**STRATEGIJA RAZVOJA TRGA KAPITALA V SLOVENIJI ZA OBDOBJE 2023-2030**

**KAZALO**

[1 UVOD 1](#_Toc125652081)

[2 NAMEN IN CILJI STRATEGIJE 3](#_Toc125652082)

[3 STANJE NA PODROČJU SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA 5](#_Toc125652083)

[3.1 Tržna kapitalizacija in razvoj slovenskega trga kapitala 5](#_Toc125652084)

[3.2 Institucionalno okolje in izvajalci storitev na slovenskem trgu kapitala 8](#_Toc125652085)

[3.3 Finančni instrumenti na organiziranem trgu 10](#_Toc125652086)

[3.4 Trg zasebnega kapitala 11](#_Toc125652087)

[3.5 Pregled zakonodaje na področju obdavčevanja na trgu kapitala 11](#_Toc125652088)

[3.6 Stanje digitalizacije storitev 13](#_Toc125652089)

[3.7 Projekti in zakonodajne spremembe na področju trga kapitala v EU 14](#_Toc125652090)

[3.8 Načrt za okrevanje in odpornost 15](#_Toc125652091)

[4 OPREDELITEV KLJUČNIH UKREPOV STRATEGIJE 17](#_Toc125652092)

[4.1 Vzpostavitev statusa razvijajočega trga 18](#_Toc125652093)

[4.2 Glavni stebri strategije 20](#_Toc125652094)

[4.2.1 Digitalizacija in vključenost MSP 20](#_Toc125652095)

[4.2.2 Krepitev ponudbe obveznic na trgu kapitala 25](#_Toc125652096)

[4.2.3 Finančno izobraževanje 29](#_Toc125652097)

[4.3 Podporni ukrepi 33](#_Toc125652098)

[4.3.1 Individualni finančni računi za finančne instrumente 33](#_Toc125652099)

[4.3.2 Dodatne spremembe zakonodajnega okolja za krepitev trga kapitala 34](#_Toc125652100)

[4.3.3 Vzpostavitev enotne vstopne točke 35](#_Toc125652101)

[4.3.4 Sprememba davčnega sistema 36](#_Toc125652102)

# UVOD

Glavni namen trgov kapitala je učinkovito zagotavljanje dostopnosti do finančnih virov v okviru finančnega sistema, izboljšanje porazdelitve tveganja in večja učinkovitost mobilizacije prihrankov v produktivne namene. Razvit trg kapitala razširja možnosti financiranja podjetij in omogoča boljšo prerazporeditev sredstev, kar pozitivno vpliva na gospodarsko rast in blaginjo, znižuje stroške finančnega posredništva ter pomaga krepiti finančno strukturo podjetij.

V Sloveniji se glavnina virov financiranja zagotavlja prek bančnega sistema. Ta je v Sloveniji dobro razvit in dosega visoko stopnjo zaupanja prebivalstva in gospodarstva, kar pa ne moremo trditi za trg kapitala. Namen strategije razvoja trga kapitala v Sloveniji je tako ciljnim skupinam približati delovanje in možnosti, ki jih vzporedno bančnemu sistemu ponuja trg kapitala, kot tudi omogočiti lažji in bolj pregleden dostop do finančnih virov na tem trgu.

Težave, s katerimi se slovenski trg kapitala sooča, so predvsem povezane z njegovo majhnostjo, tako v smislu likvidnosti, kot glede števila finančnih instrumentov, s katerimi se trguje, ter nerazvitostjo in neprepoznavnostjo. Slovenski trg kapitala ni prepoznan tako s strani institucionalnih investitorjev, ki tega trga ne prepoznajo kot primernega za svoje naložbene priložnosti, kot tudi domačih malih in srednjih podjetij (v nadaljevanju: MSP), ki bi lahko na trgu kapitala pridobivali dodatna finančna sredstva za svojo rast in razvoj, in nenazadnje malih vlagateljev, ki zaradi nepoznavanja delovanja tega segmenta finančnega sistema, trg kapitala dojemajo kot preveč tvegan in zapleten.

Tudi Evropska komisija (v nadaljevanju: EK) v svojih priporočilih Svetu iz leta 2019[[1]](#footnote-2) ugotavlja, da slovenska podjetja za kritje svojih potreb po financiranju še vedno močno zanašajo na bančna posojila in denarni tok in da je dostop do lastniškega kapitala na zasebnih trgih skromen. Poleg tega EK izpostavlja, da je tržna kapitalizacija Ljubljanske borze nizka in se še naprej zmanjšuje. Omejen in premalo razvit kapitalski trg v povezavi z neugodnimi okvirnimi pogoji, vključno z nizko stopnjo finančne pismenosti manjših podjetij, tako ovira pritok lastniškega kapitala v državo. Težaven dostop do lastniškega kapitala ovira rast inovativnih podjetij, pa tudi uveljavljenih podjetij, ki bi jim lahko koristila sprememba financiranja.

S ciljem identificiranja ukrepov, ki bi lahko prispevali k razvoju trga kapitala v Sloveniji, je bil v letu 2021 zaključen projekt krepitve in razvoja kapitalskega trga v Sloveniji (*Capital Market Enhancement and Development in Slovenia*, v nadaljevanju: CMDS), ki sta ga izvedli svetovalni družbi PricewaterhouseCoopers in BTA Consulting (v nadaljevanju: PwC/BTA) v sodelovanju z EK in aktivno udeležbo Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATVP) ter Ministrstva za finance (v nadaljevanju: MF). V okviru tega projekta je bila izdelana podrobna analiza slovenskega trga kapitala, kateri so sledile zaključne ugotovitve glede njegovih pomanjkljivosti, skupaj z akcijskim načrtom za njihovo odpravo. Bistveno sporočilo zaključenega projekta je bilo, da ob primerni strategiji in usklajenem ter usmerjenem delovanju vseh deležnikov na kapitalskem trgu, lahko tudi kapitalski trg, kot del finančnega sistema, pomembno pripomore k financiranju gospodarstva in posledično h gospodarski rasti.

Vse to so razlogi, ki zahtevajo ukrepanje države v obliki večjega števila koordiniranih aktivnosti na področju slovenskega trga kapitala, s ciljem obrniti več kot petnajstletni negativni trenda gibanja kazalnikov razvitosti kapitalskega trga v Sloveniji. Hkrati se na nivoju Evropske unije (v nadaljevanju: EU) izvaja ambiciozen akcijski načrt unije kapitalskih trgov (*Capital Market Union*, v nadaljevanju: CMU), kateremu se bo poskusilo s to strategijo čim bolj približati in posledično ustvariti bolj konkurenčen slovenski kapitalski trg, ki bi bil lahko primerljiv z ostalimi razvitimi evropskimi trgi.

# NAMEN IN CILJI STRATEGIJE

Namen strategije je določiti in predstaviti ukrepe, ki jih je potrebno izvesti, da se bodo uresničili zastavljeni cilji. Pri pripravi je bila posebna pozornost usmerjena v določitev takšnih ciljev, ki so izvedljivi in obenem pomenijo korak naprej pri razvoju slovenskega trga kapitala.

Določitev in predstavitev ukrepov strategije je oblikovana v okviru treh glavnih stebrov in povezanih podpornih ukrepov. Skupek zastavljenih ciljev vseh teh ukrepov pa je, da bo slovenski kapitalski trg bistveno prispeval k trajnostni gospodarski rasti v Sloveniji, zelenemu prehodu in digitalizaciji, na podlagi:

* inovacij in digitalizacije,
* vključenosti MSP ter njihove dostopnosti do lastniškega financiranja in dostopnosti investitorjem (tudi malim investitorjem) ter večje ponudbe novih produktov,
* bistveno izboljšane finančne pismenosti, ki bo pripravila in vključila prebivalstvo v povečan obseg digitalizacije in novih tehnologij na kapitalskem trgu in finančnih storitvah, in delno pripomogla k mobilizaciji bančnih vlog na trg kapitala.,
* vključenosti občin in lokalnih skupnosti pri financiranju zelenega prehoda.

Končni splošni cilj strategije pa je doseči status razvijajočega trga (*Emerging Market Status*, v nadaljevanju: EMS). Nadgradnja slovenskega trga v EMS bi pozitivno vplivala na likvidnost in tudi na obseg trgovanja na organiziranem trgu oziroma na celotnem trgu kapitala. Strukturirani ukrepi strategije, ki zajemajo celoten trg, organiziran in neorganiziran, njegovo dostopnost, učinkovitost, davčni režim, digitalizacijo, so namreč potrebni in zato tudi smiselni za dosego EMS.

Cilji so usmerjeni v ukrepe, ki so določeni glede na logično zaporedje njihove izvedbe, časovni okvir njihove realizacije, kompleksnost njihove izvedbe ter njihovo pomembnost. Pri izvajanju strategije pa bo ključno, da bo doseženo široko soglasje vseh deležnikov, kar bo vodilo za pripravo in izvajanje strategije tudi v prihodnjih letih.

Pomembna ugotovitev ob pripravi strategije je bila, da obstaja potencial v povezovanju vseh deležnikov, ki se oziroma so se v preteklih letih že ukvarjali z iskanjem rešitev na tem področju in tudi možnost sinergije med različnimi projekti, ki se bodo v okviru strategije začeli izvajati.

**Kvalitativni cilji** strategije so:

* umestitev slovenskega trga kapitala v krog prepoznavnih, modernih in uspešnih evropskih trgov kapitala;
* slovenskemu gospodarstvu, zlasti MSP, s pomočjo konkurenčnega, modernega, likvidnega in učinkovitejšega trga kapitala, zagotoviti čim boljši dostop do ustreznega lastniškega financiranja v smislu dostopnosti, obsega, ročnosti in željene strukture;
* spodbuditi razvoj obstoječih in novih tehnoloških in inovativnih MSP z visokim potencialom za hitro in vzdržno rast, na katerih bi lahko v prihodnosti temeljilo slovensko gospodarstvo;
* ustrezno reguliran slovenski trg kapitala približati prebivalstvu in mu omogočiti privlačno naložbeno okolje za strokovno in stroškovno učinkovito plemenitenje prihrankov.

**Kvantitativni cilji** strategije so določeni v obliki ključih kazalnikov uspešnosti (*Key Performance Indicators*, v nadaljevanju KPI), ki so: (i) letna povprečna vrednost dnevnega prometa z vsemi finančnimi instrumenti v določenem letu na Ljubljanski borzi (v nadaljevanju: LB) ali drugem mestu trgovanja v Sloveniji, (ii) število novih kotacij letno v okviru standardne ali prve kotacije na organiziranem trgu in (iii) tržna kapitalizacija trga na koncu posameznega koledarskega leta.

Projekt CMDS je predlagal vrednosti teh kazalnikov, ki naj bi bile dosežene do leta 2025. Ker se bo izvajanje strategije glede na predvidevanja iz projekta CMDS zamaknilo in ker je potrebno določiti realne in izvedljive cilje, je časovni okvir doseganja ciljev določen na leto 2030.

**Tabela 1: Ključni kazalniki uspešnosti razvoja slovenskega trga kapitala**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ključni kazalniki uspešnosti (KPI)** | **Stanje leta 2019** | **Stanje leta 2020** | **Stanje leta 2021** | **Stanje leta 2022** | **Ciljno stanje leta 2027** | **Časovni okvir doseganja ciljev** |
| Dnevni promet (delnice + obveznice) v milijonih EUR | 1,2 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | **4** | pred 2029 |
| Nove kotacije delnic | 0 | 0 | 0 | 1 | **min 2 na leto** | pred 2029 |
| Tržna kapitalizacija (% BDP) | 14,6 | 14,7 | 18,2 | 13,5\* | **20** | pred 2029 |
| Dnevni promet s strani institucionalnih vlagateljev | n/a | n/a | n/a | n/a | **25%** | pred 2029 |

Viri: Projekt CMDS in lastni izračuni

\* Upoštevana je tržna kapitalizacija konec leta 2022 in ekstrapoliran letni nominalni BDP za leto 2022 v višini 8,2%, kar je zadnja znana vrednost letne ravni BDP (Q3 2022).

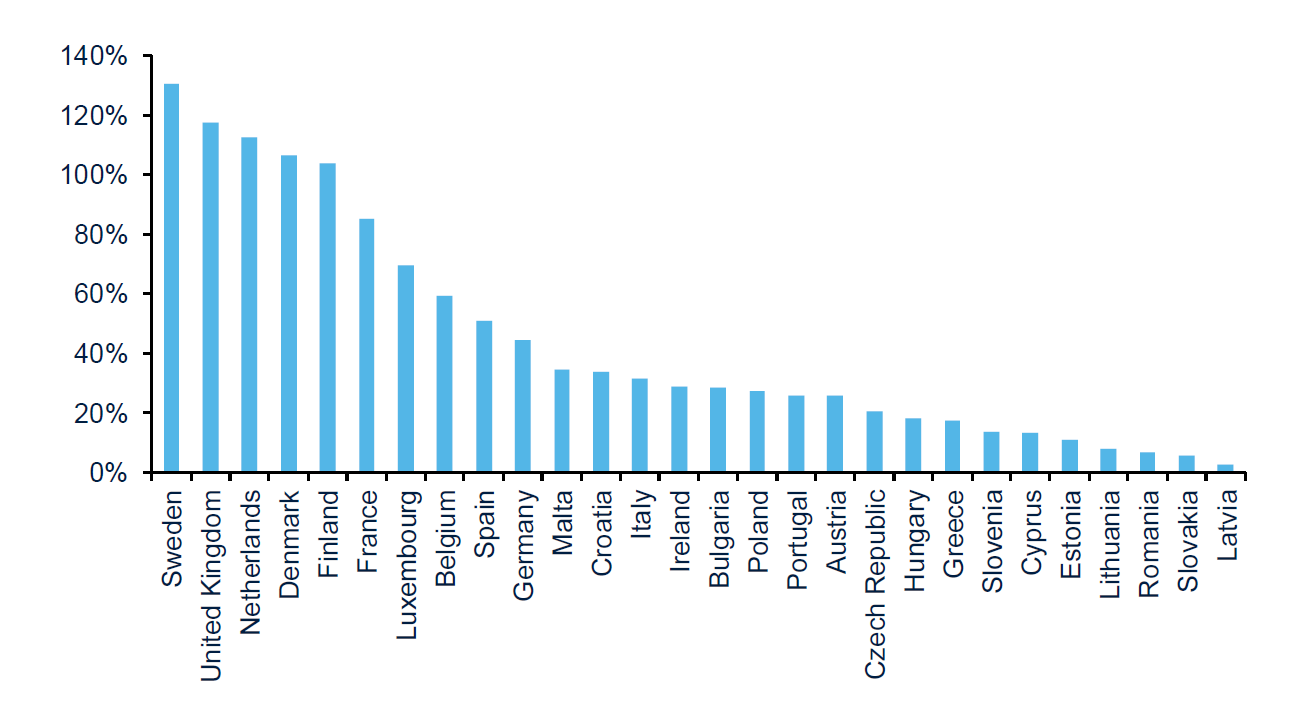
# STANJE NA PODROČJU SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA

Kot že uvodoma izpostavljeno, se slovenski trg kapitala sooča s težavami, ki so povezane predvsem z njegovo majhnostjo (tako v smislu likvidnosti, kot glede števila finančnih instrumentov) in je posledično neprepoznaven in nerazvit. Slovenska podjetja se za kritje svojih potreb po financiranju zanašajo predvsem na bančna posojila in denarni tok; tržna kapitalizacija Ljubljanske borze pa je nizka in se še naprej zmanjšuje. Posledica težavnega dostopa do lastniškega kapitala tako ovira rast inovativnih podjetij, pa tudi uveljavljenih podjetij, ki bi jim lahko koristila sprememba financiranja.

