

Dileme glede prave ocene višine bančne luknje

marec 28, 2019 By [jpd](#)

Bine Kordež

Glede na odprto javno razpravo o predlogu Zakona o sodnem varstvu nekdanjih imetnikov podrejenih obveznic (na kratko: "podrejencev"), lahko v naslednjih mesecih pričakujemo kar veliko vroče debate na to temo. Pri oceni sanacije bank v letu 2013 ter načinu obravnave podrejenecv sta se izoblikovala nekako dva "tabora":

- na eni strani je dokaj ozka skupina ljudi, ki je bila vpeta v takratne postopke pri sanaciji bank, katero seveda zagovarja – čeprav se, razumljivo, skoraj nihče ne upa izpostaviti,
- precej širša (in vplivna) pa je druga skupina, predvsem upravičencev in njihovih odvetnikov, ki opozarja na vse nepravilnosti, ki naj bi se zgodile v procesu vrednotenja bančnega portfelja in ugotavljanja kapitalske ustreznosti bank in katere naj bi vodile do vprašljive potrebe po sanaciji (dokapitalizaciji) bank, predvsem pa v nepotreben odpis podrejenih obveznic.

Seveda imamo potem še tretjo, največjo skupino in sicer večino državljanov Slovenije, ki bo ta spor in argumente spremljala naslednja leta, ki vsebine niti ne razume preveč in ki bo v primeru upravičenosti vloženih tožb podrejenecv zahtevani znesek (denimo 500 milijonov evrov) tudi poravnala. Spremljamo sicer razpravo, ali bi morebitni upravičeni zahtevki lahko poravnala Banka Slovenije ali proračun, a na koncu bo breme padlo na državo v širšem smislu oziroma na davkoplačevalce, kot radi rečemo.

A pri tem je potrebno korektno navesti, da se seveda položaj (standard) posameznega državljana zaradi tega (če poravnava bo ali ne) ne bo kaj posebno spremenil. Ali je javni dolg 32,0 ali 32,5 milijarde evrov, kakšnega posebnega vpliva na življenje državljana Slovenije nima.

Omenjeni skupini seveda nastopata z argumenti o branjenju pravne države, o spoštovanju pravil in zakonodaje, o ohranjanju in zavarovanju privatne lastnine, razumljivo pa je ozadju teh prizadevanj in dokazovanj tudi čisto osebni interes:

- skupina zagovornikov sanacije mora opravičiti takratna dejanja, sicer bo prevzela odgovornost za nastale posledice in škodo,
- skupina, ki opozarja na nepravilnosti, pa bo v primeru, da dokaže pravilnost svojih stališč, primerno nagrajena s poplačilom obveznic v višini nekaj sto milijonov evrov.

Če bi povzeli javno mnenje, potem danes v Sloveniji prevladuje stališče, da sanacija bank ni bila izpeljana na transparenten ter strokoven način, da je bila preobsežna (po višini vplačanega kapitala), odpis obveznic pa neupravičen. Ali je temu res tako, bo presojalo sodišče, ki ga ne čaka prav lahka naloga. Ker je tematika preveč "vroča", se do dileme oz. spora tudi sam ne bom opredeljeval, verjetno pa ni odveč izpostaviti nekaj dejstev, nekaj konkretnih števil, ki dodatno pojasnjujejo takratna dogajanja.

Pred tem bi omenil še nekdanje imetnike teh obveznic, ki so z odredbo Banke Slovenije izgubili svoje premoženje in ki se danes trudijo dokazati, da takšen ukrep ni bil upravičen (navajam sicer samo imetnike obveznic, čeprav v tožbi nastopajo tudi delničarji bank). Lahko bi jih razvrstili v tri skupine:

- v prvi so "nepoučeni" vlagatelji, ki so verjetno kupili te obveznice zaradi nekaj višjega donosa, zaupanja v banke in tudi priporočila bančnih uslužbencev, brez večjega zavedanja, kakšna morebitna tveganja s tem prevzemajo,
- v drugi so lahko "poučeni" vlagatelj, torej institucije in finančni vlagatelji, ki vedo, kaj takšne obveznice pomenijo, a so predpostavili, da država bank ne bo spustila v stečaj (zaradi stabilnosti finančnega sistema države, jih preprosto ne sme),
- potem pa imamo še tretjo skupino, ki je v zadnjih dveh, treh letih pred sanacijo bank odkupovala obveznice z diskontom, računajoč (zaradi enakih razlogov kot poučeni vlagatelji), da bodo zanje ob poplačilu dobili več.

