanska borza upravlja platformo MTF SI ENTER, ki ne vzbuja veliko zanimanja, likvidnost tega trga pa je zelo nizka. Število vseh transakcij v letu 2018 je bilo 545, v letu 2019 – 388 in v letu 2020 (do novembra) le 258.

To je lahko posledica nekaterih funkcionalnih ovir in šibkosti, kot na primer neurejen sistem za vzdrževalce trga in nejasen in neavtomatiziran sistem za poravnavo transakcij na SME/SI ENTER. Poslovni svetovalci, čeprav že prisotni, niso proaktivni, niso obvezni in niso verificirani s strani Ljubljanske borze. Izdajatelji so dodani naključno in enostransko v ta, sicer pomemben segment SME. Poleg tega na ravni vlade ni davčnih spodbud, ki bi podpirale izdajatelje in vlagatelje v SME trg.

PwC/BTA meni, da je potrebno ustvariti nov trg s popolnoma novo tehnično infrastrukturo, da bi SME v Sloveniji imeli dejansko boljši dostop do kapitala. To bi se lahko kombiniralo z infrastrukturo zasebnega trga (PE/VC⁸), in sicer na način:

- ✓ da se zasebnemu kapitalu omogoči dostop do sodobnega zbiranja kapitala, trgovnih platform in informacijskih kanalov,
- ✓ da se imetnikom vrednostnih papirjev zasebnih kapitalskih družb omogoči dostop do "direktne" preglednosti za spremljanje dogodkov teh družb in ukrepanja ob takšnih dogodkih (sestaneke družbe, dostop do sklepov organov odločanja),
- ✓ povezovanje vlagateljev teh družb z »izstopnimi trgi«.

7. Omejena produktna polica naložbenih produktov

Slovenija ne izkorišča potenciala kapitalskih trgov v celoti, saj lokalnim vlagateljem ne ponuja kritnih obveznic, občinskih obveznic in ETF⁹ (od 8. 4. 2021 je na Ljubljanski borzi prisotnih 5 ETF družbe Expat). Za vlagatelje je zelo pomembno, da imajo na voljo širok nabor finančnih instrumentov, da razpršijo svoj portfelj, ključnega pomena pa je tudi za razvoj trga, saj lahko številni udeleženci na trgu, kot so občine, razpršijo svoje financiranje in znižajo svoje stroške financiranja z izdajo instrumentov, kot so občinske obveznice.

Za razvoj gospodarstva so pomemben instrument tudi kritne obveznice, saj zagotavljajo dolgoročno financiranje javnega sektorja za naložbe lokalnega javnega sektorja. Na trgih, kot sta Nemčija in Francija, izpostavljenost lokalne samouprave, ki jo refinancirajo izdajatelji kritnih obveznic, predstavlja približno tretjino dolga lokalne samouprave. Pomanjkanje kritnih obveznic lahko upočasni javne naložbe in splošni gospodarski razvoj v državi.

⁸ Private equity/Venture capital – zasebni/tvegani kapital.

⁹ Exchange-Traded funds

ETF sodijo med najhitreje rastoče naložbene produkte na svetu zaradi ključnih prednosti, kot so nizki transakcijski stroški in visoka likvidnost v primerjavi z njihovimi najbližjimi nadomestki, tradicionalnimi vzajemnimi skladi. Številni neprofesionalni in institucionalni vlagatelji imajo raje ETF kot standardne lastniške vrednostne papirje, Slovenija pa mora dohiteti druge države v privabljanju izdajateljev ETF in uvrstiti še več različnih ETF na organiziran trg. Po mnenju PwC/BTA je ohranjanje lokalnih in privabljanje tujih vlagateljev ključnega pomena za razvoj trga. Široka paleta produktov, instrumentov in virov financiranja bo povezala vlagatelje z izdajatelji in spodbudila razvoj gospodarstva in kapitalskih trgov. Glavne naloge na tem področju vključujejo zakonske spremembe, ki bi občinam omogočale izdajo obveznic, ustvarjanje spodbud za izdajo kritnih obveznic in širitev raznolikosti ETF, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

8. Postopek uvrstitve vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo

Izdaja vrednostnih papirjev je kompleksen proces in zahteva sodelovanje izdajatelja s potencialnimi vlagatelji ter z ATVP, LJSE in KDD. Vsi potrebni koraki niso izčrpano predstavljeni na enem mestu. Za potencialne izdajatelje pa bi bilo koristno, da bi imeli jasen pregled nad procesom, tako da bi lažje primerjali alternativne vire financiranja, kar bi jim omogočilo ustrezno načrtovanje potrebnih virov.