## Tržna kapitalizacija in razvoj slovenskega trga kapitala

Tržna kapitalizacija (znana tudi kot tržna vrednost) je cena delnice, pomnožena s številom delnic v obtoku za domače družbe, ki kotirajo na borzi. Že omenjena nizka tržna kapitalizacija v Sloveniji je v zadnjih letih tudi večkrat izpostavljena v različnih mednarodnih poročilih in raziskavah, kot sta denimo poročilo *Primary and secondary equity markets in the EU*[[2]](#footnote-3), ki jo je opravil Oxera Consulting LLP (v nadaljevanju: Oxera poročilo) ter poročilo evropskih trgov kapitala z naslovom *Capital Markets Union – Key Performance Indicators*[[3]](#footnote-4), ki jo je opravilo Združenje za finančne trge v Evropi (v nadaljevanju: AFME poročilo). Oxera poročilo med drugim analizira trg lastniškega kapitala v EU in primerja tržno kapitalizacijo med državami članicami EU in Združenim kraljestvom (v nadaljevanju: ZK). Kot je razvidno iz Slike 1, ki ponuja primerjavo tržne kapitalizacije med omenjenimi državami v letu 2018, ima Slovenija glede na druge države precej nizko tržno kapitalizacijo (merjeno kot % od BDP). Kot izhaja iz že predstavljene Tabele 1, se ta indikator tudi v letih 2019-2022 ni bistveno izboljšal.

Slika 1: Tržna kapitalizacija po državah EU in v ZK, kot % od BDP, 2018

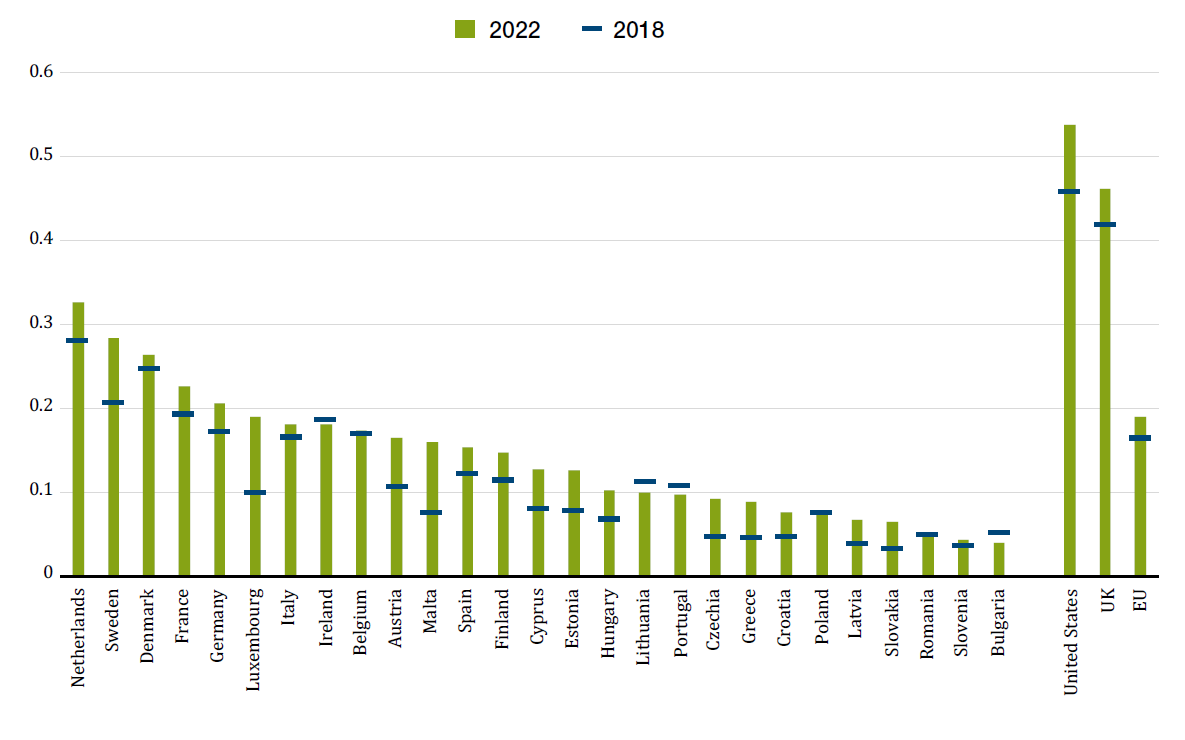


Vir: Oxera poročilo, 2020

Kot je ravno tako razvidno iz Tabele 1, je tržna kapitalizacija (kot % od BDP) konec leta 2021 znašala 18 %, kar je sicer pomembno povečanje v primerjavi z letom 2020, ko je znašala 14 %. Vendar gre pri tem predvsem za visoko rast vrednosti obstoječih delniških izdaj (v letu 2021 je delniški indeks SBI TOP zabeležil visoko 39,8 % rast), ki so bile pogojene z visokimi vrednostmi na velikih mednarodnih trgih kapitala. Konec septembra 2022 je zaradi padca vrednosti delniških indeksov na velikih trgih kapitala prišlo do padca tudi na slovenskem trgu, kar je ob relativno visoki rasti BDP v Sloveniji rezultiralo v zmanjšanju tega kazalnika na do zdaj najnižjo vrednost 12,4 %.

Razvitost slovenskega trga kapitala zelo nazorno prikazuje tudi AFME poročilo. Glede na omenjeno poročilo, ki se vsako leto izvaja od leta 2017 dalje, se slovenski trg kapitala na podlagi povprečja devetih ključnih kazalnikov uspešnosti (*Key Performance Indicators*, v nadaljevanju: KPI), v letu 2022 uvršča na predzadnje, tj. 27 mesto v konkurenci članic EU in ZK; v predhodnih letih pa je bila Slovenija uvrščena celo na zadnje mesto. Če denimo vzamemo pod drobnogled enega izmed bolj zanimivih indikatorjev, ki meri in primerja konkurenčnost kapitalskih trgov v EU in ZK, lahko vidimo, da je Slovenija tudi tu uvrščena na rep preučevanih držav. Navedeni indikator meri konkurenčnost kapitalskega trga s pomočjo sestavljenega indeksa, pri katerem so upoštevane naslednje vsebinske komponente: razpoložljivost kapitala, trajnost in digitalizacija, dostop do financiranja ter likvidnost trga. Indikator konkurenčnosti kapitalskega trga je sestavljen za vsako državo članico EU in za ZK ter za Združene države Amerike (v nadaljevanju: ZDA).

Slika 2: Indikator konkurenčnosti kapitalskega trga v državah EU, ZK in ZDA, kot indeks za leti 2018 in 2022



Vir: AFME poročilo, 2022

Kot je razvidno iz Slike 2, je indikator konkurenčnosti kapitalskega trga za Slovenijo nižji od večine držav članic EU ter od povprečja EU in se od 2018 skoraj ni spremenil.

Razloge za tako nizko konkurenčnost in nerazvitost slovenskega kapitalskega trga bo skušala preko zastavljenih ukrepov nasloviti tudi ta strategija. Ob tem pa je pomembno tudi razumeti, kateri so glavni dejavniki, ki so v preteklosti vplivali na razvoj slovenskega trga kapitala.

Na slovenski trg kapitala so v preteklosti vplivali predvsem naslednji dejavniki:

* Delniški trgi v svetu in posledično tudi v Sloveniji so v obdobju 2008-2009 močno upadli, zaradi česar so številni mali vlagatelji izgubili velik del svojih naložb; posledično se nekateri izmed njih niso nikoli več vrnili na trg.
* Zaradi nizke likvidnosti po padcu trga so številni tuji institucionalni vlagatelji zmanjšali svoje aktivnosti, medtem ko so se domači institucionalni vlagatelji usmerili na tuje trge.
* Globalna finančna kriza je v Sloveniji razkrila prezadolženost precejšnjega deleža podjetij. Mnoga med temi so tudi kotirala na LB. Preživela podjetja so po ponovni vzpostavitvi dobičkonosnosti z zadrževanjem dobičkov sicer spremenila kapitalsko strukturo v korist več lastniškega kapitala.
* Decembra 2007 je država prek javne ponudbe prodala 49 % delnic druge največje banke - NKBM. Številni mali vlagatelji so se zaradi takratne borzne konjunkture odločili za nakup teh delnic. Vendar so bile delnice NKBM leta 2013 odpisane zaradi prestrukturiranja banke in državne dokapitalizacije, zato so številni mali vlagatelji izgubili celotno naložbo, institucionalni vlagatelji pa so bili prisiljeni v odpis.
* Podrejene obveznice, ki so jih izdale največje slovenske banke (predvsem NLB, Abanka, NKBM, Banka Celje), so bile z donosi od 6 do 10 % privlačna naložba, zato so se številni mali vlagatelji, zavarovalnice in pokojninski skladi odločili za njihov nakup. Te obveznice so bile v obdobju 2013-2014 zaradi prestrukturiranja bančnega sektorja in dokapitalizacije s strani države v celoti odpisane.
* Zaradi priporočil evropskega semestra (ki se objavljajo za posamezne države), visokih donosov državnih obveznic in proračunskega primanjkljaja, je bil v obdobju 2014-2016 izveden še en krog privatizacije. Vlada se je odločila, da bo svoje deleže v podjetjih v državni lasti prodala strateškim vlagateljem. Več teh družb je kotiralo na borzi (npr. Aerodrom, Helios, Žito). S tem so bile delnice teh družb po prodaji umaknjene z borze, kar je ponudbo na trgu dodatno zmanjšalo. Poleg tega so banke prodajale pakete delnic (včasih kontrolne) v postopkih sprostitve nepoplačanih zavarovanih dolgov (izvajanje zastavnih pogodb za posojila MBO, zavarovana z delnicami podjetij) v nekaterih družbah, ki kotirajo na borzi, kjer je bil MBO delno izveden, in so jih v odprtem postopku prodale strateškim vlagateljem.
* Veliko podjetij, ki so v zadnjih letih dobila novega lastnika, ko so se iz njih umaknili ustanovitelji (ali lastniki, ki so jih obvladovali po privatizaciji in konsolidaciji lastništva, ki ji je sledila), je bilo prodanih (tujim) konkurentom in zato niso bila uvrščena na LB. Taka zamenjava lastnika je lahko posledica nerazvitega trga kapitala (ni prvih prodaj delnic, IPO), obenem pa tudi ohranja nizko razvitost.

## Institucionalno okolje in izvajalci storitev na slovenskem trgu kapitala

Trg kapitala sestavlja t. i. primarni trg (prve izdaje ali ponudbe novo izdanih finančnih instrumentov, izdaje dodatnih količin že izdanih finančnih instrumentov), in t. i. sekundarni trg (nadaljnji odkupi že izdanih finančnih instrumentov).

Slovenski trg kapitala sestavljajo finančne institucije, ki izvajajo različne finančne storitve:

* borznoposredniške družbe, banke in v določenih primerih tudi družbe za upravljanje opravljajo investicijske storitve in posle;
* družbe za upravljanje opravljajo storitve upravljanja kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (vzajemni sklad ali krovni sklad);
* upravljalci alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju: AIS) opravljajo storitve upravljanja AIS (alternativni vzajemni sklad, investicijska družba ali specialna komanditna družba);
* institucije tržne infrastrukture: LB, ki opravlja storitve upravljanja borznega trga in večstranskega sistema trgovanja (*Multilateral Trading Facility*, v nadaljevanju: MTF), ter Centralna klirinško depotna družba d.o.o. (v nadaljevanju: KDD), ki ima status centralne depotne družbe in opravlja storitev poravnave finančnih instrumentov.

Vse navedene institucije v skladu z zakonodajo za svoje poslovanje potrebujejo dovoljenje nadzornih institucij (ATVP in Banke Slovenije), ki njihovo delovanje tudi nadzorujejo.

Glede na podatke registra dovoljenj za opravljanje investicijskih storitev in poslov, ki ga vodi ATVP, je bilo leta 2022 v Sloveniji registriranih 21 družb, ki so imele dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev in poslov (to so, kot omenjeno banke, borzno posredniške družbe in družbe za upravljanje). Konec leta 2022 pa je bilo na LB aktivnih devet borznoposredniških družb in bank, ki so zagotavljale opravljanje borznoposredniških storitev (od tega le 4 z registriranim sedežem v Sloveniji).

ATVP ravno tako vodi register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, v katerem so vpisane vse družbe za upravljanje, ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Te družbe hranijo in vlagajo sredstva v imenu svojih strank, trenutno pa je v tem registru vpisanih 5 družb. Glede na zadnje dostopno letno poročilo, ki ga je pripravil ATVP za leto 2021[[4]](#footnote-5), je večina družb za upravljanje upravljala krovne sklade s podskladi (v nadaljevanju: vzajemni skladi). Konec leta 2021 so domače družbe za upravljanje upravljale 79 vzajemnih skladov, med katerimi so prevladovali delniški skladi.

Glede na podatke registra upravljavcev AIS, ki ga vodi ATVP v skladu z določbami Zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 32/15, 77/18, 161/21 in 101/22 – ZOAIS; v nadaljevanju: ZUAIS), pa je v tem registru trenutno vpisanih 42 upravljavcev AIS. Obseg sredstev v upravljanju upravljavcev AIS s sedežem v Republiki Sloveniji je konec leta 2021 znašal 375 mio. EUR, kar je predstavljalo 63,8 % porast glede na konec leta 2020. Ne glede na to pa obseg sredstev AIS ostaja skromen v primerjavi z obsegom sredstev vzajemnih skladov (8,6 %).

Ko govorimo o institucijah tržne infrastrukture, imata najbolj pomembno vlogo LB in KDD.

LB predstavlja organiziran trg vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov v Sloveniji in zagotavlja upravljanje borznega trga ter MTF z imenom SI ENTER. Slednji naslavlja tudi segment MSP, a je trgovanje na tem trgu skromno. Število vseh transakcij v letu 2020 je bilo 289, v letu 2021 292, v letu 2022 (do konca septembra) pa 278. LB je v 2021 v sodelovanju z Banko Slovenije tudi uspešno zaključila postopek uvrstitve SI ENTER na seznam sprejemljivih nereguliranih trgov Evropske centralne banke, kar je eden izmed kriterijev, ki jih morajo izpolnjevati dolžniški vrednostni papirji, da se lahko štejejo za primerno finančno premoženje pri zavarovanju kreditnih operacij Evrosistema. Kljub temu do povečanega trgovanja na tem trgu ni prišlo.

KDD ima v skladu z Uredbo 909/2014/EU[[5]](#footnote-6) položaj centralne depotne družbe z ustreznim dovoljenjem, kar pomeni, da upravlja sistem poravnave vrednostnih papirjev. Sistemi poravnave vrednostnih papirjev, ki jih upravljajo centralno depotne družbe, so zaradi ključnega položaja v postopku poravnave sistemsko pomembni za celotno delovanje trgov vrednostnih papirjev; imajo namreč pomembno vlogo v sistemih hrambe vrednostnih papirjev, prek katerih udeleženci poročajo o imetju vrednostnih papirjev vlagateljev in predstavljajo tudi ključno orodje za nadzor celote izdaje.

Najpomembnejši načini trženja družb, ki opravljajo investicijske storitve in posle v Sloveniji, so vzpostavljene mreže bank, zavarovalnic, odvisnih borznoposredniških zastopnikov in lastna prodaja. Ti načini trženja so se izkazali za zelo učinkovite, saj predstavljajo obliko neposrednega trženja zaradi razpoložljivosti pomembnih informacij o potencialnih strankah, kar omogoča ciljno usmerjanje na določene skupine strank. Tako na primer nekatere banke v Sloveniji svojim strankam ponujajo različne naložbene produkte (npr. vzajemne sklade, varčevalne načrte, individualno upravljanje premoženja, zavarovalne/investicijske police). Banke v Sloveniji ponujajo produkte, ki jih upravljajo njihove lastne družbe za upravljanje ali pa imajo sklenjene pogodbe s tretjimi upravljavci. Nekatere banke v Sloveniji ponujajo izključno tuje vzajemne sklade.

Sektor vzajemnih skladov v Sloveniji je v zadnjem desetletju doživel proces konsolidacije, katerega posledica je segmentacija trga na le nekaj večjih DZU (NLB skladi, Triglav skladi, Generali Investments in Sava Infond), ki so vsi razvili močno prodajno strukturo in naložbene svetovalce. Eno glavnih trženjskih orodij industrije vzajemnih skladov ostaja znižana vstopna provizija za vložena sredstva, ki je na voljo večkrat na leto.

