

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO  
PRIČAKOVANE SPREMEMBE REGULACIJE SVETOVNIH FINANČNIH TRGOV  
IN INSTITUCIJ**

Ljubljana, september 2009

MARKO SLEJKO

## **IZJAVA**

Študent MARKO SLEJKO izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. ALEŠA S. BERKA, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1. NADZOR IN REGULACIJA FINANČNIH INSTITUCIJ .....	2
1.1 NOV ODBOR REGULATORJEV ZA FINANČNI NADZOR .....	4
1.2. KONSOLIDIRAN NADZOR IN REGULACIJA NAD VSEMI VELIKIMI, MED SEBOJ POVEZANIMI FINANČNIMI INSTITUCIJAMI .....	5
1.3. TIER 1 FHC STANDARDI .....	6
1.4. KAPITALSKI IN DRUGI STANDARDI ZA BANKE IN BANČNE HOLDINGE (BHC).....	8
1.5. AGENCIJA ZA NACIONALNI BANČI NADZOR.....	9
1.6. REGISTRACIJA HEDGE SKLADOV IN DRUGIH SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA .....	12
1.7. OBČUTLJIVOST SKLADOV DENARNEGA TRGA PRED MNOŽIČNIM NAVALOM LASTNIKOV OZ. IMETNIKOV DELEŽEV .....	13
2. REGULACIJA FINANČNIH TRGOV .....	14
2.1. NADZOR IN REGULACIJA TRGOV LISTINJENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV .....	14
2.2 REGULACIJA OTC IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV, VKLJUČNO Z ZAMENJAVAMI KREDITNEGA TVEGANJA (CDS) .....	16
2.3. REGULACIJA TERMINSKIH POGODB IN VREDNOSTNIH PAPIRJEV .....	18
3. MEDNARODNI REGULATORNI STANDARDI IN MEDNARODNO SODELOVANJE .....	20
3.1 MEDNARODNI KAPITALSKI OKVIR .....	20
3.2 NADZOR GLOBALNIH FINANČNIH TRGOV .....	21
SKLEP.....	22
LITERATURA IN VIRI .....	24

## UVOD

Največja finančna kriza po veliki depresiji je pustila oz. pušča veliko sled na vseh področjih vsakdanjega življenja, zato potrebujemo odločno akcijo oz. plan, da popravimo našo in globalno ekonomijo. Potrebno je obnoviti temelje sodobne ekonomije, da bomo dosegali manj negativnih ciklov in več ekonomske rasti. To pa ne bo lahko. Vemo, da recesija ni rezultat ene napake oz. enega neuspeha, ampak mnogih napak in neuspehov. Novi temelji potrebujejo močne finančne trge, ki morajo delovati transparentno in po pravičnih pravilih. Nova pravila morajo ščititi vsakega potrošnika in celotno ekonomijo pred novo morebitno krizo. Dejstvo je, da je pomanjkanje regulacije svetovnih finančnih trgov in institucij privedlo do prekomernih zlorab. Regulatorni sistem je postal zastarel in preobremenjen s hitrostjo, obsegom in zapletenostjo globalne ekonomije 21. stoletja. Medtem so izvršni direktorji CEO (angl. *chief executive officer*) v ZDA in predsedniki uprav v EU dobivali in raje podeljevali zaposlenim astronomske nagrade za neodgovorno početje, kot da bi nagrajevali odgovornost. To ni bila napaka posameznikov, ampak je bila napaka celotnega sistema. V posameznih primerih so bili posli teh institucij tako zapleteni, netransparentni in nerazumljivi, da jih je samo peščica ljudi znotraj in zunaj podjetij razumela in vedela, kolikšnemu tveganju so vpletene strani izpostavljene. V sistemu je bilo veliko preveč kreditov in malo kapitala. Posledično je prišlo do naslednjih rezultatov: nastanek kreditnega (nepremičninskega) balona, propad mnogih velikih finančnih institucij (npr. Lehman Brothers), zamrznitev medbančnega trga in s tem pomanjkanje razpoložljivih kreditov, poslabšanje poslovanja realnega sektorja, poskus stabilizacije finančnih trgov s strani držav in najpomembnejše, povzročanje težav ljudem, ki s krizo nimajo nobenega opravka. Zaradi krize so izgubili službe in vse svoje življenjske prihranke. Majhna podjetja so propadla.

Trenutno stanje je posledica finančne deregulacije oz. liberalizacije, ki se je dogajala zadnja leta. Liberalizacija je prinesla zmanjšanje nadzora in regulacije nad finančnim sektorjem in institucijami. Z odpravo Glass-Steagall aktom (angl. *Glass-Steagall Act*) leta 2001 je prišlo do postopnega odpravljanja pravnih meja med komercialnim bančništvom, zavarovanji in investicijskim bančništvom (Claessenes, 2006). Ukinitve Glass-Steagall akta je na široko odprla vrata regulatorni arbitraži, ki je omogočala institucijam izbiro regulatorja po želji. Trenutno poznamo veliko regulatornih agencij, specializiranih za svoja področja, a nobene za celotno stabilnost finančnega sistema. Nekatere agencije imajo višje regulatorne standarde, nekatere pa nižje in prav k tem so se finančne institucije »zatekle« s pomočjo regulatorne arbitraže. Tako so sprejemale velika tveganja brez ustreznega kapitalskega kritja. Finančne institucije so tudi nemoteno razvijale nove kompleksne izvedene finančne instrumente in trgovale z njimi »prek okenc«. Ta trg je netransparenten in ga vodijo njegovi vzdrževalci (angl. *market maker*). Na njem sodelujejo tudi hedge skladi in drugi skladi zasebnega lastniškega kapitala, ki se jim pa ni potrebno registrirati pri nobenem regulatorju in niso podvrženi nobeni regulaciji. Velika napaka je tudi, da se trenutno trg pretirano regulira prek Adam Smithove nevidne roke trga in ne prek jasnih pravil (Bernanke, 2007). To so le

nekatero pomanjkljivosti, ki jih je potrebno odpraviti. V nadaljevanju diplomskega dela opisujem stanje in navedem potrebne popravke.