Slednjo skupino sicer marsikdo poimenuje špekulanti, a gre pač za finančne investitorje, ki so ocenjevali, da do izbrisa ne bo prišlo in da bo naložba zanimiva. To se (zaenkrat) ni zgodilo in razumljivo poskušajo dokazati, da izbris ni bil upravičen. Ne bi pa bil presenečen, če bi se ob pozitivni rešitvi spora za navedene imetnike, kasneje pojavili prejšnji imetniki, ki so te obveznice prodali, z npr. 50 % diskontom, in tudi oni zahtevali polno poplačilo. NLB in NKBM sta npr. v letu 2012 tudi sami odkupili za okoli 500 milijonov evrov obveznic z diskontom preko 200 milijonov.

Sanacija bank konec leta 2013 je bila sicer zelo kompleksna transakcija, čeprav je celoten spor oz. razhajanje v pogledih in ocenah pravzaprav dokaj pregleden. **Na začetku leta 2013 (stanje 31.12.2012) so imele vse štiri sanirane, državne banke (NLB, NKBM, Abanka in Banka Celje, ki se je kasneje pripojila Abanki) skupaj blizu 6 milijard evrov problematičnih posojil gospodarskim družbam. Nanje so do takrat oblikovale skoraj 3 milijarde evrov popravkov (slabitev).**

Nato pa so **banke v drugi polovici leta 2013 tuji cenilci v organizaciji Banke Slovenije ter (pod diktatom?) Evropske komisije ugotovili, da je slabih posojil več, skupaj blizu 9 milijard in nanje zahtevali oblikovanje dodatnih 2,7 milijarde evrov popravkov. Skupaj z ostalimi ugotovljenimi izgubami zaradi nižje vrednosti finančnih sredstev, naložb, osnovnih sredstev in ostalega premoženja, je skupna izguba vseh štirih bank v letu 2013 znašala 3,3 milijarde evrov.**

Ker so imele banke po stanju 31.12.2012 vsega skupaj 1,8 milijarde evrov kapitala, je tako ugotovljena izguba povzročila 1,5 milijarde kapitalskega primanjkljaja (negativnega kapitala). To je bil tudi razlog, da je BS izdala odločbo, s katero se je izguba pokrila najprej s 550 milijoni podrejenih obveznic, razlika (1 milijarda) pa s sredstvi države. Seveda pa so morale imeti banke kapital, zato je država decembra 2013 vložila v banke skupaj 3,2 milijarde evrov in omenjene štiri banke so v leto 2014 vstopile z 2,2 milijarde kapitala po knjižni vrednosti.

Spornih je torej omenjenih 2,7 milijarde evrov dodatnih popravkov, ki so bili po do sedaj razkritih informacijah resnično ugotovljene na precej vprašljiv način, po vprašljivih postopkih in metodah in na osnovi dokaj neobičajne komunikacije med Banko Slovenije, EK in ostalimi vključenimi v takratna dogajanja. O tem se je že veliko pisalo in ne bi ponavljal, vsekakor pa način ugotavljanja razmer, vzbuja veliko dvomov v ustreznost in upravičenost izračuna višine popravkov. Tudi zaradi tega, ker so vse revizijske hiše še nekaj mesecev pred tem ocenjevale, da imajo banke na svoje premoženje oblikovanih zadosti popravkov, brez teh dodatnih 2,7 milijarde evrov. In so z vso odgovornostjo zapisale standardno navedbo, da so "...računovodski izkazi v vseh pomembnih pogledih poštena predstavitev finančnega položaja banke..." (Letno poročilo NLB za 2012). Tudi po kasnejših izračunih Velimirja Boleta iz EIPF naj bi bili ti dodatni popravki v celoti nepotrebni.

Spor bo torej tudi po odločbi Ustavnega sodišča potekal okoli tega, ali so bili ti dodatni popravki upravičeni ali ne. Kot lahko razberemo iz dosedanjih aktivnosti, bo ena izmed najbolj spornih zadev pri ocenjevanju, uporaba napačne metode. Cenilci so takrat bančni portfelj ocenjevali po metodi AQR ("Assets Quality Review") in ne po metodah Mednarodnega standarda računovodskega poročanja (IFRS).