Trženje finančnih storitev lahko doseže svoj namen le, če imajo potrošniki ustrezno finančno znanje, da lahko dovolj kvalitetno preučijo produkte in se odločijo za tiste, ki so najbolj skladni z njihovimi potrebami in zmožnostmi. Tako postaja finančno opismenjevanje glede vsebin zapletenih finančnih trgov vse pomembnejše. Vse bolj zapletene in zahtevne postajajo tudi finančne potrebe posameznikov, ki si lahko s finančnim izobraževanjem izboljšajo razumevanje finančnih produktov/storitev in konceptov ter razvijejo sposobnosti, ki jih potrebujejo za izboljšanje finančne pismenosti.

## FINANČNI INSTRUMENTI NA ORGANIZIRANEM TRGU

**Lastniški vrednostni papirji (delnice)**

Kljub izboljšanju gospodarskih razmer po krizi v letih 2009 in 2013, na trgu lastniških vrednostnih papirjev ni bilo novih kotacij, ki bi opazno povečale obseg skupnega prometa na LB, razen kotacije delnic NLB konec leta 2018. Sicer smo od leta 2009 dalje priča prihodu štiri novih izdajateljev delnic. Te nove kotacije so se izvedle v letih 2011, 2013, 2018 in 2022. Kljub temu velja omeniti, da je bil v letu 2020 s strani ATVP potrjen prospekt enega obstoječega izdajatelja za razširitev njegove kotacije in v letu 2021 dveh tovrstnih izdajateljev.

Skupno število izdajateljev, ki imajo svoje vrednostne papirje uvrščene na borznem trgu, se sicer zmanjšuje. Od začetka leta 2000, ko so na LB kotirale delnice več kot 200 izdajateljev, se število izdajateljev vsako leto zmanjšuje ali stagnira. Tako so denimo konec leta 2019 na LB kotirale delnice 29 družb, leta 2020 27, leta 2021 25 družb, leta 2022 pa je ta številka padla na 24. Konec leta 2022 je na delniškem in obvezniškem trgu skupaj kotiralo 52 dolgoročnih finančnih instrumentov, in sicer 24 delnic (od tega 9 delnic v prvi kotaciji, kjer kotirajo najboljši izdajatelji, in 15 delnic v standardni kotaciji) ter 28 obveznic.

Skupni promet na LB je leta 2020 znašal 400 mio EUR, leta 2021 380 mio EUR in leta 2022 431 milijonov EUR. Največji promet na LB je bil v letu 2022 ustvarjen v farmacevtskem sektorju, ki ga sestavlja le ena družba (Krka d.d.). Promet knjige naročil z delnicami te družbe je predstavljal 44,4 % celotnega prometa z delnicami na organiziranem trgu LB. Drugi pomembni sektorji so bili v letu 2022: bančništvo (delnice NLB d.d. z 19,5 % celotnega prometa), zavarovalništvo (predstavljalo je 12 % celotnega prometa), in trgovina z energenti (delnice Petrol d.d., z 10,2 % celotnega prometa).

Prvih pet delnic (TOP5) glede na promet v knjigi naročil je v letu 2022 predstavljalo 86,1 % celotnega prometa (Krka, NLB, Zavarovalnica Triglav, Petrol, Pozavarovalnica Sava). Po drugi strani je kar enajst družb v letu 2022 ustvarilo manj kot 100.000 EUR prometa, kar je zanemarljiva vrednost. V letu je bilo teh družb 9. To pritrjuje ugotovitvi, da slovenski borzni trg nima obsega in je z vidika ponudbe nerazvit.

**Dolžniški vrednostni papirji (obveznice, komercialni zapisi, zakladne menice)**

Podobno kot na primarnem trgu lastniških vrednostnih papirjev je tudi na primarnem trgu dolžniških vrednostnih papirjev. Od leta 2018 je svoj dolžniški instrument v javni ponudbi izdal en nov izdajatelj. Poleg tega so bili v letu 2020 s strani ATVP potrjeni trije prospekti dveh obstoječih izdajateljev za uvrstitev njunih obveznic v organizirano trgovanje, v letu 2022 pa en prospekt za uvrstitev obveznic v organizirano trgovanje izdajatelja, s katerega vrednostnimi papirji se do omenjenega soglasja na organiziranem trgu vrednostnih papirjev ni trgovalo.

Na LB so novembra 2022 kotirale obveznice, zakladne menice in blagajniški zapisi 8 izdajateljev, medtem ko jih je še leta 2019 kotiralo 16. Število kotirajočih obveznic vrsto let pada in ta trend se je nadaljeval tudi v zadnjih letih (leta 2020 jih je bilo 8, leta 2021 nato 5 in leta 2022 le še 2), zmanjšuje se tudi promet z njimi. Leta 2020 je skupni promet na trgu obveznic znašal 1,8 milijona EUR in leta 2021 0,2 milijona EUR. Za primerjavo, v obdobju 2001-2008 je promet z obveznicami znašal vsako leto več sto milijonov EUR. Tudi ob večjih vrednostih nezapadlih obveznic, se na trgu krepi naložbena strategija »kupi in drži«.

## TRG ZASEBNEGA KAPITALA

O zasebnih trgih govorimo, ko govorimo o naložbah v sredstva, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu. To med drugim vključuje zasebni kapital (naložbe v zasebna podjetja). Trg zasebnega kapitala (*Private Equity*, v nadaljevanju: PE) predstavlja segment, ki ima po mnenju PwC/TBA velik potencial za rast in je v Sloveniji relativno neizkoriščen. Je neustrezno zastopan na ravni nacionalne politike (ni javnega subjekta, odgovornega za razvoj sektorja MSP in njegovih deležnikov), kar dokazuje zelo omejena vrednost investicij na trgu zasebnega kapitala.

V letih 2012 in 2013 je skupna vrednost naložb znašala le 9 milijonov EUR, medtem ko je leto pred krizo ta številka znašala 14 milijonov EUR (0,037 % BDP). Po krizi je trg zasebnega kapitala leta 2014 spet postal bolj aktiven[[6]](#footnote-7). Tretji najvišji vrh je bil zabeležen leta 2016, ko je skupna vrednost naložb znašala 73 milijonov EUR (glede na BDP je znašala 0,183 %). Tudi naslednje leto je bilo po obsegu večje, saj je bila vrednost naložb 22 milijonov EUR (v razmerju do BDP je znašala 0,049 %, kar je peta najvišja vrednost po letu 2007), v letih 2018 in 2019 je bilo vsako leto realiziranih le po 1 milijon EUR naložb. V letu 2020 pa 19 milijonov EUR in leta 2021 407 milijonov EUR[[7]](#footnote-8) (kar predstavlja 0,791 % BDP) in predstavlja absolutni rekord. Pri tem gre v vsakem letu za prodaje osmih podjetij in leta 2021 za eno veliko transakcijo.

Prav tako smo priča pomanjkanju finančne izobrazbe in nezaupanja MSP pri pridobivanju finančnih sredstev od vlagateljev v lastniški kapital. Da bi spodbudili trg lastniškega kapitala, je bilo sprejetih nekaj ukrepov. Leta 2017 je Evropski investicijski sklad skupaj s SID Banko začel izvajati naložbeni program v višini 100 milijonov EUR[[8]](#footnote-9). Cilj programa je bil privabiti mednarodne naložbe v zasebni kapital in povečati lastniški kapital. Poleg tega je Slovenski podjetniški sklad za povečanje kapitalskih naložb v MSP leta 2018 vložil 8 milijonov EUR v Srednjeevropski sklad skladov in začel izvajati projekt "Soinvestiranje z zasebnimi vlagatelji".

## PREGLED ZAKONODAJE NA PODROČJU OBDAVČEVANJA NA TRGU KAPITALA

**Zakon o dohodnini (ZDoh-2)**

Z vidika Zakona o dohodnini je bil z ZDoh-1 v letu 2005 uveden celovitejši sistem obdavčevanja dohodkov iz kapitala (sintetična obdavčitev, po progresivnih davčnih stopnjah), največja sprememba v sistemu obdavčevanja tovrstnih dohodkov fizičnih oseb v omenjenem obdobju pa se nanaša na uvedbo ureditve (novela ZDoh-1, ki se je začela uporabljati s 1.1.2006), po kateri se dohodki iz kapitala (obresti, dividende in dobički iz kapitala) obdavčujejo z dohodnino po proporcionalnih stopnjah (v primeru dobička iz kapitala se stopnja dohodnine za vsakih dopolnjenih pet let imetništva kapitala zniža), tako plačani davek je dokončen davek. Taka ureditev je bila prenesena tudi v ZDoh-2. V omenjenem obdobju so se na splošno spreminjale oziroma dopolnjevale tudi opredelitve vrste dohodka, davčne osnove in oprostitev ter višina davčnih stopenj (nekaj teh je bilo opravljeni že s sprejemom ZDoh-2, nekaj pa z novelami ZDoh-2A, ZDoh-2E in ZDoh-2G, z ZUJF ter novelo ZDoh-2V in ZDoh-2Z). Po ZDoh-2 se dohodki fizičnih oseb v obliki dohodka iz kapitala (dividende, obresti in dobički iz kapitala) tako obdavčujejo cedularno, tj. po proporcionalni stopnji brez upoštevanja davčnih olajšav. Obdavčujejo se po 25-odstotni stopnji (op.: v letih 2007–2012 so se obdavčevali po 20-odstotni stopnji (z izjemo obresti, ki so se leta 2007 obdavčevale po 15-odstotni stopnji), v letih 2013–2019 po 25–odstotni stopnji, v letih 2020-2021 po 27,5-odstotni stopnji in od leta 2022 po 25-odstotni stopnji), ki pa se v primeru dobička iz kapitala zniža za vsakih dopolnjenih pet let imetništva kapitala (tj. do leta 2022 je bila po petih letih imetništva stopnja 20-odstotna, po desetih 15-odstotna, po petnajstih 10-odstotna, po dvajsetih letih imetništva pa se davek ni plačeval, od leta 2022 dalje pa je stopnja po petih letih imetništva 20-odstotna, po desetih 15-odstotna, po petnajstih letih imetništva pa se davek ne plača).

**Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI)**

Po trenutno veljavni ureditvi se tovrstni dobički, ki jih dosegajo fizične osebe rezidenti, obdavčujejo po 27,5-odstotni stopnji, ki se zniža za vsakih dopolnjenih pet let imetništva izvedenega finančnega instrumenta (tj. po petih letih imetništva stopnja 20-odstotna, po desetih 15-odstotna, po petnajstih 10-odstotna, po dvajsetih letih imetništva pa se davek ne plača). Dodatno pa je določena 40-odstotna stopnja davka od davčne osnove za dobičke, dosežene z odsvojitvijo izvedenega finančnega instrumenta pred potekom dvanajstih mesecev imetništva izvedenega finančnega instrumenta oziroma dvanajstih mesecev od sklenitve posla.

**Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2)**

Po ZDDPO-2 je davčna stopnja za obdavčitev dohodkov (tudi dividend in obresti) rezidentov in nerezidentov na viru (davčni odtegljaj) 15%. Osnova za obdavčitev je bruto znesek plačila navedenih dohodkov, davek pa je dokončni davek v Sloveniji. Davka se ne izračuna, odtegne in plača za plačila rezidentom in poslovnim enotam, ki jih imajo nerezidenti v Sloveniji, če upravičenec dohodka izplačevalcu sporoči svojo davčno številko. Kapitalski dobički niso obdavčeni na viru z davčnim odtegljajem. Kapitalski dobički rezidentov in poslovnih enot nerezidentov v Sloveniji so njihov redni dohodek/prihodek, ki se vključi v (splošno) davčno osnovo po ZDDPO-2 in obdavči po splošni davčni stopnji, ki je 19 %. Davčna osnova za davek od dohodkov pravnih oseb so prihodki in odhodki za poslovne namene, ugotovljeni po pravilih računovodenja, ki so v nekaterih primerih prilagojeni glede na posebna pravila iz ZDDPO-2. V ZDDPO-2 so implementirane EU direktive s področja podjetniškega obdavčenja, to so direktiva o skupnem sistemu obdavčitve matičnih in odvisnih družb iz različnih držav članic, direktiva o skupnem sistemu obdavčitve obresti in licenčnin med povezanimi osebami iz različnih držav članic, direktiva o skupnem sitemu obdavčitve reorganizacij družb iz različnih držav članic (davčna nevtralnost za kapitalske dobičke) in direktiva s pravili proti izogibanju davkom (tudi izstopna obdavčitev). V ZDDPO-2 je za odpravo dvojnega obdavčenja dohodkov rezidenta iz virov izven Slovenije določena metoda odbitka (tax credit). Prejete dividende in drugi deleži iz dobička se izvzemajo (exemption) iz davčne osnove brez pogoja minimalne kapitalske udeležbe ali trajanja te udeležbe, če je bil pri izplačevalcu plačan davek na dobiček. Ugodnost ne velja v primerih, če je izplačevalec dividend iz države z obdavčitvijo, ki je nižja od 12,5 %, pri čemer to niso države članice EU, in je država na seznamu, ki ga določi minister za finance, ali iz države, ki je na seznamu EU z jurisdikcijami, ki niso pripravljeni sodelovati v davčne namene, ali če je bilo pri izplačevalcu to plačilo odhodek oziroma je zmanjševalo davčno osnovo. Iz davčne osnove se izvzamejo tudi dobički iz odsvojitve lastniških deležev v višini 50 %, kot so določeni z ZDDPO-2, vendar pod določenimi pogoji (najmanj 8-odstotna udeležba, trajanje te udeležbe najmanj 6 mesecev, zaposlitev vsaj ene osebe nepretrgoma za polni delovni čas in ne gre za dobičke iz naložb v jurisdikcije s prej omenjenih seznamov).

**Zakon o davku na dodano vrednost (ZDDV)**

Po veljavni ureditvi so transakcije, vključno s posredovanjem (razen upravljanja, hrambe, investicijskega svetovanja in storitev v zvezi s prevzemi), z delnicami, deleži v podjetjih ali združenjih, obveznicami in drugimi vrednostnimi papirji, razen z dokumenti o lastninski pravici na blagu in pravicami in deleži, oproščene plačila DDV. Finančne transakcije, ki niso oproščene plačila DDV, so obdavčene s splošno, 22 % stopnjo DDV. Za upravljanje se šteje gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun posamezne stranke, ki se opravlja v skladu s predpisi, ki urejajo to področje. Donos iz vrednostnega papirja (dividende, obresti, kapitalski dobički), ki ne predstavlja plačila za opravljeno transakcijo, ni predmet DDV. Prav tako ni predmet DDV sama izdaja novih vrednostnih papirjev, pridobitev in imetništvo delnic. Transakcije z vrednostnimi papirji tudi niso podvržene obdavčitvi z davkom na finančne storitve, ki sicer obdavčuje provizijo določenih DDV oproščenih finančnih storitev, in sicer po stopnji 8,5 %.

## STANJE DIGITALIZACIJE STORITEV

Digitalizacija lahko MSP prinese velike priložnosti za izboljšanje učinkovitosti proizvodnih procesov in zmožnosti za inovacije pri izdelkih in poslovnih modelih. Z vidika mednarodnih primerjav Slovenije na zemljevidu digitalnih financ in digitalizacije ni ali pa se na lestvicah uvršča nizko. Tako denimo ni vključena v *EY Global FinTech Adoption Index 2019*, ki predstavlja 27 najboljših FinTech jurisdikcij na svetu, v globalnem indeksu Fintech 2020 pa je uvrščena na 54. mesto (velika večina držav EU je uvrščena višje). Slovenije tudi ni na seznamu regulatornih peskovnikov EU in inovacijskih vozliščih za FinTech, in nima pospeševalnika inovacij. Pri tem večina trgov EU take pospeševalnike ima, in sicer za bančništvo, zavarovalništvo in storitve na kapitalskih trgih. Že omenjeno AFME poročilo za leto 2022, kjer je predstavljen tudi FinTech indikator, ravno tako uvršča Slovenijo, v primerjavi z ostalimi EU državami, zelo nizko na tem segmentu.