Namen diplomskega dela je nazorno prikazati glavne regulacijske pomanjkljivosti in pomanjkanje nadzora, ki je privedlo do trenutne finančne krize, ter opisati pričakovane spremembe regulacije od glavnih akterjev oz. pristojnih za to. Posvetil se bom predvsem regulaciji ZDA. Večina odgovornih za krizo prihaja iz ZDA in so tudi tam registrirani. Zato je jasno, da bi te morale biti podvržene največjim spremembam.

Cilj diplomskega dela je prikazati odločilno vlogo dobre regulacije in nadzora ter kako tanka meja nas loči med učinkovitimi trgi in finančno krizo. Želim prikazati pristope za izboljšanje regulacije in nadzora finančnih trgov in institucij.

Diplomsko delo je sestavljeno iz 3 poglavij. Prvo je najobsežnejše in v njem opisujem pričakovane spremembe nadzora in regulacije finančnih institucij. V njem izpostavim ustanovitev odbora regulatorjev za finančni nadzor, oblikovanje enotnega nadzora nad t.i. Tier 1 finančnimi holdingi, predstavim standarde za Tier 1 FHC, standarde za bančne holdinge BHC, zakrpanje lukenj bančne regulacije, registracijo hedge skladov in drugih skladov zasebnega kapitala ter opišem občutljivost skladov denarnega trga.

V drugem poglavju predstavim regulacijo finančnih trgov, ki zajema poostren nadzor sekuritiziranih trgov, nadzor nad OTC izvedenimi finančnimi instrumenti in opišem še domnevo, da bo prišlo do uskladitve regulacij med terminskimi pogodbami in vrednostnimi papirji.

V tretjem in zadnjem poglavju pa na kratko opišem pričakovane spremembe na globalni ravni, in sicer poostren mednarodni kapitalski okvir in splošni boljši nadzor nad globalnimi finančnimi trgi.

## **1. NADZOR IN REGULACIJA FINANČNIH INSTITUCIJ**

Finančne institucije, ki so kritične za delovanje finančnega trga, morajo biti podvržene močni regulaciji in nadzoru. Nobena finančna institucija, ki predstavlja sistemsko tveganje, ne sme biti neregulirana oz. malo regulirana. V tem poglavju so predstavljeni ukrepi, da regulatorji ne bi gledali samo na varnost in stabilnost posameznih institucij, ampak da bi gledali na varnost in stabilnost sistema kot celote. Eden od vzrokov za nastanek krize je bil namreč, da je veliko regulatorskih agencij nadzorovalo vsaka svojo institucijo in njene podružnice oz. segment in nobeden ni gledal oz. nadzoroval sistema kot celote in tveganj, ki so jih te povezane institucije predstavljale druga drugi. Podjetja, ki so predstavljala t.i. sistemsko tveganje (angl. *systemic risk*), so se obnašala kot banke, odločila so se biti regulirana kot na primer zavarovalnice ali investicijska podjetja ali pa druge oblike podjetij, ki so bile podvržene blažji regulaciji. Ta problem je t.i. problem regulatorске arbitraže (angl. *regulatory arbitrage*), ki ga je potrebno

čimprej odpraviti (Palleta, 2009). Regulatorna arbitraža je privedla do tega, da je propad enega podjetja ogrozil obstoj drugih podjetij. Ta efekt oz. rezultat se je multipliciral in ni bilo nobenih »varovalk«, ki bi to preprečevale. Na žalost tudi nihče ni bil zadolžen za preprečitev tega.

Pričakovano je, da bo v ZDA dobila ameriška centralna banka Fed (angl. *Federal Reserve*) nove pristojnosti in odgovornosti za reguliranje bank in drugih velikih, sistemsko pomembnih institucij, ki predstavljajo sistemsko tveganje z dvigom standardov zanje. (Goldman & Miller, 2009). Od teh institucij bo zahtevano, da zadostijo še višjim kapitalskim in likvidnostnim zahtevam kot do sedaj, tako da bodo še bolj odporne v slabih ekonomskih časih in da bo še manjša verjetnost propada kot do sedaj. Pri tem pa moramo biti pozorni, da ameriški kongres ne bo vzel neodvisnosti Fedu prek podeljevanja pristojnosti za spopad s krizo (v smislu, da bi moral Fed pridobivati soglasje kongresa za svoje odločitve, na primer višina obrestne mere) (Torres, 2009). Pričakovano je tudi, da bodo ustanovili posebni regulatorni odbor, ki bo združeval regulatorje z vseh področij. Skupaj bodo regulirali in si delili informacije, ki predstavljajo morebitne »luknje« v regulaciji. Odbor naj bi predstavil resolucijo (angl. *resolution authority*) o velikih mednarodnih finančnih podjetij. Cilj resolucije je preprečitev nadaljnjih propadov teh institucij in tudi predstavitev sklopa standardnih postopkov, ki bi omogočali obvarovati celoten sistem, če bi tako podjetje v resnici propadlo. Ukinili naj bi tudi Urad za varčevanje (angl. *Office of Thrift Supervision*) in zakrpali luknje, ki so velikim institucijam dovoljevale »cherry-picking«<sup>1</sup> med bančnimi pravili. Povišali naj bi že obstoječe kapitalske zahteve za vse »bančne« institucije (angl. *depository institutions*). Odslej naj bi se morali tudi hedge skladi (angl. *Hedge funds*) registrirati pri Ameriški agenciji za trg vrednostih papirjev, SEC, (angl. *Securities and Exchange Commission*).