Takšna, neustrezna metoda naj bi po mnenju podrejenecv izkazala bistveno večje izgube v bankah in s tem pripeljala do izbrisa podrejenih obveznic. Zaradi tega pričakujejo, da jim bo novi zakon končno omogočil vpogled v takratne postopke vrednotenja ter tudi možnost ponovne ocene bančnega portfelja. Seveda vse v pričakovanju, da bo to novo ocenjevanje po pravilnih metodah pokazalo, da so bili popravki že pred izvedbo sanacije zadostni in dodatni popravek (izguba) ni bil potreben.

Do tu pravzaprav ni nobenih dilem in slika je dokaj čista. Potrebna je samo nova, strokovna in "poštena" cenitev in ta bo pokazala, kakšno je bilo dejansko stanje v zadnjih mesecih leta 2013, ko so bile sprejete po mnenju mnogih, sporne odločitve in odločbe. A težava je v tem, da se na ta ocenjevanja gleda kot neko strogo strokovni postopek z jasnimi opredelitvami in omejitvami. Vendar pa je ocenjevanje vrednosti družb ali premoženja vedno tudi zelo subjektivna ocena, odvisna od ocenjevalčevih informacij in pričakovanj (ter naročnika cenitve). In rezultati so lahko zelo različni, kar bi vam potrdili tudi ocenjevalci uglednih institucij – a ne smejo.

Vsa diskusija oz. ves spor se bo torej vrtel okoli vprašanja ali je bilo takratno ocenjevanje ustrezno in okoli pričakovanja, da bo novo ocenjevanje pokazalo bistveno boljšo sliko. To ocenjevanje bo seveda moralo biti v skladu z računovodskimi standardi, ocenjevalci pa se bodo morali tudi postaviti za pet let nazaj, in ocenjevati na osnovi takratnega poznavanja razmer. "Postaviti" se bodo torej morali v drugo polovico leta 2013, ko so bili v javnosti prisotni pozivi za prihod trojke in ko je npr. UMAR dodatno znižal oceno gospodarske rasti iz minus 0,2% na minus 0,8 % za leto 2014 (dejansko smo potem imeli 3-odstotno rast). Vsekakor bo to ocenjevanje, tako zaradi množice podatkov (gre za ocenjevanje celotnega portfelja vseh štirih bank), časovne oddaljenosti in tudi dostopnosti podatkov, dokaj zahteven postopek z nepredvidljivim rezultatom.

Vendar pa je pri tem zanimivo nekaj drugega. Vse dileme in različni pogledi se ustavijo v letu 2013, na dan, ko se želi napraviti ponovni presek stanja. A banke so poslovale naprej in le nekaj mesecev kasneje so v bankah ter tudi v DUTB izvedli ponovno revizijo bančnega premoženja, tokrat v skladu z računovodskimi standardi. In revizorji so ugotovili, da so novi računovodski izkazi (z dodatnimi 2,7 milijardami popravkov) "...v vseh pomembnih pogledih poštena predstavitev finančnega položaja banke...". To je zapisano v letnem poročilu NLB za 2013 in enako tudi v poročilih za NKBM, Abanko, BC ter tudi DUTB (revizije so delali KPMG, Deloitte in Ernst&Young).

In enako so ugotovili tudi ob reviziji letnih izkazov za 2014, 2015, 2016 in 2017. **V vseh kasnejših ocenjevanjih so torej tako uprave bank kot angažirani revizorji potrdili, da je sicer sporno znižana vrednost bančnega premoženja v letu 2013, ustrezna (!).** Takšen razvoj dogodkov bi bil sicer tudi možen, če bi se v tem času drastično poslabšalo poslovno okolje. A vemo, da so bile gospodarske razmere iz leta v leto boljše in s tem se je tudi vrednost premoženja prej povečevala kot zmanjševala.