Od znanih digitalnih aplikacij, ki nastajajo na slovenskih trgih kapitala, je izvajalcem projekta CMDS uspelo identificirati eno aplikacijo. KDD ustvarja primer koncepta z uporabo tehnologije razpršenih evidenc (*Distributed Ledger Technology*, v nadaljevanju: DLT[[9]](#footnote-10)) za nekatera korporacijska dejanja, npr. elektronsko glasovanje po pooblastilu in spletne skupščine delničarjev. Vendar primera celovite uporabe DLT tehnologije na slovenskem trgu kapitala še ni.

Leta 2018 je vlada sprejela akcijski načrt "*Slovenija - dežela inovativnih zagonskih podjetij*", vendar se večina pobud, ki so v njem vključene, zaenkrat še ni izvajala.

Sektor digitalnih financ v Sloveniji trenutno torej še nima potrebnih smernic o tem, kako in kje se lahko uvaja inovacije. Prav tako še ni določen organ, ki bi bil odgovoren za zagotavljanje digitalnega finančnega trga, zato je trenutno še premalo človeških virov, proračunskih sredstev in uspešnih pobud, namenjenih vodenju in spodbujanju tega sektorja.

Sicer je ob tem potrebno poudariti, da je v fazi vzpostavitve regulatorni peskovnik za uporabo digitalnih tehnologij ter da je Slovenija v letu 2019 pod vodstvom Ministrstva za gospodarstvo in tehnologijo, v čigar pristojnosti je omenjeni peskovnik, zagnala nacionalno testno infrastrukturo na podlagi tehnologije veriženja blokov *SI-Chain*[[10]](#footnote-11). Slednja naj bi omogočila testiranje in izvajanje obstoječih in novih aplikacij na podlagi te tehnologije za javni in zasebni sektor. Ali je projekt Si-Chain operativen in konceptualno primeren za uporabo in podporo finančnim storitvam in finančnih infrastruktur (trgovanje, poravnava poslov), se bo še preučilo.

## PROJEKTI IN ZAKONODAJNE SPREMEMBE NA PODROČJU TRGA KAPITALA V EU

EK si že od leta 2015, ko je bil objavljen prvi akcijski načrt za unijo kapitalskih trgov, prizadeva, da bi na evropski ravni vzpostavila CMU, ki bi zagotovila pretok naložb in prihrankov v vseh državah članicah ter odpravila razdrobljenost trgov kapitala v EU, ker se zaveda, da je to ključnega pomena za zagotavljanje financiranja predvsem malih in srednje velikih evropskih podjetij. Poleg tega bi povezan trg kapitala EU znatno prispeval k trajnemu okrevanju, trajnostni rasti ter stroškovno učinkovitemu zelenemu in digitalnemu prehodu.

V letu 2015 so bili tako že definirani trije poglavitni cilji CMU:

* zagotoviti večjo varnost dolgotrajnega varčevanja in dolgotrajnih naložb,
* povezati nacionalne kapitalske trge v enotni vseevropski trg kapitala ter
* podpreti zeleno, digitalno, vseobsegajoče in vzdržno ekonomsko okrevanje za zagotavljanje dostopnih virov financiranja.

Novembra 2021 pa je bil objavljen prvi obsežnejši CMU zakonodajni paket, ki vključuje zakonodajne predloge, s katerimi se želi:

* olajšati dostop do informacij o podjetjih, ki imajo sedež v EU (predlog ESAP, ki zajema predlog direktive in dveh uredb),
* dograditi pravila za poslovanje alternativnih investicijski skladov (v nadaljnjem besedilu: AIS) in kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v vrednostne papirjev (KNPVP), v smeri manjše razdrobljenosti, boljšega upravljanja likvidnosti, učinkovitejšega poročanja in učinkovitejše obravnave sredstev AIS s strani skrbnikov in odprave neskladij med pravili za AIS in KNPVP (predlog sprememb direktive AIFMD),
* olajšati delovanje evropskih dolgoročnih investicijskih skladov z razširitvijo obsega upravičenih naložb, spremembo definicije »resničnih sredstev«, znižanjem minimalnih pragov, večji fleksibilnosti struktur različnih vrst naložb, večji fleksibilnosti pri upravljanju in posedovanju sredstev skladov (predlog sprememb uredbe ELTIF),
* izboljšati preglednost in razpoložljivosti trgovalnih podatkov na trgu, vzpostaviti enake pogoje za velike in male vlagatelje in zagotoviti konkurenčnost EU tržnih infrastruktur na mednarodni ravni (predlog sprememb uredbe MiFIR in direktive MiFID).

Vsi navedeni zakonodajni predlogi so trenutno v postopku pregleda oziroma sprejema na ravni evropskih institucij.

S predlogom Direktive o določitvi pravil o olajšavi za zmanjšanje naklonjenosti zadolževanju v razmerju do lastniškega kapitala in o omejitvi odbitka obresti za namene davka od dohodkov pravnih oseb (*Debt-Equity Bias Reduction Allowance*, v nadaljevanju: DEBRA), katere predlog je bil objavljen 11. maja 2022, pa EK naslavlja asimetričnost davčne obravnave dolžniškega in lastniškega financiranja v EU, kar povzroča pristranskost pri naložbenih odločitvah v korist dolžniškega financiranja. Predlog lahko štejemo za dodaten ukrep v okviru akcijskega načrta za CMU, ki ga je EK sprejela septembra 2020, katerega zakonodajne aktivnosti potekajo v okviru delovne skupine s področja davčnega sistema.

Ob tem je pomembno zakonodajno področje tudi področje digitalnih financ, v okviru katerega je dne 22. 6. 2022 že stopila v veljavo Uredba (EU) 2022/858 o pilotni ureditvi za tržne infrastrukture na podlagi tehnologije razpršene evidence. V okviru tega zakonodajnega paketa velja omeniti še predloga Uredbe o trgih kriptoimetij (MiCA) in Uredbe o digitalni operativni odpornosti za finančni sektor (DORA).

Poleg predstavljenih zakonodajnih predlogov je EK decembra 2022 v okviru krepitve CMU objavila še tri nove zakonodajne pakete, ki vključujejo predloge, s katerimi se želi:

* zmanjšati upravno breme za podjetja vseh velikosti, zlasti za MSP, da bodo lahko z uvrstitvijo na organiziran trg lažje dostopala do javnega financiranja (zakonodajni paket na področju kotiranja podjetij na organiziranih trgih);
* uskladiti nekatera pravila o insolventnosti podjetij na ravni EU, da bi postala učinkovitejša in bi pripomogla k spodbujanju čezmejnih naložb (predlog direktive o insolventnosti podjetij);
* povečati privlačnost in odpornost klirinških storitev v EU, ki podpirajo odprto strateško avtonomijo EU in ohranjajo finančno stabilnost (zakonodajni paket na področju klirinških storitev).

Ti ukrepi bodo dodatno okrepili CMU z zmanjšanjem administrativnih bremen in stroškov za podjetja ter pripomogli k večji privlačnosti evropskih kapitalskih trgov. Podjetja bo to tudi spodbudilo, da kotirajo na kapitalskih trgih EU in tam tudi ostanejo. Lažji dostop do organiziranih trgov bo podjetjem omogočil boljšo diverzifikacijo in dopolnitev razpoložljivih virov financiranja. Vse navedeno pa bi lahko imelo pozitivne implikacije tudi na razvoj slovenskega kapitalskega trga.

## NAČRT ZA OKREVANJE IN ODPORNOST

Priprava strategije je del reformnih ukrepov v okviru Načrta za okrevanje in odpornost (v nadaljevanju: NOO), ki ga je EK potrdila julija 2021. V poglavju 3.2, komponenta 2, z naslovom Dvig produktivnosti, prijazno poslovno okolje za investicije, je ena izmed dveh predvidenih reform tudi krepitev trgov kapitala (reforma A). Znotraj te reforme je tudi zapisano, da bo *»Slovenija na podlagi EU projekta Krepitev segmenta alternativnih investicijskih skladov (AIS) pripravila nov Zakon o oblikah alternativnih investicijskih skladov, ki bo jasno definiral oblike AIS (alternativni vzajemni sklad, specialna komanditna družba in investicijska družba s stalnim kapitalom), s čimer se bo povečala pravna varnost tako ponudnikov kot tudi vlagateljev v AIS«*. V tem delu je bil omenjeni zakon že sprejet in sledi priporočilom iz omenjenega projekta, ki je bil izveden v okviru Programa Evropske unije za podporo strukturnim reformam. Zaključno poročilo projekta je vključevalo tudi predloge regulatornih sprememb, ki bi Republiki Sloveniji omogočile nadaljnji razvoj na področju AIS, specializiranih predvsem za naložbe v zasebni kapital in nepremičnine.

V nadaljevanju pa je bila podana zaveza, da se bo *»na podlagi EU projekta Krepitev in razvoj kapitalskega trga v Sloveniji in zbranih priporočil pripravila razvojna strategijo za slovenski trg kapitala. Oblikovana bo tudi enotna spletna točka o trgih kapitala. Cilj reforme je okrepiti sistem trgov kapitala, kar bo pripomoglo k okrevanju in zagonu gospodarstva in posledično k višji produktivnosti*«. V NOO se je torej Slovenija zavezala, da bo na trgu kapitala v naslednjih letih naredila konkreten premik, strategija pa določa ukrepe, ki bodo v ta namen potrebni.

Vsebina te strategije temelji na analizah in rezultatih projekta CMDS ter prispevku in dopolnitvah glede:

* osveženih podatkov in njim prilagojenih ugotovitev,
* nabora predlaganih ukrepov za izvedbo glede na posebnosti slovenskega trga kapitala ter
* izvedljivosti in z njo povezane časovnice.

Strategija je sestavljena iz niza ukrepov (projektov), namenjenih novim priložnostim za rast (pridobitev statusa razvijajočega trga; krepitev zagonskega trga MSP; podpiranje rešitev, povezanih z digitalnimi financami; krepitev finančne pismenosti izdajateljev in prebivalstva, ter s tem izboljšanje ponudbe finančnih instrumentov in povpraševanja s privabljanjem razpoložljivih prihrankov na trge kapitala, itd.).

Slovenija ima potencial za vzpostavitev uspešnega trga kapitala, zlasti sedaj, ko se s CMU izvajajo regulativne spremembe in možnosti, ki jih ponuja tehnološki razvoj. To se lahko doseže z aktivnim pristopom odločevalcev in vključitvijo razvoja trga kapitala v enega od pomembnih stebrov nacionalne strategije.

# OPREDELITEV KLJUČNIH UKREPOV STRATEGIJE

Izhodiščni cilj v uvodu omenjenega projekta CMDS je bil prepoznati glavne pomanjkljivosti slovenskega trga kapitala in določiti predloge konkretnih ukrepov za njegov razvoj. Kot rezultat je bil izdelan nabor ukrepov na 15-ih tematskih področjih trga kapitala. Znotraj posameznega tematskega področja je predstavljen nabor ukrepov, v katerem je na kratko opisan posamezni ukrep, določena je tudi pomembnost posameznega ukrepa, nosilni organi, ki naj ga izvedejo in časovni okvir izvedbe, če bi se pričelo z izvajanjem strategije v začetku leta 2023.

Predstavljen je časovni razpored ukrepov, ki ni dokončen in se bo prilagajal fazam odločanja glede posameznega ukrepa. Predlagani časovni razpored je specifičen za določeno četrtletje ali polletje, vendar še vedno omogoča, da institucije oz. organi prilagodijo svoje aktivnosti v danem četrtletju ali polletju. Za vsak ukrep je označena predlagana prioriteta oz. nujnost njegove izvedbe s pomočjo lestvice od 1 do 3, pri čemer je 1 najvišja prednostna naloga, 3 pa najnižja.

Predlagani so priporočeni datumi začetka izvajanja ukrepov, ki so odvisni od razpoložljivosti virov, ki bodo na razpolago s strani institucij oz. organov. Nosilni organ, opredeljen pri posameznem ukrepu, pripravi predlog ciljev ukrepa in akcijski načrt aktivnosti, ki jih je potrebno izvesti, da se ti cilji dosežejo in da se s tem ukrep uresniči. Vsak posamezen ukrep je potrebno izvesti v roku, kot je določen pri posameznem ukrepu (4. poglavje). Kjer je za posamezen ukrep določenih več nosilnih organov, se določi glavni nosilni organ, ki pripravi akcijski načrt in koordinira ostale nosilne organe v zvezi z aktivnostmi, ki so potrebne za uresničitev ukrepa. Če je pri posameznem ukrepu določen samo en nosilni organ, je ta hkrati tudi glavni nosilni organ. Glavni nosilni organ skrbi za izvedbo in uresničitev ciljev ukrepa. Cilji ukrepov morajo biti ustrezni, da se z njihovo uresničitvijo posamezen ukrep tudi izvede oz. izvaja, odvisno od narave in vsebine ukrepa. Glavni nosilni organ vsakih 6 mesecev pripravi poročilo v zvezi z ukrepom, za katerega je odgovoren, in sicer do konca meseca julija ter konca januarja naslednjega leta za polletno obdobje predhodnega leta, ter ga predloži v seznanitev Ministru za finance, ki nato na podlagi poročil nosilnih organov do konca februarja za preteklo leto poroča Vladi RS. Če je predviden časovni načrt posameznega ukrepa dolg pol leta ali krajši, potem glavni nosilni organ pripravi samo končno poročilo.

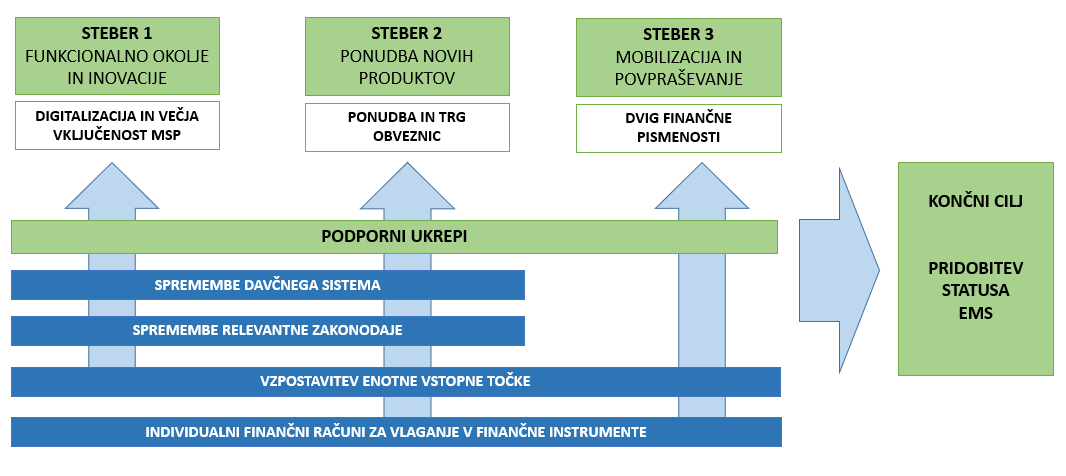
V shemi ukrepov, ki sledi temu poglavju, so za vsak posamezni ukrep določeni tudi cilji in/ali rezultati posameznega ukrepa. Večinoma so to izdelana poročila v zvezi z izvedenimi aktivnostmi in uspešnim doseganjem rezultata ukrepa z ustreznimi dokazili.

Kot že uvodoma izpostavljeno, je določitev in predstavitev ukrepov strategije oblikovana v okviru treh glavnih stebrov in povezanih podpornih ukrepov. Skupek zastavljenih ciljev vseh teh ukrepov pa je, da bo slovenski kapitalski trg bistveno prispeval k trajnostni gospodarski rasti v Sloveniji, zelenemu prehodu in digitalizaciji. Končni splošni cilj strategije je doseči status EMS.