Spremembe se obetajo tudi na področju varstva potrošnikov. V diplomskem delu jih bom omenil le posredno in se ne bom spustil v podrobnosti. Ameriška administracija planira ustanovitev nove in vplivne agencije, ki bi imela samo eno nalogo: skrbeti za vsakdanje potrošnike. Imenovala se bo Agencija za varstvo potrošnikov na področju finančnih produktov, CFPB (angl. *Consumer Financial Protection Agency*) (Kenda, 2009). Agencija je pomembna, ker kriza ni bila samo rezultat dejanj največjih in »najsposobnejših« finančnih institucij, ampak tudi rezultat sprejetih odločitev od navadnih potrošnikov, na primer, ko so nekateri potrošniki najemali kredite za nepremičnine v vednosti, da jih ne morejo odplačati, pa tudi s tem, ko so si nalagali različne druge finančne obveznosti. Posojanje je v veliki meri temeljilo na vrednosti nepremičnine in ne na dohodkih. Drugi problem je nastal, ko so podpisovali različne pogoje za kredit, ki jih niso povsem razumeli, ker jim posojilodajalci niso vedno vsega povedali po pravici. Podjetja medseboj niso vedno tekmovala s ponujanjem boljših produktov, ampak z bolj kompliciranimi, z več finega tiska in z več skritimi pogoji (Plungis, 2009).

---

<sup>1</sup> Izraz cherry-picking se uporablja metaforično in opisuje situacijo, ko se osredotočiš na določene podatke in ingnoriraš ostale povezane podatke.

Nova agencija bo imela moč, da postavi take standarde, da bodo podjetja tekmovala s ponujanjem novih inovativnih produktov, ki jih potrošniki dejansko hočejo in resnično razumejo. Potrošnikom bodo vedno na voljo informacije, ki so enostavne, transparentne in točne. Možno bo primerjati produkte in izbrati, kar nam najbolj ustreza. Na podlagi primerjav bodo najbolj nepravilne prakse prepovedane. Obdobje finega tiska bo mimo in prepovedano, brez izjem (Fact Sheet: Administration's Regulatory Reform Agenda Moves Forward. Legislation for Strengthening Investor Protection Delivered to Capitol Hill, 2009). Pravila igre bodo za vse enaka, torej, za vse nebančne institucije, ki ponujajo hipotekarne kredite, bodo veljala enaka pravila kot za banke. S tem bomo dosegli, da posojilodajalci ne bodo tekmovali med sabo z zniževanjem standardov za odobritev kredita, ampak s ponujanjem boljše kakovosti za potrošnika.

## **1.1 NOV ODBOR REGULATORJEV ZA FINANČNI NADZOR**

Ameriška administracija je predlagala ustanovitev Odbora regulatorjev za finančni nadzor, FSOC, (angl. *Financial Services Oversight Council*) za olajšanje koordinacije, deljenje informacij, indentificiranje velikih tveganj, svetovanje in opozarjanje Feda pred morebitnim propadom prvovrznih finančnih holdingov Tier 1 FHC (angl. *Tier 1 Financial Holding Companies*). Tier 1 FHC institucije so tiste, katerih propad bi ogrozil finančno stabilnost zaradi njihove velikosti, finančnega vzvoda in povezanosti med seboj. Odbor bo imel tudi funkcijo foruma, na katerem bodo reševali nejasnosti glede pristojnosti med regulatorji.

Odbor naj bi sestavljali (Title I – Financial Services Oversight Council, 2009):

- ameriški finančni minister
- guverner ameriške centralne banke Fed
- direktor novega nacionalnega bančnega nadzornika NBS (angl. *National bank supervisor*)
- direktor Agencije za varstvo potrošnikov na področju finančnih produktov, CFPA,
- predsednik Agencije za trg vrednostnih papirjev, SEC,
- predsednik Agencije za termenske in opcijske pogodbe, CFTC, (angl. *Commodity Futures Trading Commission*)
- predsednik Zvezne korporacije za zavarovanje depozitov, FDIC, (angl. *Federal Deposit Insurance Corporation*)
- direktor Zvezne agencije za financiranje nepremičnin, FHFA, (angl. *Federal Housing Finance Agency*)

Odbor bi morali podpirati strokovnjaki, zaposleni na ministrstvu za finance, in nuditi odboru vse potrebne informacije in sredstva, ki jih potrebuje za posamezne odločitve. Njegova naloga bo tudi iskanje in zakrpanje določenih lukenj v regulatornem sistemu. Odbor bo imel pooblastila, da lahko zahteva vse informacije od vseh podjetij in da predlaga podjetja, ki bi bila podvržena Tier 1 FHC nadzoru in regulaciji. Fed se bo moral odslej posvetovati z odborom o postavitvi standardov za; Tier 1 FHC, upravljanje s tveganji sistemsko pomembnih plačil (angl. *risk managet for systemically important payments*), kliring (angl.