Dvoumnosti v zvezi s postopkom uvrstitve odvrtačajo potencialne izdajatelje, zlasti manjša podjetja, da svoje lastniške ali dolžniške vrednostne papirje uvrstijo na organiziran trg – Ljubljansko borzo. Izobraževanje potencialnih izdajateljev in pregledna predstavitev ustreznih stroškov bi lahko spodbudila dodatno kotacijo vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi.

9. Davčna strategija za razvoj kapitalskega trga

Na podlagi ocenjevanja trenutnih razmer na kapitalskem trgu, pogovorov z deležniki in primerjave s praksami drugih držav članic in tretjih držav PwC/BTA meni, da so za uspešen razvoj kapitalskega trga potrebne določene spremembe v davčnem sistemu.

Da bi oblikovali najustreznejšo davčno strategijo za kapitalski trg, morajo vlada, MF in ATVP določiti strateške in družbene cilje, ki jih je potrebno doseči v skladu s tem projektom, pri čemer je mogoče upoštevati naslednje možnosti:

- uvedba preišljenih davčnih spodbud kot glavnega orodja davčne politike za razvoj kapitalskega trga;
- znižanje davčnih stopenj za dividende in davka na dobiček od prodaje finančnih instrumentov;
- skrajšanje obdobja lastništva vrednostnih papirjev za doseganje nižjih stopenj davka na kapitalski dobiček;
- zagotavljanje stabilnega davčnega sistema;
- uvedba davčnih ovir za kripto sredstva;
- izvajanje REIT;¹⁰

¹⁰ Real estate investment trust – nepremičninski skladi

- poenostavitev davčnega sistema.

PwC/BTA meni, da bi uvedba vseh navedenih ukrepov lahko spodbudila spremembo vedenjskega pristopa vlagateljev do kapitalskih trgov in povzročila zanimanje za naložbe na kapitalskih trgih. Takšni ukrepi, če bi se izkazali za primerne v Sloveniji, bi po mnenju PwC/BTA lahko sprožili tudi naložbe na drugih področjih, ki jih zagovarja ta projekt, kot je na primer na področju ESG ali na področju inovacij.

10. Povezovanje s tujimi kapitalskimi trgi

Povezovanje kapitalskih trgov je proces poenotenja različnih kapitalskih trgov. To vodi k zmanjševanju razlik v tržnem tveganju in ceni. Poleg tega omogoča učinkovitejšo razporeditev kapitala. Čezmejno povezovanje v EU je ključni element enotnega trga in prostega pretoka kapitala. Poleg glavnih ukrepov, predlaganih v tem projektu, kot je ustvarjanje ponudbe s strategijo privatizacije, PwC/BTA meni, da lahko v Sloveniji tuji kapital dodatno poveča likvidnost in pozitivno vpliva na trg.

Trenutno je stopnja povezanosti slovenskega kapitalskega trga s tujimi trgi tretja najnižja med evropskimi državami (kazalnik meri AFME), kar je v skladu z naslednjimi opažanji: nizka stopnja tujih imetnikov lastniških vrednostnih papirjev, pomanjkanje javnih izdaj s strani tujih subjektov in pomanjkanje izdaj tujih podjetniških obveznic na organiziranem trgu.

Po mnenju PwC/BTA pa se lahko višja raven povezanosti doseže z nizom dejanj, ki vključujejo poenostavitev postopka kotacije za izdajatelje, na primer:

- s pripravo kontrolnega seznama z opisom korakov, ki jih mora izdajatelj izpolniti,
- z ustanovitvijo posebne svetovalne skupine, podobne enoti, ustanovljeni v Centralni banki Litve, ki promovira državo kot podporno mesto za naložbe in podpira podjetnike pri ustanavljanju podjetij v Litvi.