Stebri strategije so zato naslednji:

1. Digitalizacija in vključenost MSP
2. Oblikovanje dodatne ponudbe na trgu kapitala v obliki obveznic
3. Spodbujanje finančnega izobraževanja

Grafični prikaz glavnih stebrov strategije in spremljajočih podpornih ukrepov:



Strategija in njeni osnovni stebri so podprti z naslednjimi podpornimi ukrepi:

* elektronski načini identifikacije za namen preprečevanja pranja denarja in financiranja terorizma;
* čimprejšnja implementacija določil Uredbe (EU) 2022/858 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 30. maja 2022 o pilotni ureditvi za tržne infrastrukture na podlagi tehnologije razpršene evidence (v nadaljevanju: Uredba DLT) v delu, ki spreminja Direktivo 2014/65/EU;
* uvedba individualnih računov za finančne instrumente;
* vzpostavitev enotne vstopne točke;
* konkretne zakonodajne spremembe za podporo stebra 1 in stebra 2 strategije;
* ciljno usmerjene spremembe davčnega sistema na področju kapitalskega trga za podporo stebra 1 in stebra 2 strategije.

## VZPOSTAVITEV STATUSA RAZVIJAJOČEGA TRGA

Pridobitev statusa razvijajočega trga EMS je končni cilj te strategije in vsi ostali zastavljeni ukrepi stremijo k temu cilju. Nadgradnja slovenskega trga v EMS bi pozitivno vplivala na likvidnost in tudi na obseg trgovanja na organiziranem trgu oziroma na celotnem trgu kapitala. Strukturirani ukrepi strategije, ki zajemajo celoten trg, organiziran in neorganiziran, njegovo dostopnost, učinkovitost, davčni režim, digitalizacijo, so namreč potrebni in zato tudi smiselni za dosego EMS.

Organizirani trg, ki ga v Sloveniji upravlja LB, trenutno ni pri nobenem izmed svetovno znanih ponudnikov delniških indeksov (MSCI, S&P, FTSE) pripoznan kot razvijajoči trg (EMS), ampak je uvrščen kot *frontier* trg. Zato **v zvezi s tem zaostaja za nekaterimi drugimi primerljivimi državami** in ni vključen v indekse in naložbene portfelje vlagateljev, ki vključujejo naložbe iz države oziroma trge s takšnim statusom. Dodelitev **statusa razvijajočega trga** (*emerging market status*, v nadaljevanju: EMS) bi namreč lahko pozitivno vplivala na likvidnost in obseg trgovanja na slovenskem borznem trgu.

Vsled navedenega se vzpostavi **delovna skupina EMS**, v okviru katere se ugotovijo trenutne glavne vrzeli, potrebni nujni ukrepi in postopki za pridobitev statusa razvijajočega trga pri različnih ponudnikih indeksov (MSCI, S&P, FTSE) in na tej osnovi pripravi akcijski načrt za izpolnitev zahtev EMS. Delovno skupino vodi predstavnik Ministrstva za finance, v njej pa sodelujejo tudi predstavniki ATVP, LB in zunanji strokovnjaki. ATVP in LB za namen delovne skupine stopita v stik s ponudniki indeksov EMS (FTSE, MSCI in S&P) in pridobita informacije o njihovih zahtevah za pridobitev statusa EMS. Delovna skupina tudi preuči možnost sodelovanja vsaj z dvema ponudnikoma (FTSE in MSCI), da bi se dogovorili o posebnih spremembah, ki so potrebne za odpravo trenutnih vrzeli.

Ponudnik indeksa MSCI vsako leto ocenjuje[[11]](#footnote-12), katere države spadajo v skupino t.i. *developed*, *emerging*, *frontier* ali pa *standalone* trgov. V okviru te klasifikacije je Slovenija trenutno uvrščena kot *frontier* trg. Pri ocenjevanju upoštevajo merila, kot so: odprtost za tuje lastništvo, enostavnost kapitalskih prilivov/odlivov, operativno učinkovitost trga, razpoložljivost naložbenih instrumentov in stabilnost institucionalnega okvira. Ta merila odražajo stališča mednarodnih institucionalnih vlagateljev, ki primarno poudarjajo enako obravnavo vlagateljev, prosti pretok finančnih sredstev in kapitala, stroške naložb, neomejeno uporabo borznih podatkov in tržna tveganja. S pridobitvijo tega statusa se poveča privlačnost trga in njegovih izdajateljev, ki so lahko vključeni tudi v različne EMS indekse, s čimer trg (in izdajatelji) pridobijo na mednarodni prepoznavnosti. **Pridobitev tega statusa bi lahko bila pomembna tudi za samo državo in njen bonitetni položaj**. Razvit kapitalski trg razširja možnosti financiranja podjetij ter prek zniževanja stroškov kapitala, izboljšane strukture financiranja in boljše prerazporeditve sredstev pozitivno vpliva na gospodarsko rast.

Glavni razlogi, ki preprečujejo, da bi Slovenija pridobila status EMS, se nanašajo prav na temelje kapitalskega trga – nezadostna tržna kapitalizacija, nezadosten obseg dela delnic v prostem obtoku oziroma na sekundarnem trgu (t.i. *free float*) in nezadostna likvidnost.

Vzroki za to so:

* premalo izdajateljev v slovenskem gospodarstvu, ki bi imeli interes uvrstitve svojih finančnih instrumentov na (slovenski) reguliran trg kapitala,
* premalo spodbud potencialnim izdajateljem, da bi uvrstili svoje finančne instrumente na reguliran trg kapitala,
* nezadostna likvidnost največjih delnic prve kotacije,
* prenizka tržna kapitalizacija obstoječih največjih družb prve kotacije na LB.

Kot enega od možnosti za spodbujanje likvidnosti in tržne kapitalizacije se bo preučila možnost oblikovanja sklada deležev podjetij v državni lasti (lahko manjšinskih), katerega delnice bi kotirale na LB. V zvezi s tem se bo pretehtalo formalne pogoje za oblikovanje takšnega sklada in načrt realizacije, če bi se izkazalo, da lahko tak sklad poveča likvidnost na LB.

**Akcijski načrt za doseganje statusa razvijajočega trga (EMS)**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Status razvijajočega trga** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Da |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Da |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | Vlada RS  MF  ATVP  LB |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1) Ustanovi se delovna skupina, ki jo vodi MF, v njej sodelujeta ATVP in LB ter po potrebi zunanji strokovnjaki. | MF  ATVP  LB | 2P 2023 | 1 |
| 2) Delovna skupina pripravi analizo vrzeli za potrebe doseganja statusa EMS in kontaktira ponudnike indeksov (MSCI, S&P, FTSE). | MF  ATVP  LB | 1P 2024 | 2 |
| 3) Pristop k realizaciji pridobitve statusa EMS. | MF  ATVP  LB | 2P 2024 dalje | 3 |

## GLAVNI STEBRI STRATEGIJE

### DIGITALIZACIJA IN VKLJLUČENOST MSP

Digitalizacija lahko prinese velike priložnosti za izboljšanje učinkovitosti proizvodnih procesov in zmožnosti za inovacije pri izdelkih in poslovnih modelih, predvsem za MSP. Uredba DLT naslavlja tudi ta področja, med drugim s ciljem spodbujati vzpostavljanja novih finančnih infrastruktur. Spremembe v zasnovi finančnega posredništva omogočajo časovne in stroškovne prihranke v procesiranju finančnih tokov, tudi globalnih, ob povečanju njihove transparentnosti in (morebiti) tudi varnosti za vpletene subjekte - uporabnike.

Digitalizacija financ namreč omogoča, da se sedanje finančne storitve, kot so že opredeljene v zakonodaji (npr. skrbništvo, investicijsko svetovanje, izvrševanje naročil) izvajajo z uporabo sodobnih tehnologij (npr. aplikacij), s čimer se lahko z izboljšanjem teh storitev poveča učinkovitost trgovanja, izvajanja drugih finančnih transakcij ali zmanjšajo stroški povezani s tem, oziroma oboje.

DLT oziroma tehnologija razpršene evidence predstavlja decentralizirano bazo podatkov, ki jo uporablja večje število uporabnikov v več vozliščih. DLT zajema več možnosti uporabe, pri čemer pa velja, da ima največji potencial uporaba tehnologije veriženja blokov[[12]](#footnote-13) (izgradnja verige medsebojno povezanih blokov, v katerih so shranjeni zapisi vseh veljavnih transakcij), saj najbolj daljnosežno posegajo v obstoječo ureditev finančnega posredništva. Gre za rešitve, pri katerih usklajevanje evidence poteka na način, da se posamično potrjujejo individualne transakcije in da to izvaja neomejen krog enakopravnih uporabnikov.

#### Vzpostavitev zagonskega trga MSP (SME growth market)[[13]](#footnote-14)

**CILJ:**

Enotna platforma za vlaganje v MSP, pridobivanje kapitala MSP (primarni trg) in hkrati zagotoviti učinkovito in enostavno, varno ter pregledno trgovanje (sekundarni trg).

Nova inovativna finančna infrastruktura vlaganja v MSP, oblikovana kot DLT TSS, v skladu z zakonodajno osnovo v Uredbi DLT. Operativna na podlagi DLT tehnologije kot skupen sistem trgovanja in poravnave DLT TSS.

Takšna DLT TSS platforma bo:

* ponujala dostop do trgovanja brez posrednika in tako tudi malim vlagateljem zagotavljala neposreden in poceni dostop;
* po DLT Uredbi regulator odobri izvzetje iz obveznosti posredovanja, da bi malim vlagateljem zagotovil neposreden dostop in jim omogočil poslovanje za svoj račun;
* omogočala trgovanje z deleži v MSP, ki so družbe z omejeno odgovornostjo, in dovoljevala bolj vključujoč dostop malih investitorjev do doslej »omejenega« investiranja v MSP in inovativne PE družbe.

Uporaba tehnologije DLT in z njimi povezano tehnologija veriženja blokov lahko prinesejo nove možnosti financiranja za MSP in učinkovitejše kapitalske trge. Spodbujanje razvoja digitalnih financ bi odprlo nove kanale za mobilizacijo financiranja v podporo zelenemu dogovoru in novi industrijski strategiji za Evropo.

Z namenom izkoriščanja priložnosti, ki jih prinaša digitalizacija in DLT tehnologija, je bil kot pomemben ukrep za razvoj trga kapitala pripoznana vzpostavitev enotne digitalne platforme za vlaganje v MSP. Slednja bo namenjena pridobivanju kapitala MSP (primarni trg) in hkrati zagotavljanju učinkovitega, enostavnega, varnega ter preglednega trgovanja (sekundarni trg). Temu ustrezno je oblikovan prvi steber strategije razvoja trga kapitala, v okviru katerega se predvideva vzpostavitev digitalnega trga MSP.

Pogoji, pod katerimi lahko trenutno MSP uvrstijo svoje finančne instrumente na organizirani trg, za njih pogosto predstavljajo izzive, predvsem v smislu večjih administrativnih obremenitev in stroškov. Ti jih zato odvračajo od vstopa na ta trg. Cilj je, da bi omenjena platforma ponujala dostop do trgovanja brez posrednika in bi tako tudi malim vlagateljem zagotavljala neposreden dostop. V skladu z Uredbo DLT lahko regulator (ATVP) odobri izvzetje iz obveznosti posredovanja ter tako malim vlagateljem zagotovi neposreden dostop in jim omogočil poslovanje za svoj račun. Platforma bi lahko omogočala tudi trgovanje z deleži v MSP, ki so družbe z omejeno odgovornostjo in dovoljevala bolj vključujoč dostop malih investitorjev do trenutno omejenega investiranja v inovativne PE družbe, oziroma omogočila dostop do kapitalskih naložb, ki so načeloma omejene za večje in institucionalne investitorje.

Z vidika vlagateljev so vrednostni papirji manjših izdajateljev bolj tvegani, saj so:

* prihodki MSP v svojih zgodnjih fazah razvoja in tudi sicer glede zanesljivosti in diverzifikacije bolj negotovi,
* manj likvidni,
* manj prepoznavni med vlagatelji in
* manj pokriti z analizami na trgu priznanih izvajalcev analiz, povezanih z vrednotenjem finančnih instrumentov.

Vendar pa so MSP pomemben in propulziven del gospodarstva, zato je ustvarjanje raznolikega in dinamičnega finančnega okolja ključnega pomena za njihovo dejavnost. Slovenija bi morala izkoristiti vse priložnosti, ki jih ustvarja regulativni okvir EU, da bi pripomogla k spodbujanju segmenta trga MSP z namenom olajšati dostop do kapitala za tovrstna podjetja.

Vzpostavitev nove podkategorije MSP znotraj kategorije MTF in registracija teh trgov bi povečala njihovo prepoznavnost in privlačnost z vidika vlagateljev. V skladu s 326. členom Zakona o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 – popr., 66/19 in 123/21; v nadaljevanju: ZTFI-1) lahko namreč upravljavec MTF pri ATVP vloži vlogo za registracijo MTF kot zagonskega trga MSP.

LB sicer upravlja platformo MTF z imenom SI ENTER, katere cilj je tudi vzpostaviti trg MSP. SI ENTER je vpisan v register mest trgovanja pri Evropskemu organu za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju: ESMA) kot MTF, vendar ni vpisan kot zagonski trg MSP. SI ENTER segment trgovanja ni učinkovit, ne z vidika likvidnosti in dostopnosti tako izdajateljev kot vlagateljev in posrednikov, kot tudi ne za MSP-je in zato ni primeren za izvedbo navedenih strateških ciljev.

Trgi MTF niso rešitev za vsa vprašanja, ki zadevajo MSP, vendar so zaenkrat v razvoju svetovnih kapitalskih trgov najboljši model. SI ENTER glede na dosedanje izkušnje niti pri izdajateljih niti pri vlagateljih ni prepoznan kot ustrezna oblika trga, tudi njegova likvidnost je zato nizka. To je lahko posledica nekaterih funkcionalnih ovir in pomanjkljivosti, kot sta odsotnost ureditve vzdrževalcev trga ter odsotnost jasnega in avtomatiziranega sistema poravnave.

**Zato bodo šla prizadevanja s ciljem oživitve kapitalskega trga tudi v smer vzpostavitve novega trga, ki bo združil zagonski trg MSP s trgoma zasebnega in tveganega kapitala**[[14]](#footnote-15) **z novo tehnično infrastrukturo z namenom, da bi imela MSP v Sloveniji boljši dostop do kapitala.** Pri tem je potrebno:

* zasebnemu kapitalu omogočiti dostop do sodobnega zbiranja kapitala, trgovalnih platform in informacijskih kanalov,
* imetnikom vrednostnih papirjev družb zasebnega kapitala dostop do neposrednih in celovitih informacij za spremljanje dogodkov na področju zasebnega kapitala in ukrepanje v teh dogodkih (skupščina družbe, dostop do notarjev),
* povezati vlagatelje družb zasebnega kapitala z "izhodnim trgom" (exit market).

Takšna nova platforma za MSP (ki ne bi bila edinstvena v Evropi) se lahko tudi uradno registrira kot mesto MTF in pridobi regulativni status zagonskega trga MSP.

To pomeni, da bi pri trgovanju posredniki sodelovali le pri vnosu naročil za trgovanje, ali pa je trgovanje v celoti neposredno, in se malim vlagateljem zagotovi neposreden dostop in jim omogočil poslovanje za svoj račun, vključno s poravnavo (kar je ena od trenutnih težav pri SI ENTER). Torej je trgovanje in poravnava organizirana neposredno z vlagatelji, in na podlagi DVP[[15]](#footnote-16).

Na področju ukrepov v panogi digitalnih financ se bo tako v okviru predmetne strategije izvedel projekt uvedbe platforme za neposredno poravnavo poslov s pomočjo tehnologije razpršenih evidenc. Cilj je, da bi se tehnične in pravne podlage za takšno digitalno platformo pripravile v okviru prijave projekta pri eni od mednarodnih razvojnih institucij. Zaradi zahtevne vsebine bi se za uspešno izvedbo projekta angažiralo tudi zunanje strokovnjake z izkušnjami z vzpostavljanjem tovrstnih platform v drugih državah.