*clearing*) in za sistem o poravnavi med strankami (angl. *settlement system*). Odbor bo odgovoren ameriškemu kongresu in mu bo poročal z letnimi poročili o napredku trgov in o potencialnih sistemskih tveganjih. (Schmidt & Westbrook, 2009).

## **1.2. KONSOLIDIRAN NADZOR IN REGULACIJA NAD VSEMI VELIKIMI, MED SEBOJ POVEZANIMI FINANČNIMI INSTITUCIJAMI**

Vsaka finančna institucija, katere kombinacija velikosti, finančnega vzvoda in povezanosti (Tier 1 FHC), predstavlja grožnjo za stabilnost finančnega sistema, mora biti podvržena strogemu in konsolidiranemu nadzoru in regulaciji. Pri tem ni važno, ali ima ta institucija v lasti FDIC zavarovano bančno institucijo (angl. *insured depository institution*) ali ne. (Laursen, 2009)

Nenadni propadi velikih ameriških finančnih institucij so bili dogodki, ki so najbolj destabilizirali trge. Ta podjetja so bila velika, poslovala so z zelo visokim vzvodom in bila močno povezana z največjimi igralci na finančnem trgu. In kljub temu niso bila v zadostni meri nadzorovana in regulirana. Posledica tega je bila, da niso imela dovolj kapitala oz. likvidnosti za spopad s poslabšanjem razmer na svetovnih finančnih trgih leta 2008. Kljub temu, da so imela ta podjetja v lasti bančne institucije, katerih vloge so bile zvezno zavarovane pri FDIC (angl. *federally insured depository institutions*), so se prek regulatorne arbitraže odločila, da imajo v lasti institucije, ki niso smatrane kot banke po Bančnem aktu (angl. *Bank Holding Company Act, 1956*). Na eleganten način so se izognili strožji regulaciji in nadzoru, ki je veljal po Bančnem aktu (Title II - Consolidated supervision and regulation of large, interconnected financial firms, 2009). Na novo se predlaga, da se ta podjetja podvrže še strožjemu nadzoru in regulaciji, kot to sedaj predpostavlja Bančni akt za navadne banke. Nadzor bi prevzela ameriška centralna banka, ki ima največ izkušenj in vsa potrebna sredstva za »spopad« z njimi. Pri tem bo imel odbor odločilno vlogo indentifikacije podjetij, ki spadajo pod Tier 1 FHC regulacijo. Ključno je, da vsa podjetja Tier 1 FHC spadajo pod enega samega regulatorja (tako se ve, kdo je odgovoren zanje) in ni možna regulatorna arbitraža ter prenašanje krivde na druge regulatorne agencije. Fed se bo moral organizacijsko prilagoditi, da bo poleg bančnih holdingov (angl. *Bank Holding Companies*) reguliral tudi Tier 1 FHC (Goodwin, 2009).

Cilj BHC regulacije bi se moral razširiti, tako da ne bi več gledali na varnost in zdravje bančnih podružnic kot do sedaj, ampak da bi gledal na varnost in zdravje celotne banke in celotnega finančnega sistema nasploh. Fed bo moral tudi razviti nove nadzorne ukrepe za aktivnosti, ki do sedaj niso bile del bank. Kot sem že omenil, se bo moral Fed posvetovati z ministrstvom za finance o vzpostavitvi pravil za identifikacijo podjetij Tier 1 FHC. Kljub temu, bi moralo biti Fedu dovoljeno, da oceni tudi druge relevantne faktorje in jih diskretno uporabi na finančnih podjetjih. Finančno ministrstvo pri tem ne bi smelo imeti vpliva, kako se ti ukrepi izvajajo, kot je bilo to v praksi do sedaj. S to diskretnostjo bi bilo regulatornemu sistemu omogočeno uvajanje inovacij glede finančnih aktivnosti in organizacijskih struktur finančnih podjetij. Brez te diskretnosti bi lahko Tier 1 FHC ušli nadzoru Tier 1 FHC. Na



primer lahko bi prišlo do tega, da bi Fed uvrščal med Tier 1 FHC le tista podjetja, ki bi imela celotna sredstva nad določeno vsoto. V tem primeru bi bilo podjetjem v interesu, da izvajajo aktivnosti, kot so transakcije izven bilance (angl. *off-balance sheet transactions*) in izločanje subjektov iz bilanc (angl. *special purpose vehicles oz. off-balance sheet vehicles*) (Mrak, 2008). Prilagodljivost je nujna, da ne zraste »nov AIG« zunaj regulatornega sistema.

Pri identificiranju Tier 1 FHC-jev bi si morali pomagati s t.i. »stres testi«<sup>2</sup>, s katerimi bi odkrili sistemsko pomembnost posameznega Tier 1 FHC in kakšen pomen bi imel propad tega podjetja na ostale velike finančne institucije, plačila, kliring, sistem o poravnavi med strankami, medbančni trg, ipd. Ob vsem tem ne smemo pozabiti pomembnosti Tier 1 FHC-jev za finančni sistem in celotno ekonomijo nasploh, zato ne smemo postaviti previsokih oz. pretiranih standardov, ker bi to lahko ogrozilo dolgoročno rast. Postaviti je treba taka pravila, da se bo zagotovila najvišja možna stabilnost ob najnižjih možnih stroških dolgoročne rasti.