Ocenjevanje portfelja je samo en vidik in kot sem napisal, so lahko okoli dobljenih vrednosti vedno prisotne dileme (veliko jih ocenjuje, da so uprave in revizorji pač sledili znižani vrednosti iz leta 2013 in na njej ostale – a takšna ocena bi postavila pod vprašaj celotno stroko). V zadnjih petih letih so se nato te slabe bančne terjatve tudi unovčevale, poplačevale in prodajale. Od omenjenih skupaj 9 milijard slabih posojil z neto vrednostjo 3 milijarde, kolikor so imele banke v knjigah na dan 31.12.2013, so polovico prodale oz prenesle na DUTB (bruto 4,5 milijarde za 1,5 milijarde plačila), ostalo pa zadržale in same unovčevale. **In vse banke, skupaj z DUTB, so do danes unovčile približno dve tretjini tega premoženja in to zopet približno za vrednost, kot je bila ocenjena leta 2013.**

DUTB je sicer pri prodaji terjatev omenjenih štirih bank do sedaj realizirala okoli 250 milijonov dobička (pogosto se izpostavljajo posamezne terjatve, ki so bile prenesene na DUTB po nizki ceni, prodane pa precej dražje), a je imela tudi toliko stroškov svojega delovanja ter financiranja terjatev v teh petih letih. Prav tako so banke zadnji dve leti ustvarile nekaj preko 100 milijonov evrov plusa iz sproščanja slabitev, a so na drugi strani po sanaciji oblikovale preko 300 milijonov dodatnih popravkov. **Dejstvo je torej, da so banke po izvedeni sanaciji, od 9 milijard problematičnih kreditov dobrih šest že unovčile (za okoli 2 milijardi kupnine), preostanek pa je še procesu unovčevanja (vključno z DUTB) – a vse približno po vrednosti ugotovljeni leta 2013.**

Glede na takšen prikaz stanja, me bo bralec najbrž uvrstil v prvo skupino, skupino zagovornikov sanacije in izbrisa. A kot sem izpostavil, dejansko obstaja veliko resnih in upravičenih dilem okoli postopka ugotavljanja vrednosti premoženja in sanacije bank v letu 2013 in prav je da se postopki preverijo. Predvsem bodo predmet preverjanja pravni vidiki, ali je bil odpis sploh upravičen, saj do dejanskega stečaja ni prišlo.

Vseeno pa ne moremo in ne smemo mimo dejstev, kaj se je dogajalo po tem letu. Da so namreč upravljavci večino problematičnega premoženja v vmesnem času po tej nižji ceni že prodali, revizorji pa so se v skladu z vsemi veljavnimi računovodskimi standardi strinjali, da so vrednosti ustrezne. Če je bilo takratno premoženje res podvrednoteno za 2 milijardi evrov, kdo bo potem prevzel odgovornost, da je to premoženje kasneje tako poceni prodal? Najbrž se ne bi smeli ustaviti samo v letu 2013 – če je bila vrednost premoženja bank res toliko višja.

3 responses:

1. Goranka Kiralj pravi:

Po mojem luknjastem spominu se Asset Quality Review uporablja v primeru, ko je pod vprašajem nadaljnji obstoj revidiranega subjekta (going concern consideration). Takrat se pač oceni vrednost aktive v primeru, ko bi se morala hitro prodati in kdor tako prodaja je lahko plen špekulantov. Kot ste tudi vi povedali, so le ti vedeli, da si država ne more privoščiti propada svojih pomembnih bank, posebej pa ne NLB. Običajno je AQR bolj konservativna od ocene vrednosti terjatev po Mednarodnih standardih revidiranja, vendar gre vedno za ocene. Pri oceni terjatev po mednarodnih standardih revidiranja se naslednje leto ob reviziji pogleda tudi podatek, koliko terjatev, za katere so bili narejeni popravki, v celoti ali delni, je dolžnik poravnal. Skratka, preveri se pravilnost ocene popravkov. Po mojem mnenju so bolj pomembna revizijska poročila pred letom, ki se je končalo 31.12.2012, saj sporne terjatve niso nastale v enem letu. Recimo 2007, 2008, 2009, 2010, in 2011. Koliko popravkov so revizorji v teh letih predlagali oblikovati oziroma koliko so jih banke oblikovale. Na koncu leta 2012 je bilo že vsem jasno, da smo v krizi. Lehman Brothers pa je propadel že leta 2008.

2. Jasmina Držanič pravi:

Za sladokusce je tule <https://www.moodysanalytics.com/risk-perspectives-magazine/stress-testing-europe/regulatory-spotlight/asset-quality-review-settling-the-foundation-for-a-standard-stress-testing-framework> – kopirajte link in se bo odprl članek iz leta 2013, kjer se je informiralo o AQR.