**Akcijski načrt za zagonski trg MSP**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Zagonski trg MSP** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Da |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Delno kot podjetniški svetovalci |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | MF  ATVP  MGTŠ  LB  MDP |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| Analiza pravnih in tehničnih podlag ter priprava akcijskega načrta za vzpostavitev nove tehnične in operativne platforme za MSP, ki bi pridobila status "zagonskega trga MSP", z uvedbo vgrajenega izboljšanega postopka poravnave (instant DVP), ki temelji na DLT tehnologiji. | **MF**  ATVP  LB | 2P 2023 -2P 2026 | 1 |

#### Elektronski načini identifikacije za namen preprečevanja pranja denarja in financiranja terorizma

Projekt CMDS izpostavlja težavo v slovenski ureditvi čezmejnega trgovanja, ki je po navedbah PwC/BTA draga, okorna in neučinkovita. Lep primer tovrstnih težav je postopek vključevanja strank, ki ni digitaliziran in pogosto zahteva fizično prisotnost. Takšne ovire, čeprav bi jih lahko obravnavali kot zelo specifične in z omejenimi negativnimi učinki, pomenijo konkurenčno pomanjkljivost v primerjavi s pomembnimi trgi zunaj Slovenije.

Elektronska identifikacija je pomemben dejavnik v poslovanju podjetij in v razmerjih, v katera vstopajo posamezniki. Pravni okvir je na tem področju jasno in transparentno oblikovan na celotnem EU področju in zagotavlja med drugim tudi ustrezne različne načine elektronske identifikacije glede na ravni tveganja nepravilne identifikacije (*misuse*), zlorabe (*abuse*) in kraje identitete. Slednje je ključno za povečanje transparentnosti in daje vsem deležnikom ustrezno orodje, da sami ocenijo raven zanesljivosti, ki jo želijo ali potrebujejo glede identifikacije. S tem okvirom se zagotavlja možnost jasnega ugotavljanja odgovornosti, ki je ključna za pravno predvidljivost tovrstnih aktivnosti, kot tudi pravna varnost in zaupanje udeležencev poslov in transakcij.

Na podlagi Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št. 48/22, ZPPDFT-2), ki v 35. členu uvaja možnosti, da se poleg neposredne osebne identifikacije, identifikacije na podlagi sredstva elektronske identifikacije in identifikacije z uporabo videoelektronske identifikacije pod določenimi pogoji omogočijo tudi drugi varni daljinsko upravljani ali elektronski postopki oziroma sredstva za identifikacijo. Ministrstvo za finance pripravlja pravilnik, na podlagi katerega bo pri identifikaciji strank zavezancev, omogočena uporaba novih tehnologij in olajšani postopki identifikacije v odnosu do strank. Pravilnik bo podrobneje določil zahteve in pogoje, ki jih morajo izpolnjevati identifikacijska sredstva in postopki ugotavljanja in preverjanja istovetnosti strank, pri opredeljevanju zahtev in pogojev pa se bodo upoštevali tudi cilji omogočanja tovrstne identifikacije, ki so bili prepoznani znotraj pravnega okvirja na ravni EU. S takšnimi rešitvami se bo olajšalo administrativno breme odpiranja in upravljanja računov, ki jih imajo vlagatelji odprte pri članih tržne infrastrukture, kar je pomemben korak v smeri debirokratizacije vlaganja.

#### Potrebni postopki za izvajanje Uredbe DLT

Glede na to, da določbe Uredbe DLT, ki naslavljajo spremembe Direktive 2014/65/EU, še niso prenesene v slovenski pravni red, bodo za izvedbo ukrepa potrebne spremembe zakonodaje.

Uporaba tehnologije razpršene evidence, ko so vsi posli evidentirani v razpršeni evidenci, lahko pospeši in združi trgovanje in poravnavo na skoraj realni čas ter bi lahko omogočila združitev trgovalnih in potrgovalnih storitev in dejavnosti. Trenutna opredelitev pojma finančni instrument v Direktivi 2014/65/EU izrecno ne vključuje finančnih instrumentov, izdanih z uporabo vrste tehnologij, ki podpira razpršeno evidentiranje šifriranih podatkov, in sicer tehnologije razpršene evidence. Da bi s tovrstnimi finančnimi instrumenti lahko trgovali na trgu v skladu z obstoječim pravnim okvirom, bi bilo treba opredelitev finančnih instrumentov iz Direktive 2014/65/EU spremeniti, da bi jih vključevala. Te spremembe bodo v slovenski pravi red implementirane s spremembami ZTFI-1, kjer se bo na ta način razširila opredelitev finančnih instrumentov tudi na finančne instrumente, ki se izdajo na podlagi tehnologije razpršene evidence. Aktivnosti v zvezi s temi spremembami bo izvajalo Ministrstvo za finance.

Za potrebe izvedbe tega stebra strategije je v splošnem potrebno sistemsko zagotoviti pravno okolje in podlage, ki omogočajo poslovne modele, osnovane na DLT tehnologiji, in sicer na podlagi naslednjih izhodišč:

* optimalne pravne podlage, ki omogočajo uporabo novih tehnologij, medtem ko trg sam določi, katera tehnologija je prevladujoča;
* ciljne spremembe zakonodaje, ki so potrebne za zapolnitev praznin ali nekonsistentnosti glede uporabe novih tehnologij vključno z DLT,
* funkcionalne spremembe in tehnološko nevtralen pravni pristop brez sprememb osnovnih pravnih konceptov, z določitvijo izjem glede določenih tehnologij;
* upoštevanje pravne varnosti in preprečevanje zlorab v zvezi z uporabo novih tehnologij.

Cilj teh sistemskih sprememb pa je Slovenijo umestiti kot atraktivno in verodostojno lokacijo v smislu pravne varnosti glede inovacij in uporabe novih tehnologij.

### KREPITEV PONUDBE OBVEZNIC NA TRGU KAPITALA

**CILJ:**

Oblikovanje dodatne ponudbe na trgu kapitala z obveznicami.

Vzpostavitev ponudbe in trga obveznic bo temeljila na izdaji in trgovanju (likvidnosti) :

* podjetniških obveznic, predvsem zelenih, po ESG standardih,
* hipotekarnih in komunalnih obveznic,
* občinskih obveznic - pod pogoji, ki bodo določeni v Zakonu o financiranju občin,
* državnih obveznic z nižjimi apoeni.

Trg kapitala, tudi za občinske obveznice, omogoča transparentnost in javna razkritja na trgu, ki jih pri tradicionalnem bančnem financiranju ni. V primeru občinskih obveznic se tudi:

* zmanjšuje prevladujoč položaj bank pri financiranju lokalnih skupnosti,
* povečuje avtonomnost financiranja lokalnih skupnosti, z lastnim in strukturiranim zadolževanjem (ponavljajoče izdaje) za določene zdržne in zelene projekte.

Izdaja in trgovanje (likvidnost) obveznic, še posebej pri občinskih in manjših projektno naravnanih izdajah, je lahko omejeno ali problematično zaradi stroškov (izdaje, trgovanja, poravnave, posrednikov) ter omejenih sredstev in finančnih znanj na lokalnem nivoju. Ti dve oviri se premostita preko strateškega stebra 1 (vključitev obveznic v digitalni SME trg) in stebra 3 (dvig finančne pismenosti).

Kot je predstavljeno v tretjem poglavju, je bilo v okviru CMDS projekta ugotovljeno, da je obseg trgovanja na obvezniškem segmentu slovenskega trga kapitala precej majhen, zato so potrebni ukrepi, ki bodo spodbudili ponudbo obveznic in promet z njimi.

Eden od ukrepov, ki bi pripomogel k večji prepoznavnosti trga obveznic, je izvedba prenove zakonskega okvira za izdajo **podjetniških obveznic**, in sicer nadomestitev sedanjega zakona o vrednostnih papirjih[[16]](#footnote-17) z novim modernim zakonom, ki bi urejal to področje. Na podlagi novega zakona bo podjetjem lahko omogočen nov vir financiranja. Trg kapitala pa bo dobil nov pomemben segment trgovanja.

Na področju **komunalnih in hipotekarnih obveznic** kljub moderni zakonodaji, ki ureja to področje, izdaja teh obveznic s strani finančnih institucij v praksi ni zaživela, kljub temu, da od leta 2021 velja nov Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Uradni list RS, št. 123/21; v nadaljevanju: ZHKO-2), ki je usklajen s pravnih redom EU in je popravil določene vsebine, ki so bile v prejšnjem zakonu morda preveč oziroma neustrezno regulirane. Verjetno je razlog, da zakon ni zaživel v praksi tudi v tem, da so te obveznice regulirane na način, da predstavljajo zelo varne naložbe. Zakon tako natančno ureja pogoje, pod katerimi so lahko obveznice izdane, določa zelo podrobna pravila glede kritnega premoženja in postopka vrednotenja nepremičnih, zaradi česar se banke verjetno raje odločajo za bolj enostavne produkte. Hipotekarne in komunalne obveznice so namreč oblika kritih obveznic, ki jih lahko na podlagi ZHKO-2 izdajajo le banke oziroma kreditne institucije.

Na ravni EU je razvoj trgov kapitala in nestabilnost bančnega sektorja v zadnjem desetletju vplival na spodbujanje in razvoj **občinskih obveznic**. V številnih državah članicah so postale pomemben vir financiranja in razpršitve virov financiranja za lokalne oblasti ter imajo pomembno vlogo pri razvoju trga kapitala kot varno sredstvo za vlagatelje[[17]](#footnote-18). Le redke države članice so tiste, kjer lokalne skupnosti ne morejo izdajati občinskih obveznic, med njimi je tudi Slovenija.[[18]](#footnote-19)

Lokalne, občinske obveznice so lahko strukturirane kot zelene, se pravi izdane na podlagi vzdržnih infrastrukturnih projektov. Tako lahko pripomorejo k izvedbi zelenega prehoda. Namreč lokalne skupnosti so bistvene pri izvedbi zelenega prehoda in razogljičenja družbe. Poleg tega financiranje občin z obveznicami povečuje avtonomnost financiranja lokalnih skupnosti, z lastnim in strukturiranim zadolževanjem.

PwC/BTA sta mnenja, da Slovenija ne izkorišča celotnega potenciala kapitalskih trgov, saj vlagateljem na slovenskem trgu kapitala ne ponuja kritih obveznic. Hkrati je raznolikost instrumentov pomembna za vlagatelje, da razpršijo svoje premoženje. Pomembna je tudi za razvoj trga, saj lahko številni udeleženci na trgu, kot so npr. občine, z izdajo občinskih obveznic, razpršijo svoje financiranje in znižajo njegove stroške.

To področje trga kapitala se bo krepilo z dopolnitvijo zakonodaje, ki ureja to področje, državnimi spodbudami in s preučitvijo morebitnega pilotskega programa izdaje občinskih obveznic, ob upoštevanju omejitev oz. varovalk, ki so potrebne glede na naravo in posledice zadolževanja občin. Trenutno občine v skladu z Zakonom o financiranju občin (Uradni list RS, št. 123/06, 57/08, 36/11, 14/15 – ZUUJFO, 71/17, 21/18 – popr., 80/20 – ZIUOOPE, 189/20 – ZFRO, 207/21 in 44/22 – ZVO-2; v nadaljevanju: ZFO-1) ne smejo izdajati obveznic. Posledično je ta vrsta financiranja na trgu popolnoma odsotna, kar omejuje tako ponudbo na trgu kot tudi možnosti financiranja lokalne samouprave. Vzpostavitve pravnega okvira za izdajo obveznic in odprava trenutne "prepovedi" tovrstnih instrumentov, bosta občinam omogočili pridobivanje finančnih sredstev v postopku izdaje obveznic in prispevali k ustvarjanju ponudbe na javnem trgu kapitala. Postavljeni pravni okvirji bodo določali specifične pogoje, pod katerimi lahko občine izdajajo obveznice, poleg že obstoječih splošnih pogojev največjega obsega možnega zadolževanja občine po ZFO-1.

Pri **državnih obveznicah** pa je potrebno upoštevati njihovo specifiko in vlogo, saj so namreč primarni instrument financiranja državnega proračuna. Tako mora dinamika, velikost, ročnost in tudi način izdaje obveznic v prvi vrsti zagotavljati temeljne strateške cilje zadolževanja in upravljanja z dolgom državnega proračuna. Zaradi relativno majhnega obsega izdanih državnih vrednostnih papirjev in tudi omejenega števila primarnih izdaj, je dostopnost do državnih vrednostnih papirjev na primarnem in sekundarnem trgu za fizične osebe omejena. Ob upoštevanju teh posebnosti, se bo kot enega od ukrepov predmetne strategije preučilo možnosti izdaje državnih obveznice za male vlagatelje. Za doseganje tega cilja, tj. večje dostopnosti državnih obveznic in zakladnih menic tudi za fizične osebe, pa bo potrebno sodelovanje širokega kroga deležnikov kapitalskega trga.

**Akcijski načrt za krepitev ponudbe obveznic na trgu kapitala**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Enotna vstopna točka** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Da |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Da |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | MF  MJU  ATVP  BS |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Preučitev obstoječe zakonodaje in izdelava predloga njenih sprememb, ki bodo urejale izdajo podjetniških obveznic in bodo prilagojene sodobnim trendom (kot so digitalne finance). | **MF**  ATVP  BS | 1P 2023 – 1P 2024 | 1 |
| 1. Priprava spremembe ZFO-1, ki bo občinam omogočila izdajo dolžniških vrednostnih papirjev ob jasno določenih omejitvah. | **MJU**  MF  ATVP  BS | 2P 2023 – 2P 2024 | 2 |
| 1. Proučiti možnosti (in s proučevanjem najdene možnosti tudi izvesti) za ustvarjanje spodbud za izdajo podjetniških, kritih in občinskih obveznic občin (kot so kontinuirane, večkrat ponavljajoče izobraževalne kampanje, promocije itd.). | **MF**  ATVP  BS | 2P 2023 – 2P 2025 | 2 |
| 1. Izvesti, z ustreznimi spodbudami podprtim pilotnim programom, izdaje občinskih ali/in kritih obveznic. | **MF**  ATVP  BS | 1P 2024 – 1P 2025 | 2 |
| 1. Preučitev možnosti izdaje državnih obveznic za male vlagatelje z nižjimi apoeni. | **MF**  ATVP  BS | 1P 2024 – 1P 2026 | 3 |

**Zelene obveznice**

Zaradi aktualne okoljske situacije, ki jo naslavlja Evropski zeleni dogovor, bi bilo potrebno ukrepe, povezane z okoljskimi, socialnimi in upravljavskimi dejavniki (*environmental, social and governance*, v nadaljevanju: ESG), ki jih v projektu CMDS predlagata PwC/TBA, izvesti; vendar pa se zaradi obsega in številčnosti vseh ostalih področij, ki so bili predlagani v okviru projekta CMDS, tovrstne ukrepe tokrat ne vključuje v strategijo kot glavne oz. ključne ukrepe. A navedeno ne pomeni, da Slovenija ne bo tudi na tem področju aktivna in ne bo sledila evropskim zakonodajnim okvirom ter jih podpirala.

Zato je potrebno izpostaviti, da je Slovenija dne 23. junija 2021 uspešno izdala prvo trajnostno obveznico RS88 v višini 1 milijarde evrov z ročnostjo 10 let, ki zapade 1. julija 2031. S to prelomno transakcijo je Slovenija prva med državami Srednje in Vzhodne Evrope ter druga med državami članicami Evropske unije, ki je izdala trajnostno obveznico. S to izdajo želi slediti praksam naprednih držav ter najnovejšim evropskim smernicam. Zaradi nadaljnjih aktivnosti na tem področju, je Vlada Republike Slovenije oktobra 2022 ustanovila delovno skupino za namen izdaje zelenih, socialnih oziroma trajnostnih obveznic Slovenije. Temu je 4. januarja 2023 sledila še druga izdaja trajnostne obveznice v višini 1,25 milijarde evrov. Gre za 10-letno trajnostno obveznico RS91 z zapadlostjo 11. marec 2033.

Zelene, socialne oziroma trajnostne obveznice se ne razlikujejo od drugih dolžniških vrednostnih papirjev. Namenjene so projektom s pozitivnim vplivom na okolje in socialne pravice. Poleg ustanovitve delovne skupine, je vlada določila tudi aktivnosti za izdajo zelenih, socialnih oziroma trajnostnih obveznic, ki se opravljajo v skladu z načeli in smernicami Združenja mednarodnih trgov kapitala za trajnostne obveznice ter evropsko taksonomijo o zelenih naložbah. Delovna skupina bo med drugim podala mnenje glede projektov, ki se financirajo s prejemki zelene, socialne oziroma trajnostne obveznice Slovenije ter pripravila dokument Okvir trajnostnih obveznic Slovenije.