### 1.3. TIER 1 FHC STANDARDI

Tier 1 FHC-standardi bi moral minimalno zadostiti naslednjim pogojem (Title II – Consolidated supervision and regulation of large, interconnected financial firms, 2009):

- kapitalske zahteve: te bi morale odsevati velike negativne eksternalije, povezane s finančnimi stiskami, hitrim razdolževanjem (angl. *deleveraging*) in z nepredvidenim fleksibilne v zelo stresnem ekonomičnem okolju. Podjetja bi morala akumulirati visoko kvaliteten kapital v času konjunktore zato, da bi lažje prebrodila slabe čase oz. slabo ekonomsko klimo. Z drugimi besedami: podjetja bi morala delovati bolj proticiklično kot do sedaj. Fed bi moral s pomočjo tržnih indikatorjev stalno (četrtletno) izvajati »stres teste« in opazovati kapitalsko ustreznost Tier 1 FHC-jev pod različnimi nepredvidljivimi pogoji;
- hitro ukrepanje: finančni holdingi Tier 1 bi morali biti podvrženi hitremu ukrepanju s strani nadzornikov in regulatorjev ob morebitnemu poslabšanju kapitalske ustreznosti. Podobno kot to velja za bančne institucije pod zveznim aktom za zavarovnje depozitov (angl. *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, 1991*);
- likvidnostni standardi: Fed bo moral uvesti sistem, ki bo Tier 1 FHC-je prisilil okrepiti management upravljanja s tveganji tako, da bo postal management, ki se ukvarja z notranjim in zunanjim likvidnostnim tveganjem (angl. *liquidity risk management*), integriran v posamezno institucijo. Fed bo tudi naložil višje likvidnostne zahteve kot do sedaj, ki bi zaznale negativne spremembe na trgu, kot na primer; finančne sistke, propadi povezanih institucij, ipd. Fed bo moral tudi na likvidnostnem področju izvajati

---

<sup>2</sup> »Stres test«. To so računalniški modeli, ki ocenjujejo učinke različnih spremenljivk na finančno stanje portfelja oz. v tem primeru banke po vnaprej pripravljenih hipotetičnih scenarijih. Ti modeli ugotavljajo, ali so banke kapitalsko dovolj dobro pripravljene na poslabšanje razmer v gospodarstvu oz. ob nastopu finančne krize (Investopedia, 2009).

»stres teste«, ki bi vključevali kratkoročne in podaljšane scenarije kot tudi specifične in široko tržne scernarije (angl. *market-wide scenarios*). Vključevati bi morali bilančne in zunajbilančne aktivnosti (angl. *on- and off balance sheet exposures*), vključno z zunanje bilančnimi obveznostmi, ki niso stvar podpisane pogodbe (angl. *non-contractual offbalance sheet obligations*);

- upravljanje s tveganji: pričakovanja nadzornikov v zvezi z načinom upravljanja tveganj morajo biti v sorazmerju s tveganjem, zapletenostjo in obsegom operacij Tier 1 FHC. Tier 1: podjetja morajo biti sposobna hitro in učinkovito indentificirati tveganja koncentracije (angl. *firm-wide risk concentrations*), ki zavzemajo posojila, likvidnost, obseg poslov z enim samim podjetjem, ipd. in vzpostaviti primerne meje okrog teh koncentracij.;
- tržna disciplina in kapitalaska razkritja;
- omejitev nefinančnih aktivnosti: od Tier 1 podjetji, ki **ne** kontrolirajo zavarovane hranilne institucije ( angl. *insured depository institution*), bi moralo biti zahtevano, da so podvržena celotni in skrbni regulaciji kot klasične banke BHC skupaj z ločevanjem bančništva in komercialne trgovine (angl. *commerce*). Potemtakem bi bil vsak Tier 1 FHC podvržen tudi zahtevi BHC-akta o omejenih nefinančnih aktivnostih, ne glede na to, ali kontrolira zavarovano hranilno institucijo ali ne. Pričakovano je, da bo dano 5 let podjetjem Tier 1, ki do sedaj niso bili podvrženi BHC-aktu, da se uskladijo z njim;
- krizni plani: Fed bo zahteval od vsakega Tier 1 finančnega holdinga, da pripravi in stalno obnavlja krizni plan za morebitno hudo finančno stisko. Taka zahteva bi spodbudila podjetje, da bolje nadzira samo sebe in prilagodi lastno organizacijsko strukturo. Tako bi se lahko tudi država, investitorji, posojilodajalci, poslovni partnerji, idr. bolje pripravili na morebitni propad podjetja. Fed pa bi imel nalogo redno pregledovati plan vsakega posameznega Tier 1 podjetja.