Slovenija bi prav tako morala poiskati način za uvedbo enostavne in pregledne ureditve za čezmejne naložbe s poudarkom na tujih pokojninskih skladih, naložbah zasebnega in tveganega kapitala v segmentu SME ter izboljšanju prepoznavnosti, predvsem manjših podjetij, vzpostavitev spletne platforme, ki povezuje podjetja in vlagatelje.

11. Transakcijski stroški lastništva finančnih instrumentov

Pomembna vrzel, ugotovljena na strani povpraševanja, se nanaša na razmeroma visoke transakcijske stroške in provizije, povezane z lastništvom finančnih instrumentov pri ponudnih investicijskih storitvah. Stroški so v povprečju bistveno višji kot v primerjalni skupini držav (Poljska, Estonija, Nemčija, Španija).

Povprečna provizija za nakup ali prodajo delnic na Ljubljanski borzi prek lokalnega ponudnika investicijskih storitev se na primer giblje med 0,7 %-0,8 %, odvisno od vrednosti posla. V primerjavi z Estonijo, kjer sta dva glavna ponudnika investicijskih storitev za trgovanje na lokalni borzi znižala transakcijske stroške na 0,0 %, se zdi, da je raven provizij v Sloveniji izjemno visoka in odvrča vlagatelje od trgovanja na Ljubljanski borzi.

Podobno je pri stroških, povezanih z lastništvom finančnih instrumentov in provizijami za izplačilo dividend. Najbolj so prizadeti manjši vlagatelji zaradi minimalnih provizij za vodenje računa (npr. 18 EUR na leto), in sicer ne glede na vrednost portfelja (pri večjih portfeljih navedeni znesek ne predstavlja pomembnega deleža). Glavni razlogi za visoke provizije so: nizka likvidnost trga in majhen promet, nizka raven konkurence (na trgu deluje le pet domačih ponudnikov investicijskih storitev, ki so hkrati tudi člani borze), dodatni stroški, ki jih zaračunavata CDD in Ljubljanska borza, kar povečuje končne stroške za vlagatelje, zastarela infrastruktura in pomanjkanje inovativnih rešitev za izvrševanje poslov (dva domača posrednika še vedno ne ponujata izvrševanja naročil preko elektronske platforme).

Po mnenju PwC/BTA je osrednja točka tega problema izjemno nizka likvidnost na trgu, zato bi morala biti ustvarjanje ponudbe in obsega prva dva koraka za reševanje tega problema. Temu bi moralo slediti povečanje konkurence in naravno znižanje stroškov. Poleg tega bi lahko bilo med drugimi rešitvami koristno tudi znižanje provizij, ki jih pobirajo upravljavci tržne infrastrukture (CDD in Ljubljanska borza), saj bi nižji stroški neposredno znižali ceno za vlagatelje in povečali povpraševanje.

12. Razpoložljivost nebančnega financiranja

Ob razmeroma razvitem bančnem sektorju v Sloveniji je dolžniško financiranje z izdajo obveznic in komercialnih zapisov predstavljalo le delček virov financiranja za nefinančna podjetja, v primerjavi z obsegom posojil, ki jih banke dajejo nefinančnemu sektorju. Čeprav je dolžniško financiranje na kapitalnih trgih doseglo vrhunec na robu svetovne finančne krize in ponovno v bančnem kreditnem krču leta 2013, nedavni trend kaže na občuten upad novih izdaj obveznic in komercialnih zapisov na Ljubljanski borzi. Podjetja kot vzrok za to, da v tem pogledu ne izkoristijo več tržnega potenciala, pogosto navajajo zapletenost postopka izdaje, visoke stroške izdaje, višje obrestne mere v primerjavi z bankami in več zahtev po poročanju.

Sprejeli bi se lahko določeni koraki za izboljšanje finančne pismenosti deležnikov in razumevanja prednosti in slabosti takšnih možnosti financiranja, izboljšanje preglednosti in spodbujanje te oblike financiranja z davčnimi spodbudami.