Za celotni finančni sistem bo za prihodnje poslovanje eden od bistvenih premislekov trajnostna naravnanost poslovanja. Finančne institucije morajo celovito obravnavati vsa tveganja in tako predvideti tudi vpliv podnebnih in okoljskih tveganj pri sprejemanju svojih poslovnih odločitev. Vloga finančnih institucij pri prehodu na zeleno gospodarstvo je zelo pomembna in lahko v tem segmentu okrepi tudi trgovanje na kapitalskem trgu. Potrebno pa je počakati na dokončni sprejem ustreznih aktov in predpisov EU ter predvsem na vzpostavitev relevantnih praks in standardov v EU. Kot je bilo uvodoma že poudarjeno, pa bo Slovenija pri teh procesih na ravni EU aktivno sodelovala.

### FINANČNO IZOBRAŽEVANJE

**CILJ:**

Finančna pismenost bo zlasti:

* ustvarila boljše razumevanje kapitalskih trgov ter pomagala pri boljši informiranosti glede odločitev o dolgoročnih naložbah;
* državljane pripravila na vse večjo integracijo digitalnih tehnologij v finančnem sektorju.

Finančna pismenost in povezane iniciative bodo oblikovane v kombinaciji z drugimi splošnimi cilj, kot je spodbujanje zelenega in inovativnega podjetništva MSP, in v okviru zelenega prehoda omogočiti državljanom in podjetjem kot potencialnim vlagateljem razumevanje pomena ESG (environmental, social, governance), EU taksonomije glede finančnih instrumentov in produktov in njihov vpliv na investicijske odločitve povezane z okoljem.

Na takšen način se lahko prispeva k mobilizaciji prihrankov na trg kapitala, ki je usmerjeno v trajnostno in zeleno preobrazbo ekonomije.

### 

V Sloveniji večina zadolževanja gospodarstva še vedno poteka preko bančnega kreditiranja. Že več let je viden trend upadanja tako izdaj novih finančnih instrumentov kot tudi njihove uvrstitve na organiziran trg. Primarni razlogi za to naj bi bili v nepoznavanju postopkov, visokih stroških izdaj (v primerjavi z bančnim kreditiranjem), višjimi obrestnimi merami ter strožjih zahtevah glede poročanja in transparentnosti.

V ta namen so potrebni ukrepi na področju izboljšanja finančne pismenosti v gospodarstvu in s tem razumevanja prednosti in slabosti različnih oblik financiranja, k čemur bi lahko pristopili različni deležniki. Oblike izobraževanj so namreč odvisne od naslovnikov. Za vodstva družb so primerna izobraževanja v zvezi s postopki zadolževanja preko trga kapitala, predstavitev prednosti tega načina financiranja, predstavitev pomembnosti zagotavljanja transparentnosti in vpliva, ki ga ima kotacija na tržno vrednost podjetja ter izvedbo izobraževanja na temo diverzifikacije virov zadolževanja, ki se je izkazalo kot pomembno predvsem v času gospodarske krize v letu 2008. Dodatno je smotrno uvesti posebne programe izobraževanje na področjuorodij v digitalnih financah, saj je razvoj tega področja še posebej v ospredju in je pomembno, da mu gospodarstvo sledi. Ker je trajnostno financiranje ESG vse pomembnejše naložbeno področje, je pomembno tudi tovrstno usmerjeno izobraževanje potencialnih vlagateljev.

Vsa v akcijskem načrtu predlagana izobraževanja naj se periodično večkrat ponavljajo v posodobljeni in aktualizirani obliki.

1. **Akcijski načrt za** **izobraževanje deležnikov s področja ponudbe virov financiranja**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Izobraževanje deležnikov na trgu na strani ponudbe** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Ne |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Ne |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | Vlada RS  MF  MDDSZ  MVI  MGTŠ  ATVP  LB  SPS  ZDU  BS  AZN |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Izobraževanje finančnih direktorjev in lastnikov podjetij je sestavljeno iz 5 korakov: 2. Pregledna predstavitev zahtevanih informacij in stroškov izdaj za finančne direktorje in lastnike podjetij. 3. Predstavitev primerjav stroškov izdaje s skupnimi stroški odobritve bančnega posojila. 4. Priprava in predstavitev orodij za izračun efektivnih obrestnih mer posojil in efektivnih obrestnih mer izdanih dolžniških vrednostnih papirjev za natančnejšo primerjavo in lažje odločanje. 5. Predstavitev, zakaj sta večja preglednost in poročanje dobra za podjetje in njegovo tržno vrednost. 6. Izobraževanje o diverzifikaciji virov financiranja in posledično boljših pogajalskih izhodiščih (ni razloga, da bi diverzificirali le stranke in dobavitelje podjetij, ne pa tudi ponudnikov financiranja). | **ATVP**  LB  SPS | 2P 2023 – 1P 2024 | 1 |
| 1. Proučiti možnost državnih spodbud za stroške izdaje za spodbujanje dejavnosti izdaje vrednostnih papirjev in uvrstitve na LB. | **MF**  ATVP | 2P 2023 – 2P 2024 | 2 |
| 3) Izvajanje izobraževalnih kampanj za spodbujanje trajnostnega financiranja ESG:  a. za potencialne izdajatelje  b. za male vlagatelje | **LB**  SPS  ATVP  ZDU GIZ | 2P 2023 – 2P 2024 | 3 |
| 4) Izvajanje izobraževalnih kampanj o taksonomiji EU. Zagotoviti skupno razumevanje, kaj je trajnostna dejavnost in kaj je zato trajnostna naložba, ter kateri ukrepi se bodo sprejeli in izvajali za zaustavitev lažnega zelenega oglaševanja. | **ATVP**  LB  SPS | 2P 2023 – 2P 2027 | 3 |

Trg kapitala bi bilo potrebno približati tudi posameznikom, saj postajajo njihove finančne potrebe vse bolj zapletene, ki jih ne morejo nasloviti le z bančnimi depoziti. Tako bi se lahko s finančnim izobraževanjem potrošnikov izboljšalo njihovo razumevanje finančnih instrumentov, produktov, storitev in konceptov. S tem lahko razvijejo sposobnosti, ki jih potrebujejo za izboljšanje finančne pismenosti. V ta namen bi bilo potrebno prenoviti Nacionalni program finančnega izobraževanja, tako da bi v praksi omogočili večjo povezovanje deležnikov, ki že izvajajo določene programe finančnega izobraževanja. Eden od ključnih ukrepov bi moral biti tudi uvrstitev tematike osnovne finančne pismenosti v šolske izobraževalne programe.

Tako potrošniki kot podjetja bi morali razpolagati z osnovnim finančnim znanjem (osnovami finančne pismenosti), da bi se lahko pri vlaganjih odločali tudi za, z vidika finančnega znanja, zahtevnejše finančne naložbe in se na drugi strani pri zadolževanju ne bi odločali le za bančne vire. Finančna pismenost pa ne pomeni le osnovnih znanj o vsebinah teh produktov, ampak tudi znanj o tveganjih, kar je še posebej pomembno pri novih produktih, predvsem s področja digitalnih financ, kjer določene izkušnje iz prakse mnoge odvračajo od tega, da se odločijo za takšne produkte, ali jih nasprotno že v sami osnovi odvrnejo od odločitve za takšne produkte. V tej zvezi bi bila ključna tudi vloga regulatorjev finančnega trga, ki bi lahko s sistematičnimi obvestili o tveganjih in informacijah o tem, kako so produkti nadzorovani, potrošnike in podjetja vzpodbujali k bolj premišljenim odločitvam oziroma določene tudi vzpodbudili k odločitvam za preudaren nakup takšnih finančnih produktov.

V sodelovanju EK, Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) ter držav članic EU, je v začetku leta 2022 nastal okvir finančnih kompetenc za odrasle v Evropski uniji. Objavljene finančne kompetence za odrasle so prvi pomemben korak, sedaj je na državah članicah in zainteresiranih straneh, da ga razširijo in uporabijo v konkretnih politikah in izobraževalnih orodjih[[19]](#footnote-20).

Za večjo participacijo vlagateljev je smiselno uvesti tudi program izobraževanja vlagateljev ter programe izobraževanje uvesti v šolski sistem. V sodelovanju EK, OECD ter držav članic Evropske unije je v teku priprave okvir finančnih kompetenc za mladino do 18. leta starosti, ki bo predvidoma zaključen v 2023. Vsebine bi bilo primerno umestiti v prenovljene šolske kurikulume, ki so v fazi prenove.

Slovenija ima med primerjanimi državami eno najvišjih stopenj varčevanja gospodinjstev in hkrati eno najnižjih stopenj naložb gospodinjstev na finančnih trgih, kar pomeni da obstaja pomemben potencial za povečanje tega deleža. Eden od dejavnikov takšnega ravnanja je nizek nivo finančnega znanja, kar vodi v nadpovprečno nenaklonjenost tudi strokovnemu in stroškovno učinkovitemu dolgoročnemu vlaganju v ustrezno razpršena tržna delniška premoženja. S tem pa slovenski trg kapitala in posledično gospodarstvo izgublja veliko potencialnih sredstev, vlagatelji pa premoženje, ki bi ga lahko porabili npr. za gmotno varnejšo starost.

Za spremembo tega stanja bi bilo potrebno prevetriti Nacionalni program finančnega izobraževanja in promocijo vlaganja v finančne instrumente, uvrščene na trge v Sloveniji. Pristopiti bi bilo potrebno k projektu Evropska komisija ali OECD, ki je zelo aktivna na področju finančnega izobraževanja, s pomočjo katerega bi v Republiki Sloveniji izvedli kampanjo finančnega izobraževanja, na primer z več delavnicami, namenjenimi tako posameznikom, kot podjetjem.

1. **Akcijski načrt za izobraževanje in s tem izboljšanje povpraševanja malih vlagateljev**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Izobraževanje malih vlagateljev** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Ne |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Ne |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | MF  ATVP  LB  AZN |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Ustanovitev delovne skupine za pripravo   centraliziranega finančnega opismenjevanja s promocijo vlaganja v FI, VS, VPS in domačega kapitalskega trga. V okviru tega posodobitev in nadgradnja Nacionalnega programa finančnega izobraževanja (NPFI) iz leta 2010 z akcijskim načrtom, ki bo temeljil na dobrih praksah iz tujine in aktualnih nacionalnih potrebah. | MF  BS  ATVP  LB  Interesna združenja (ZDU, SZZ, ZBS,…) | 1P 2023 – 1P 2025 | 2 |
| 1. Prenova Nacionalnega programa finančnega izobraževanja, da bo ta sledil novim trendom v finančni industriji, naslovil tako posameznike kot tudi podjetja, in omogočil ustrezne informacije na pravih mestih. | MF  Vlada RS  BS | 2P 2023 | 1 |

## PODPORNI UKREPI

### INDIVIDUALNI FINANČNI RAČUNI ZA FINANČNE INSTRUMENTE

Področje ukrepov za vzpostavitev individualnih finančnih računov za finančne instrumente (v nadaljevanju: IFRFI) naslavlja možnost dolgoročnega varčevanja fizičnih oseb na podlagi vlaganja v finančne instrumente. Osnovna lastnosti takega računa je, da lahko varčevalec izvaja vplačila in menjavo finančnih instrumentov znotraj računa pod posebnimi pogoji, ki so lahko davčno ugodnejši in podvrženi manj administrativnim poročanjem.

Cilj je, da bi uvedba takšnega računa omogočala fizičnim osebam dolgoročno varčevanje v finančnih instrumentih, ki si jih bo lahko varčevalec izbral sam ali jih bo po njegovem pooblastilu izbiral upravljavec. Varčeval bo lahko bodisi v periodičnih (npr. mesečnih) vplačilih bodisi poljubnih vplačilih. Gre za enega od načinov, kako bi se lahko bančne depozite gospodinjstev preusmerilo v finančne instrumente oz. na kapitalski trg. Na ta način pride do dvojnega učinka - zmanjšanje depozitov in pridobitve novega kapitala za financiranje gospodarstva.

S tem ukrepom se želi okrepiti vlaganje malih vlagateljev na kapitalske trge in s tem tudi na slovenski trg kapitala, kar vodi k večjemu povpraševanju po finančnih instrumentih na LB in zavedanju, da lahko podjetja pridejo po financiranje tudi na trg kapitala.

Glavna posebnost tega računa bo, da lahko varčevalec kupuje oz. prodaja finančne instrumente na tem računu, ne da bi s tem dejanjem ustvarjene davčne obveznosti. Davčna obveznost varčevalca se bo ugotavlja le ob izplačilu denarnih sredstev na varčevalčev osnovni plačilni račun pri banki ali hranilnici (ob koncu varčevanja ali ob vmesnih izplačilih). Vsebinsko zelo podoben institut slovenska zakonodaja že pozna[[20]](#footnote-21) pri prehajanju med podskladi istega krovnega sklada. V tem primeru bi se varčevalcem omogočila večja fleksibilnost pri odločanju z enakim namenom in ugodnostmi.

Ta ukrep bi lahko bil relevanten tudi v smislu pokojninske reforme oziroma v okviru vzpostavitve tretjega stebra in s katerim bi lahko vzpostavili bolj optimalen podprt sistem varčevanja za starost.

**Akcijski načrt za vzpostavitev IFRFI**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Enotna vstopna točka** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Da |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Ne |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | MF  ATVP |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Preučitev obstoječe zakonodaje in izdelava predloga njenih sprememb, ki bodo omogočile odpiranje IFRFI v finančnih institucijah, ki imajo dovoljenje ATVP za storitve borznega posredovanja, upravljanja premoženja in investicijskih skladov. | MF  ATVP  Interesna združenja (ZDU, ZBS) | 1P 2023 – 1P 2024 | 1 |
| 1. Izdelava in izvedba akcijskega načrta z aktivnostmi, ki bodo omogočile uvedbo IFRFI in njihova izvedba. | MF  ATVP | 1P 2024 – 2P 2026 | 2 |

### DODATNE SPREMEMBE ZAKONODAJNEGA OKOLJA ZA KREPITEV TRGA KAPITALA

Projekt CMDS na segmentu organiziranega trga ni ugotovil kritičnih vrzeli in ovir, saj je večina regulativnega okvira prenesena iz ustreznih direktiv EU, katerih cilj je ustvariti enotni trg za investicijske storitve in posle ter zagotoviti visoko stopnjo usklajenega varstva vlagateljev v finančne instrumente. ZTFI-1, kot temelj ureditve slovenskega trga kapitala, je primer učinkovitega prenosa MiFID II in drugih ustreznih direktiv EU (izdaja prospektov, preglednost, dokončnost poravnave, MAR, UCITS, CSDR itd.).

Do nedavnega trg zasebnega kapitala ni bil v zadostni meri reguliran z vidika dopustnih oblik AIS, ki vlagajo na trgu zasebnega kapitala, vendar se je z uveljavitvijo ZOAIS, ki je to vrzel v pomembni meri zapolnil, to področje pričelo zakonodajno urejati. Z namenom odprave ovir za upravljavce AIS na področju njihovega delovanja, se bo zakonodaja še naprej nadgrajevala.

Zakonodajno okolje s področja kapitalskih trgov je smiselno ustrezno prilagoditi tudi na način, da se spodbudijo naložbe na trg kapitala. S tem v zvezi se bo preučilo in prilagodilo določbe zakona, ki ureja pokojninsko in invalidsko zavarovanje na način, da bi upravljalcem pokojninskih skladov omogočal aktivnejšo vlogo pri izboru in upravljanju naložb. Prav tako bi ob sprejemanju pokojninske reforme preučili sistem obveznih vplačil v drugi pokojninski steber, s čimer bi se lahko povečale naložbene priložnosti za upravljavce pokojninskih skladov ter naslovilo problem demografskih projekcij in vzpodbudilo prenos sredstev iz bančnih računov v namensko varčevanje na osebnih varčevalnih računih z namenom zagotovitve dodatnih prihodkov po upokojitvi.