Iz zgodovine je razvidno, da je bil preventivni nadzor vedno usmerjen v varnost in zdravje posameznih finančnih podjetij (BHC) ali pa tveganju, ki ga nebančne podružnice predstavljajo matičnemu podjetju (banki). Ta finančna kriza je pokazala, da je specializirana regulacija lahko tudi nevarna. Zato je ključnega pomena imeti centraliziran in konsolidiran nadzor in regulacijo za vse Tier 1 finančne holdinge. Kriza lahko izbruhne iz kateregakoli podjetja ali podružnice. Zato ni pravično zvaliti odgovornosti zanjo na funkcijskega regulatorja (npr. SEC ali CFTC) ene same podružnice. Zdaj vemo, da moramo vzeti nekaj avtonomnosti tem funkcijskim regulatorjem, da bomo lahko varovali sistem kot celoto. Da bomo lahko to storili, bodo morali v ZDA preklicati Gramm-Leach-Bliley akt (angl. *Gramm-Leach-Bliley Act*, 1999), ki daje popolno avtonomnost funkcijskim regulatorjem. Fed bi moral imeti moč, da postavi višje regulacijske standarde. Pričakovano to moč bo tudi dobil, a le po posvetovanju s funkcijskim regulatorjem in ministrstvom za finance.

#### 1.4. KAPITALSKI IN DRUGI STANDARDI ZA BANKE IN BANČNE HOLDINGE (BHC)

Ministrstvo za finance bo vodilo delovno skupino, s participacijo vseh regulatornih agencij in zunanjih strokovnjakov, ki bo temeljito ponovno ocenila obstoječe kapitalske zahteve za banke in bančne holdinge (BHC), vključno z novimi Tier 1 finančnimi holdingi. Delovna skupina se bo ukvarjala predvsem z naslednjimi vprašanji (Financial regulatory reform, 2009):

- Kako učinkovito in trajno vršiti nadzor nad velikimi, kompleksnimi bančnimi podjetji?
- Katere informacije morajo nadzorniki dobivati redno s strani reguliranega podjetja?
- Kako morajo med seboj delovati funkcijski in bančni regulatorji z odborom?
- Kako se morajo usklajevati in sodelovati državni regulatorji s tujimi regulatorji? Predvsem ko govorimo o multinacionalnih podjetjih.
- Do katerega obsega podjetja naj bi se regulacija razlikovala med na primer majhno banko v primerjavi z veliko in bolj sofisticirano?
- Na kakšen način bi morale biti ustanovljene nadzorne agencije in kakšna naj bo njihova struktura?
- S stroški in koristmi imeti nadzorne agencije, ki opravljajo tudi druge državne naloge kot na primer zavarovanje depozitov ali varstvo potrošnikov.

Kapitalske zahteve so bile dolga leta primarno orodje za zagotavljanje zdravja in varnosti bančnih podjetij in celotnega bančnega sistema. S trenutnimi kapitalskimi zahtevami pa enostavno ni bilo dovolj kapitala med krizo. Tako so podjetja, ki so bila tik pred krizo ocenjena kot dobro kapitalizirana, propadla. Trenutna finančna kriza je poudarila kopico problemov s trenutno ureditvijo kapitalskih zahtev. Današnje kapitalske zahteve ne obvezujejo institucij, da držijo kapitalsko ustreznost tudi za izvenbilančno izpostavljenost. Kapitalske zahteve enostavno niso pokrile tveganja trgovanja z določenimi strukturiranimi kreditnimi produkti. Posledično institucije niso imele dovolj kapitala, da bi absorbirale vse izgube. Potrebno je narediti revizijo trenutne finančne strukture bank in bančnih holdingov in uvesti nova pravila. Revizija mora biti razumljiva in obsegati mora vsa področja finančne strukture, vključno s strukturo kapitala (angl. *composition of capital*), z obsegom kritja tveganj (angl. *scope of risk coverage*) in relativnim tveganjem uteži (angl. *relative risk weights*). Po pričakovanjih bo revizija vključevala naslednje elemente (Lekatis, 2009):

- kapitalska pravila za spodbujanje in povečanje proticikličnosti. Banke bi morale akumulirati visoko kakovosten kapital v dobrih ekonomskih časih in ga koristiti v slabih ekonomskih časih, da bi ohranjala kapitalsko ustreznost;
- analizo stroškov in koristi (angl. *cost-benefit analysis*) ter možnosti, da bi bankam in bančnim holdingom dovolili zbrati določen delež regulatornih kapitalskih zahtev (angl. *regulatory capital requirements*) preko možnih finančnih instrumentov (kot na primer izdaja lastnih obveznic, ki se avtomatično pretvorijo v lastniški kapital v

stresnih ekonomskih pogojih) ali preko nakupa zavarovanja proti makroekonomskim tveganjem (angl. *tail insurance against macroeconomic risk*);

- višje regulatorne kapitalske zahteve kot do sedaj za določene investicije in za izpostavljenost večjemu tveganju ob morebitnem stresu trga (angl. *market stress*) vključno s; trgovskimi pozicijami (angl. *trading positions*), investicijami v lastniški kapital (angl. *equity investment*), kreditno izpostavljenostjo do slabih posojilojemalcev (angl. *credit exposures to low-credit-quality firms and persons*), visoko ocenjenimi dolžniškimi vrednostnimi papirji na osnovi raznovrstnega dolga in na osnovi hipotekarnih posojil (angl. *asset backed securities ABS & angl. mortgage-backed securities MBS*), izpostavljenost subjekom izven bilance (*off-balance sheet vehicles*) in izvedenimi finančnimi instrumenti, s katerimi se trguje »preko pulta« oz. »preko okenc« oz. OTC derivatom (angl. *Over The Counter derivatives*);
- spoznanje, da je pomembno dobiti enostavnejšo, bolj transparentno mero za dopolnitev merjenja finančnega vzvoda bank in bančnih holdingov.