Je pa takole: Sama AQR ali kakorkoli bi se metodi reklo, je bila ob uveljavitvi strožja od MFRS, ampak standardi slej-ko-prej vključijo tudi bolj stroga merila. Tudi to, če je ECB postavila bolj stroga merila za stresne teste od veljavnih standardov – ECB to lahko naredi. Tu bo sodišče tehtalo med tem, kaj ECB lahko naredi in koliko od tega mora razkriti lastnikom.

Kar bi bil močnejši argument je pa to, kakšne predpostavke se uporabijo pri AQR metod in kako se to uporablja pri stresnem testu: ker takoj, ko se predpostavi, da bi vrednost nepremičnin (glavnina kolateralov, iz kolateralov se potem tehta tveganju prilagojena aktiva) padla za več kot 15 % na področju celotne države (pustimo dvige cen v LJ in KP, na državnem povprečju takih nihanj do 2013 ni bilo), pa ti zgodovinski prikazi (v konkretnem primeru statistika, ki jo vodi GURS o gibanju cen nepremičnin) ne kažejo, da se je v recentni zgodovini to že zgodilo – velja vprašati tistega, ki pride s tako številko, kaj, za božjo voljo je pa mislil? Ker, če dovolj dolgo računamo, ga ni excela, ki ne bi ugotovil, da bo pri enormnih padcih cen šlo vse rakom žvižgat. Sicer pa za kaj takega ne potrebujemo excela.

Potem je seveda tudi vprašanje – in tu gremo spet na področje tistega, kar se bi tako javnost kot tudi izbrisani lastniki radi vedeli, ECB in prejšnji guverner pa sta bila zelo proti – kdo je delal cenitve, ki so bile podlaga za stresni test in ali so bili v tistem času vsi ti cenilci ustrezno razvrščeni pri SIR (ker tam so drugače napisani tisti, ki imajo certifikate za cenilce na področju Slovenije) in kakšna je bila pretežna metoda cenjenja. V javnosti smo že prebrali, da naj bi šlo tudi za drive-by metodo (to je, da se pelješ po cesti in od-oka oceniš, koliko bi bila pa tista hiša v tistem kvartu vredna).

Temeljno vprašanje za lastnika je – in na to bo sodišče moralo odgovoriti – ali lahko neka tretja oseba brez tvoje vednosti ocenjuje tvoj lastninski vložek (bi rekla, da lahko, konec koncev dnevno poteka ogromno vrednotenja pa vsi lastniki ravno ves čas za to ne vedo) in ali lahko na temelju takega izračuna potem kombinacija ukrepov oblasti, na katere lastnik nima vpliva, izbriše lastniški vložek (hja, če se temu pritrди, se sesuva ves pravni red, ki govori o lastnini kot temeljni pravici, če se temu ne pritrди, pa se bodo pa protagonisti, ki so definirali izbris, zelo izgovarjali drug na drugega...)

Torej, tu je vprašanje predpostavk (kasnejša praksa je pokazala, da so bile predpostavke nerealne oziroma pretirano konservativne) v metodi in vprašanje tega, kako lahko zaradi izračunov po neki metodi monetarna oblast posega po lastnini zasebnikov. V tej zadevi so, poleg tožečih strank, seveda najbolj motivirani odvetniki tožečih strank – ker zmaga v takem primeru bi naredila ime pisarni do nadaljnjega, po drugi strani pa bi vse ostali radi, da bi se zadeva čim bolj vlekla, da bi se ta izplačila prelagala na tiste, ki o zadevi ne bodo vedeli dosti in se bo zavedanje izgubilo. Nekako tako, kot je danes zgolj na prste ene roke možno prešteti tiste, ki znajo vse zaplete glede hrvaških varčevalcev stare LB.

2b. Kordiš Bine pojasnjuje:

Tudi sam sem že v tekstu izpostavljajal dileme glede večje zahtevnosti testov po AQR, glede nerealnih predpostavk (to se je sicer izkazalo kasneje, takrat pa bi jim pol strokovne in politične javnosti pritrдиlo), glede diktata EK in slepega sledenja njihovim zahtevam ter tudi širše vloge tujega finančnega kapitala.