13. Likvidnost na Ljubljanski borzi

Ljubljanska borza je znana po nizki likvidnosti. To je bilo poudarjeno tudi v pogovorih z deležniki ter v izvedenih raziskavah pri malih vlagateljih in institucionalnih vlagateljih, nizko likvidnost na borzi pa pogosto omenjajo tudi slovenski upravljavci premoženja, ki

nezmožnost hitrega izstopa iz naložbe zaznavajo kot eno od pomembnih ovir za vlaganje v slovenska podjetja.

Trenutno samo Intercapital – hrvaško investicijsko podjetje na Ljubljanski borzi - zagotavlja storitev vzdrževalca likvidnosti, zato bi tovrstne aktivnosti lahko dodatno promovirali na lokalni ravni pri drugih ponudnikih investicijskih storitev in poslov.

14. Omejeno povpraševanje malih vlagateljev

Slovenija ima eno najvišjih stopenj varčevanja gospodinjstev med primerjalnimi državami (Poljska, Bolgarija, Španija, Finska, Slovaška, Hrvaška, Češka, Estonija, Avstrija in Romunija), vendar je stopnja naložb le povprečna, zaradi česar je delež vlog v celotnih finančnih sredstvih gospodinjstev višji od povprečja primerjane skupine. Eden od dejavnikov za takšno vedenje je pomanjkanje finančnega znanja, zaradi česar ljudje niso pripravljeni vlagati denarja na kapitalske trge in hranijo denar v oblikah, ki jih razumejo, kot na primer v preprostem bančnem depozitu.

Posledično slovenski kapitalski trg izgublja veliko sredstev, ki jih imajo gospodinjstva na bančnih računih in v depozitih. Stopnja varčevanja¹¹ gospodinjstev je v Sloveniji skoraj najvišja med primerjanimi državami (13,3 %), višja je le še v Romuniji (14,8 %). Čeprav je stopnja naložb¹² za 6,5 % nižja od povprečja v primerjalni skupini (7,3 %) in nižja kot npr. na Češkem (8,7 %), Slovaškem (7,2 %) ali Romuniji (6,8 %), kar kaže na nizek apetit po naložbah znotraj prebivalstva.

Glede na to, da je skupni obseg vlog gospodinjstev konec leta 2019 znašal 21,9 mrd EUR, bi prenos 10 % vlog in denarja na kapitalski trg povzročil priliv skoraj 2,2 mrd EUR sredstev na Ljubljansko borzo in v druge instrumente, ki so na voljo na slovenskem kapitalskem trgu. Povečal bi tudi skupni promet na organiziranem trgu, kar bi ponudnikom investicijskih storitev omogočilo ohranjanje prihodkov z nižjimi provizijami pri izvršenih poslih, s tem pa bi dodatno spodbudili razvoj kapitalskega trga.

Povečan promet in likvidnost lahko pritegneta tudi tuje vlagatelje na Ljubljansko borzo. Po mnenju PwC/BTA je glavna težava pomanjkanje finančnega znanja in strah ljudi pred vlaganjem in morebitno izgubo. Da bi se to spremenilo, bi moral obstajati vsedržavni program finančnega izobraževanja in spodbujanje vlaganja v vrednostne papirje na Ljubljanski borzi. Oblikovanje pokojninskega programa z vlaganjem sredstev na domačem organiziranem trgu bi prav tako povečalo zaupanje ljudi v vrednostne papirje, Ljubljansko borzo, kar pa bi podprlo ponudbo sredstev na slovenskem kapitalskem trgu.

¹¹ Stopnja varčevanja, opredeljena kot del bruto razpoložljivega dohodka, ki se ne porabi kot izdatek za končno potrošnjo.

¹² Stopnja naložb - po Eurostatu opredeljena kot delež investicij (npr. naložb v nepremičnine in njihovo obnovo) v razmerju do celotnih razpoložljivih dohodkov gospodinjstev, prilagojena za morebitne spremembe vrednosti naložb v pokojninskih skladih gospodinjstev.