Nova pravila bi morala biti transparentna, kredibilna, izvedljiva, pokrivati morajo vsa področja in biti taka, da bi bilo mogoče podjetja primerjati med seboj.

## **1.5. AGENCIJA ZA NACIONALNI BANČI NADZOR**

Ameriška administracija predlaga ustanovitev nove nacionalne agencije za bančni nadzor NBS, da bi vodila bonitetni nadzor in regulacijo vseh hranilnih institucij, zveznih in tujih podružnic s koncesijo. Kajti ena izmed lekcij, ki smo se jo naučili od trenutne krize, je, da tekmovanje med različnimi vladnimi agencijami za regulacijo (odgovornimi za podobna podjetja) ni prineslo zelenih rezultatov in je dejansko zmanjšalo stopnjo regulacije finančnega sistema. Nova agencija za bančni nadzor bo namenjena podeljevanju koncesij, bonitetnemu nadzoru in regulaciji državnih bank, zveznih in tujih podružnic. Agencija bo prevzela bonitetne odgovornosti od Urada za kontrolo valute OCC (angl. *Office of the Comptroller of the Currency*), ki trenutno podeljuje koncesije in nadzira državne banke, podružnice in tuje podružnice s koncesijo. Prav tako bo NBS prevzela dolžnosti in odgovornosti Urada za varčevanje OTS (*Office of Thrift Supervision*), ki nadzira državne hranilnice in hranilniške holdinge (angl. *thrift holding companies*) s koncesijo. Da bi NBS izpolnila svoje naloge učinkovito, je tudi nujno, da prevzame vsa pooblastila OCC in OTS. Ta zajemajo: zahtevo poročil, opravljanje pregledov, naložba in vsiljevanje bonitetnih zahtev in opravljanje splošnega nadzora. Prav tako ji morajo biti omogočena: vsa orodja, vpliv, finančna in tehnična sredstva in seveda človeški kapital, ki bi omogočil, da so subjekti podvrženi kar največjemu možnemu nadzoru in regulaciji.

Ameriško ministrstvo za finance predlaga ukinitvev zveznega podeljevanja koncesij hranilnicam, ampak pri tem ohraniti meddržavna podružnična pravila in jih uporabiti tudi na državnih (angl. *state*) in nacionalnih (angl. *nacional*) bankah.

- Zvezno podeljevanje koncesij (angl. *federal thrift charter*): zvezno podeljevanje koncesij je bilo omogočeno leta 1933 v Home Owners Loan Aktu kot odgovor na veliko depresijo, ki je terjala veliko žrtev med hranilnicami z državno koncesijo. S tem aktom so bolj specializirali podeljevanje koncesij, in sicer na zvezni ravni. Takrat je bila smiselna usmeritev zveznih hranilnic v trg hipotekarnih kreditov, vendar je v zadnjih letih izgubila smisel, saj je trg nepremičnin od leta 2007 do sedaj močno padel, kar je močno oslabilo te institucije. Med leti, ko je trg hipotekarnih posojil močno rasel in z njim listinjenje (angl. *securitization*), se je večal tudi apetit komercialnih bank po izdaji novih hipotekarnih posojil. Posledično je potreba po specializiranih zveznih hranilnicah padla, kar je še poglobilo izgube, ko je dejansko nastopila kriza. »Thrifte« (hranilnice) je kriza še močneje prizadela kot ostale institucije, ker so bili, obvezani po zakonu, bolj osredotočeni na hipotekarna posojila.. Tipičen thrift je bil Washington mutual, ki je propadel med prvimi. Zmožnost zveznega podeljevanja koncesij je privedla do priložnosti za regulatorno arbitražo privatnega sektorja. Torej še en razlog več za ukinitvev zveznih koncesij;
- nadzor in regulacija nacionalnih in državnih bank (angl. *supervision and regulation of national and state banks*). Kljub temu, da je v zadnjih letih FDICI akt in drugo delo raznih agencij Feda privedlo do večje poenotenosti regulacije nacionalnih bank (angl. *national banks*), državnih bank (angl. *state member banks*) in nedržavnih bank (angl. *state nonmember banks*), je še vedno prostor za izboljšave na področju arbitraže. Da bi še bolj zmanjšali možnost arbitražnih priložnosti, moramo še bolj zmanjšati razlike med samostojnimi nadzorniki in regulatorji ter onemogočiti prehod bank v težavah pod druge nadzornike in podeljevalce koncesij;
- meddržavne podružnice (angl. *interstate branching*). Zvezne hranilnice so se lahko brez omejitev širile prek državnih meja. Banke pa niso imele vedno te možnosti. Čeprav je veliko držav uzakonilo širjenje bank prek meja brez ovir, jih je veliko ostalo, ki so dovoljevale le z nakupom kakšne izmed tamkajšnjih lokalnih bank. To omejitev bi bilo treba odpraviti v vseh zveznih državah, ker omejuje konkurenco in predvsem, ker omejuje »skupnostne« banke (angl. *community banks*). Ameriška administracija predlaga odpravo vseh meddržavnih omejitev za nacionalne in zvezno-državne banke. Meddržavno bančništvo je dobro za potrošnike, banke in nasploh za širšo ekonomijo. Bankam omogoči, da se razširijo preko državnih meja in s tem pridobijo na geografski razpršenosti in so obvarovane pred morebitnimi lokalnimi šoki. Vse omejitve, ki zadevajo varstvo potrošnikov, pa morajo ostati.