Vendar pa je bila poanta mojega razmišljanja predvsem v tem, da pa so vsi kasnejši revizijski pregledi po ustreznih (“poštenih”, kot pravijo) računovodskih standardih pokazali približno enake vrednosti ter da so upravljavci tega premoženja večino tega v zadnjih letih prodali, tudi po približno istih vrednostih (DUTB je sicer realizirala okoli 250 mio dobička pri prodaji, a to je zadoščalo samo za stroške delovanja in financiranja DUTB).

Hotel sem samo prikazati, da verjetno tudi novi ocenjevalci ne bodo mogli mimo teh dejstev. Če izhajamo iz premise, da so pač revizorji samo sledili nepravilno ugotovljenim nižjim vrednostim, prodajalcem pa so bile te cene vodilo pri odločitvah, pa bi se moralo odpreti tako vprašanje strokovnosti ter odgovornosti revizijskih družb ter upravljavcev (prodajalcev). Tu so dileme, ne moremo pa trditi (ne bi smeli) ali ugotoviti, da je bilo premoženje takrat vredno 2 milijardi več, potem pa zgodbo tu zaključiti.

Mogoče pa še en zanimiv podatek. Delal sem ocene kvalitete bančnega portfelja pred nastopom krize na osnovi bilančnih podatkov gospodarskih družb. Če bi za oceno sprejemljive višine dolga gospodarskih družb upoštevali današnje bančne standarde, npr. najvišji faktor zadolžitve glede na EBITDA (štirikratnik), so imele družbe v letu 2008 preko 8 milijard evrov “presežnih” posojil, rezervacij pa 1,2 milijardi (!). In to v času izjemnih gospodarskih rezultatov. Seveda je to poenostavljen pogled, brez sočasnega preverjanja vrednosti aktive, a danes je za banke to kriterij, sicer posojila ne dobiš.

3. Drago Babič pravi:

Bančna sanacija je bila sporna iz dveh vidikov:

Prvič, sporna je bila s strani BS ugotovljena višina izgub, ki jih je morala država pokriti z dokapitalizacijo in ta del je v članku dobro opisan. Referenčno mnenje je tisto od V. Boleta, ki je ocenil, da so cenilci BS pretirali z oceno izgube za do 1,8 milijarde. Vsekakor se bo to na sodišču ugotavljalo in dokazovalo.

Drugič, še bolj sporna je bila hitra prisilna prodaja (pre)kapitaliziranih bank in njihovih terjatev (tudi preko DUTB), s katero si bomo davkoplačevalci povrnili kvečjemu tretjino stroškov sanacije, pa še državno srebrnino smo prodali tujcem, pretežno raznim mrhovinarskim skladom iz davčnih oaz. Čeprav je res, da je bilo zaradi evropskih predpisov o nedovoljeni državni pomoči nekaj podobnega slej ko prej obvezno izpeljati, vendar je bila hitrost in zanemarjanje interesov davkoplačevalcev pri tem (ustrezna cena pri prodaji) pretirana.

Vsa ta kolobocija je bila tako elegantno izpeljana na škodo državnega premoženja/davkoplačevalcev in v korist tujih špekulantov, da je jasno, da je bila celotna operacija vnaprej premišljeno pripravljena in izvedena pod vodstvom (in v korist) mednarodnega finančnega kapitala ob izdatni pomoči domačih kolaborantov, predvsem guvernerja BS Jazbeca in finančnega ministra Čufarja ter z blagoslovom premierke Bratuškove, ki so bili za svoje usluge tudi ustrezno nagrajeni – Jazbec je sedaj pri EK visok uradnik, odgovoren za podobne primere v EU, Čufar je bil dobro plačani strokovnjak v firmah, ki so preprodajale slabe terjatve naših bank, edino Bratuškovi se je izjalovilo – obljubljeni ji je bilo mesto komisarke v Bruslju, pa so jo Cerarjevi pri tem spodnesli in tja poslali Bulčevo. Podobno se je dogajalo v primeru Grčije in drugih sanacij po državah PIIGS, pri katerih so praviloma nastradali davkoplačevalci in profitirali špekulantski finančni kapitalisti.

Upajmo vsaj, da so se aktualni politiki iz tega kaj naučili, vsaj to, da Bruslju (in kapitalu) ni preveč za zaupati. Volk (finančni kapital) dlako menja, čudi pa ne.