Uspešen razvoj slovenskega trga kapitala bo bil namreč zelo verjetno tesno povezan z morebitno pokojninsko reformo, kar izpostavlja tudi študija OECD, ki je bila predstavljena v letu 2022[[21]](#footnote-22). Spremembe bi bile namreč dobrodošle na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja (drugi steber), ki bi med drugim povečale vključenost institucionalnih vlagateljev (bank, zavarovalnic, pokojninskih skladov) v pokojninski sistem in s tem spodbudile dolgoročno lastniško financiranje gospodarstva ter krepile domači trg kapitala.

V prihodnje se bo z zakonodajnimi spremembami odpravljalo tudi administrativne ovire, ki podaljšujejo postopke oz. predstavljajo nepotrebno breme za udeležence na trgu kapitala (npr. avtomatizirani dostopi do registrov za finančne institucije). Pristopilo se bo tudi k uvedbi administrativnega sankcioniranja za pravne osebe, kar je omogočila novela Zakonu o prekrških iz leta 2016 (ZP-1J). Glede zakonodajnih sprememb se predvideva redno sodelovanje tako z regulatorjem (ATVP) kot z udeleženci trga.

### VZPOSTAVITEV ENOTNE VSTOPNE TOČKE

Z namenom zagotavljanja preglednega in enostavnega prikaza informacij o kapitalskem trgu na enem mestu, je cilj tudi vzpostaviti **enotno vstopno točko[[22]](#footnote-23).** Ta bo tako namenjenaupravljalcem tržne infrastrukture (LB in KDD), izdajateljem finančnih instrumentov, javnim družbam, borznoposredniškim družbam, družbam za upravljanje in bankam kot tudi vlagateljem. Za izdajatelje (domače in tuje) je tako smiselno vzpostaviti **enotna in enostavna pravila** v zvezi z izdajo finančnih instrumentov in postopkom pridobitve vseh potrebnih dovoljenj pri nadzornih organih v slovenskem in angleškem jeziku. V vstopni točki bo prikazan opis korakov za pridobitev dovoljenj, soglasij, ipd. in vsa relevantna zakonodaja z navedenega področja, potrebni obrazci in pogodbena dokumentacija v elektronski obliki z možnostjo elektronskega vlaganja in podpisovanja dokumentov.

S tovrstnim informiranjem čim širšega kroga deležnikov (npr. lastnikov podjetij in finančnih direktorjev) o prednostih javne kotacije vrednostnih papirjev, bi lahko vplivali na naslednje:

* dober vpogled v tržno vrednost podjetja - kar povečuje vrednost podjetja
* razpršitev ponudnikov financiranja - kar vodi v manjšo odvisnost od bank,
* ustvarjanje bolj konkurenčnega okolja financiranja v nasprotju z okoljem financiranja, v katerem prevladujejo banke, kar vodi do privlačnejših obrestnih mer,
* prednosti preglednega poročanja in večjega zaupanja vlagateljev,
* večja prepoznavnost med poslovnimi partnerji in na splošno v gospodarstvu (kupci, dobavitelji, zaposlenimi itd.) in javno znana vrednost podjetja in njegova kreditna ocena. Izdelan akcijski načrt naj predvidi več ciklov oglaševanja v okviru kampanje.

**Akcijski načrt za vzpostavitev enotne vstopne točke**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Enotna vstopna točka** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Ne |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Ne |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | MF  ATVP  LB |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Ustvariti informativno in namensko spletno mesto na spletni strani ATVP. Dodati možnost za uporabnika, da najde, izpolni in odda vse zahtevane elektronske obrazce in ostale zahtevane dokumente za dovoljenja, ki jih izdajajo LB, KDD in ATVP. To vključuje možnost elektronskega podpisovanja vseh potrebnih obrazcev, pogodb, prospekta in sistem predložitve dokumentov na enem mestu za LB, KDD in ATVP. | **ATVP**  LB | 1P 2023 – 1P 2026 | 1 |
| 1. Na ustreznih spletnih straneh oglaševanje o prednostih javne kotacije vrednostnih papirjev, z namenom o tem informirati čim večji krog lastnikov podjetij in finančnih direktorjev. | **LB**  ATVP | 1P 2023 – 1P 2027 | 2 |

### SPREMEMBA DAVČNEGA SISTEMA

Sodelovanje deležnikov na trgih kapitala bi bilo mogoče spodbujati tudi z davčno politiko, ki investiranje na takšnih trgih spodbuja. Pri tem pa je poleg javnofinančnih omejitev potrebno upoštevati tudi pravni okvir EU/EEA. Tako morajo biti na področju neposrednih davkov domači davčni predpisi držav članic EU skladni s temeljnimi svoboščinami iz Pogodbe o delovanju EU, in sicer s prostim pretokom oseb, storitev in kapitala ter pravico do ustanavljanja, kot tudi s sodbami Evropskega sodišča na davčnem področju. Iz slednjih primeroma na splošno izhaja, da se z davčnimi ukrepi ne sme dajati prednosti oziroma zagotavljati bolj ugodnega položaja domačemu trgu kapitala. Zato morajo biti morebitne prilagoditve davčnega sistema z namenom razvoja slovenskega trga kapitala skrbno premišljene in uravnotežene.

Potrebno je preučiti morebitne nadgradnje davčnega sistema na način, da se spodbuja celotno verigo udeležencev na kapitalskih trgih, od izdajateljev, borznoposredniških družb oz. bank, upravljavcev investicijskih in vzajemnih pokojninskih skladov, kot tudi drugih institucionalnih vlagateljev in neprofesionalnih strank. Skozi davčno politiko je potrebno spodbujati izdajo finančnih instrumentov na trgu kapitala ter izdaje (stroškovno in postopkovno) narediti primerljive bančnemu zadolževanju[[23]](#footnote-24). Primerno bi bilo preučiti morebitne davčne spodbude za prve in sekundarne izdaje finančnih instrumentov ter morebitno prilagoditev davkov, vezanih na kapitalske dobičke ter davkov iz naslova trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti. Prav tako bi bilo smiselno preučiti prilagoditev davčne politike na način, da ta bolj vzpodbuja dolgoročno varčevanje v obliki naložb, ki vključujejo tudi finančne instrumente. Še posebej je v tem delu primerno preučiti davčne spodbude za naložbe v finančne instrumente izdajateljev, ki so pripoznani kot »zeleni«, »družbeno odgovorni« oziroma delujejo na področju digitalnih financ. Davčna politika mora biti naravnana tudi v smeri MSP, ki želijo pridobivati sredstva na trgih kapitala (in ne zgolj in samo preko zadolževanja pri bankah).

Smiselno bi bilo analizirati možnost, da bi bili dohodki iz naslova bančnih depozitov (obresti) in trgovanja s finančnimi instrumenti vsaj davčno nevtralni oziroma primerljivi.

Vsled večletne zapostavljenosti lastniškega kapitala v primerjavi z dolžniškim kapitalom, bi bilo primerno proučiti možnost, da se da vlaganju v lastniški kapital (tudi preko davčne obravnave) prednost pred drugimi oblikami (bančni depoziti, vlaganje v tvegane oblike instrumentov, kot so na primer kripto sredstva). Zato je ta del strategije oz. so spodaj predstavljeni ukrepi, usmerjeni v preučitev nekaterih segmentov davčne politike, ki bi se v naslednji fazi lahko odrazile v spremembi davčne zakonodaje.

**Akcijski načrt za možne prilagoditve davčnega sistema**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vprašanje:** | **Sprememba davčnega sistema** |
| Ali je rešitev tega vprašanja odvisna od pravnih sprememb? | Da |
| Ali je sodelovanje zasebnih podjetij, ki niso povezana z delovanjem in organizacijo trgovanja na trgu, potrebno za spodbujanje sprememb? | Ne |
| Glavne zainteresirane strani, ki bodo spodbujale spremembe: | Vlada RS  MF  MGTŠ  ATVP |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Ukrepi (opis)** | **Nosilni organ** | **Časovnica** | **Prioriteta** |
| 1. Ustanovi se delovna skupina, v okviru katere se preuči možnost prilagoditve davčnega sistema za spodbujanje razvoja slovenskega kapitalskega trga. V okviru delovne skupine bi se preučilo predvsem naslednje:    1. Preuči se možnost uvedbe skrajšanja obdobja posedovanja vrednostnih papirjev, ki bi bila deležna nižje obdavčitve, kar bi omogočilo nižje stopnje davka na dohodek fizičnih oseb iz kapitalskih dobičkov.[[24]](#footnote-25)    2. Preuči se možnost prilagoditve oziroma znižanja stopnje davka od davčne osnove za dobičke, dosežene z odsvojitvijo izvedenega finančnega instrumenta pred potekom dvanajstih mesecev imetništva izvedenega finančnega instrumenta oziroma dvanajstih mesecev od sklenitve posla, ki se trenutno izračuna in plača od davčne osnove po stopnji 40%. | **MF**  ATVP  BS | 1P 2023 – 1P 2025 | 1 |
| 1. Preučiti možnost uvedbe posebnih davčnih spodbud, povezanih z ESG. Takšne spodbude bi lahko zmanjšale davek na dohodek od obresti na dolžniške vrednostne papirje, skladne z ESG, in odpravile davčni odtegljaj (WHT). Poleg tega bi se lahko znižal tudi davek na dohodek od kapitalskih dobičkov pri prodaji vrednostnih papirjev, skladnih z ESG. Podobne spodbude bi lahko zajemale vlagatelje in naložbe v zelene investicijske sklade. | **MF**  ATVP  MGTŠ | 2P 2023 – 1P 2025 | 2 |
| 1. Preučiti možnost uvedbe ali ponovne uvedbe sistema spodbud za naložbe v inovativna zagonska podjetja. Sistem bi lahko razširili v primerjavi s prejšnjim sistemom, ki je bil ukinjen leta 2016, tako da ne bi zajemal le naložb prek družb tveganega kapitala, temveč tudi neposredne naložbe poslovnih angelov. | **MF**  ATVP  MGTŠ | 2P 2023 – 1P 2025 | 2 |
| 1. Preučijo se možnosti za izboljšanje in poenostavitev davčnih postopkov v Sloveniji (npr. v smislu večje digitalizacije). | **MF** | 2P 2023 – 2P 2024 | 2 |
| 1. Preuči se možnost uvedbe davčnih spodbud za sheme delnic in opcij za zaposlene z nižjo obdavčitvijo kapitalskih dobičkov, ustvarjenih s takšnimi instrumenti, pod pogojem, da bi bilo izpolnjeno določeno obdobje imetništva/posedovanja, kar bi spodbudilo dolgoročne naložbe. | **MF**  ATVP | 1P 2024 – 1P 2026 | 3 |

1. Priporočilo za priporočilo Sveta v zvezi z nacionalnim reformnim programom Slovenije za leto 2019 in mnenje Sveta o programu stabilnosti Slovenije za leto 2019 (Bruselj, 5.6.2019). [↑](#footnote-ref-2)
2. Oxera Consulting LLP (2020): Primary and secondary equity markets in the EU, Final Report. [↑](#footnote-ref-3)
3. AFME (2022): Capital Markets Union. Key Performance Indicators. Fifth Edition. [↑](#footnote-ref-4)
4. ATVP (2022): Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2021. [↑](#footnote-ref-5)
5. Uredba (EU) št. 909/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. julija 2014 o izboljšanju ureditve poravnav vrednostnih papirjev v Evropski uniji in o centralnih depotnih družbah ter o spremembi direktiv 98/26/ES in 2014/65/EU ter Uredbe (EU) št. 236/2012. [↑](#footnote-ref-6)
6. Projekt CMDS (2021): Phase II Report – Assessment of the current situation of public and private capital markets in Slovenia. [↑](#footnote-ref-7)
7. [Invest Europe (2022): 2021 Central & Eastern Europe Private Equity Statistics](file:///C:\Users\blzup\Downloads\cee-2021-activity-statistics-report.pdf). [↑](#footnote-ref-8)
8. SID Banka: [Slovenski naložbeni program za rast lastniškega kapitala](https://www.sid.si/sites/www.sid.si/files/documents/segip_slovensko.pdf). [↑](#footnote-ref-9)
9. To aktualno tehnologijo naslavlja tudi EK v svojih zakonodajnih predlogih v okviru zakonodajnega svežnja digitalnih financ. [↑](#footnote-ref-10)
10. [Projekt SI-Chain vodi Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo](https://euchain.org/) [↑](#footnote-ref-11)
11. MSCI annual market classification review: <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>. [↑](#footnote-ref-12)
12. Ang. *blockchain technology.* [↑](#footnote-ref-13)
13. V skladu z Uredbo 2022/858, člen 2 DLT TSS: „sistem trgovanja in poravnave DLT“ ali „DLT TSS“ pomeni DLT MTF ali DLT SS, ki združuje storitve DLT MTF in DLT SS. [↑](#footnote-ref-14)
14. [↑](#footnote-ref-15)
15. Venture capital (VC) - Tvegani kapital je oblika zasebnega kapitala in vrsta financiranja, ki ga vlagatelji zagotavljajo zagonskim podjetjem in malim podjetjem, za katera menijo, da imajo dolgoročni potencial rasti. Tvegani kapital običajno prihaja od premožnih vlagateljev, investicijskih bank in drugih finančnih institucij. Delivery versus payment (DVP) - Dostava proti plačilu je postopek poravnave na trgu vrednostnih papirjev, pri katerem kupčevo plačilo vrednostnih papirjev zapade v plačilo ob dobavi ali pred njo. [↑](#footnote-ref-16)
16. [ZVP](http://pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO2420) – zakon je bil sprejet v nekdanji državi SFRJ in je delno še vedno veljaven. [↑](#footnote-ref-17)
17. V projektu CMDS je na tem področju izpostavljen primer Poljske, ki je bila ena od prvih držav v Evropi, ki je na trg uvedla komunalne obveznice. Zaradi večletne hitre rasti je poljski trg občinskih obveznic leta 2016 dosegel 5,5 milijarde USD. V zadnjih 20 letih je povprečna letna rast števila izdanih občinskih obveznic dosegla 25 %. [↑](#footnote-ref-18)
18. V skladu z 10.a členom ZFO-1 se občine lahko zadolžujejo le s posojili. [↑](#footnote-ref-19)
19. Prav tako bi bilo primerno razmišljati o razširitvi izobraževanj na delovnem mestu, kar bi lahko bilo za vse odrasle alternativna pot za pridobivanje spretnosti višjih ravni ali ustreznejših spretnosti, s katerimi bi bili bolje pripravljeni na nove izzive, povezane s pomembnimi trendi, kot so finančna pismenost, avtomatizacija, digitalizacija in globalizacija. Ker odrasli veliko časa preživijo na delovnem mestu, je to pomembno učno okolje, prostor, kjer lahko pridobijo ne le spretnosti, povezane z delovnim mestom, temveč tudi osnovne in prečne kompetence, s katerimi se ljudje lažje prilagajajo spremembam na poklicni poti in v življenju. [↑](#footnote-ref-20)
20. Uveljavljanje odloga ugotavljanja davčne obveznosti od dobička iz kapitala in obdavčitve ali oprostitve dobička iz kapitala po Zdoh-2 ter 528. členu ZISDU-3. [↑](#footnote-ref-21)
21. OECD (2022): Review of Pension Systems: Slovenia. [↑](#footnote-ref-22)
22. Na spletni strani ATVP je v pripravi [začetna ideja](https://www.a-tvp.si/enotna-vstopna-tocka-za-izdajatelje/financiranje-na-kapitalskem-trgu/uvrstitev-vp-na-organiziran-trg/uvrstitev-z-rabo-izjeme) glede financiranja podjetij na trgu kapitala. [↑](#footnote-ref-23)
23. V okviru tega izziva je Komisija, kot že omenjeno, objavila Predlog direktive DEBRA. [↑](#footnote-ref-24)
24. To obdobje je z novelo zakona o dohodnini, ki je bila sprejeta 11.3.2022 skrajšano iz 20 na 15 let. [↑](#footnote-ref-25)