Ameriška administracija predlaga zakrpanje vseh lukenj v BHC-aktu glede: hranilniških holdingov, podjetij, ki posojajo denar in so lahko v lasti nefinančnih institucij ILC (angl. *Industrial Loan Companies*) (kot na primer Merrill Lynch bank in Morgan Stanley bank), bank, ki se ukvarjajo predvsem z izdajo kreditnih kartic (angl. *credit card banks*), družb za upravljanje premoženja (angl. *trust companies*), fiduciranega upravljanja bank, ki to niso (angl. *grandfathered »nonbank« banks*). BHC-akt zahteva, da se mora katerokoli podjetje, ki ima v lasti zavarovano hranilno institucijo, registrirati kot bančni holding BHC. BHC-ji so

podvrženi konsolidiranemu nadzoru in regulaciji s strani Fede in so podvrženi nebančnim omejitvam po BHC-aktu. Kljub temu se od podjetij, ki imajo v lasti FDIC zavarovane hranilnice, ILC-je, specializirane banke za kreditne kartice, družbe za upravljanje premoženja in fiducirano upravljane banke ne zahteva postati bančni holding. Podjetja, ki imajo v lasti hranilnice, so podvržene bolj ohlapni regulaciji in nadzoru s strani OTS. Podjetja, ki pa posedujejo ILC-je, »credit card« banke, družbe za upravljanje premoženja ali fiducirano upravljano banko pa niso dolžne slediti nobenemu nadzoru in regulaciji. Investicijske banke (Bear Stearns in Lehman Brothers), zavarovalnice (AIG), razna finančna in komercialna podjetja so imela vsa v lasti hranilne institucije, ki niso bile smatrane kot »banke« po BHC-aktu. To jim je omogočilo regulatorno arbitražo in izmik primerni regulaciji, nadzoru in dolgoletni politiki ločevanju bančništva in trgovine (angl. *separating banking from commerce*). Posledično so eni propadli, drugi pa bi propadli, če ne bi država posegla vanje in jih delno ali v celoti nacionalizirala (v EU se že pripravlja direktiva o tem, Lipnik, 2009). Zvezni zakoni so dolga leta preprečevali združitev komercialnega bančništva z navadno trgovino oz. navadnimi podjetji zaradi konflikta interesov, pristranskega podeljevanja kreditov, koncentracije moči, regulacijskih in nadzornih težav, ki bi jih predstavljala taka združitev. Združitev jim je omogočila prevzemati izven bilančna tveganja, za katera ni bilo dovolj kapitalskega kritja, kar krovnemu podjetju na začetku ni delalo težav. Ampak, ko so bila podjetja prisiljena razkriti izven bilančne posle in tveganja, pa je ogrozilo celoten holding in pokazalo se je, da je na holdinški ravni bistveno premajhna kapitalaska ustreznost. Vse skupaj je privedlo do propada velikih podjetij in zamrznitev medbančnega trga, ker nihče ni vedel, koliko takih izven bilančnih obveznosti ima posamezna banka (Slapničar, 2008). Kot zanimivost naj navedem podatek, da je bila medbančna obrestna mera decembra 2008 za posojilo preko noči kar 30%! Še poleti se je ta obrestna mera gibala med 1 in 2%. To jasno pokaže, kako je bilo strah banke posojati denar druga drugi, ker je bila enostavno prevelika verjetnost, da še katera banka propade čez noč. Zato je tako pomembno ohranjanje zidu med bančništvom in trgovino, da ne pride do česa podobnega še kdaj. »Zid« je dolga leta dobro služil celotni globalni ekonomiji, zato ga je treba ponovno postaviti in ga še »povišati«.

- Hranilniški holdingi (angl. *thrift holding companies*). Velike razlike med regulacijo in nadzorom hranilniških holdingov in BHC-regulacijo so privedle do priložnosti za arbitražo. Na primer Fed omejuje BHC-jem višino finančnega vzvoda in kapitalске zahteve, OTS pa ne zahteva nobenih kapitalskih zahtev za hranilne institucije, kot na primer AIG. BHC-jem je na splošno prepovedano ukvarjanje s trgovskimi aktivnostmi, veliko hranilniških holdingov pa nima te prepovedi. Predvsem velja to za holdinge, ki so bili ustanovljeni pred GLB-aktom leta 1999 in se lahko svobodno ukvarjajo s trgovskimi aktivnostmi (Marinč, 2007) Po finančni reformi naj bi vsi hranilniški holdnigi postali BHC-ji in bili v celoti regulirani.
- ILC. Ameriški kongres je uvrstil ILC-je med izjeme v BHC-aktu leta 1987. Takrat je bila večina teh institucij majhnih in specializiranih v posojanje majhnih kreditov industrijskim delavcem, omejena so bila z višino depozitov, ki so jih lahko sprejemala. Danes pa so ILC-ji od FDIC-a zavarovane hranilne institucije, ki lahko ponudijo vse,

kar lahko ponudi navadna komercialna banka. Spet se pojavi, da lahko izbirajo med različnimi vrstami regulacije (arbitraža). Tako je bilo preoblikovanje v ILC s strani bank način, da se izognejo primerni regulaciji in primernemu nadzoru. Po finančni reformi naj bi tudi vsi ILC-ji postali BHC-ji.

- »Credit card banks«. Prav tako kot ILC, so bile tudi »credit card« banke dodane med izjeme v BHC-aktu leta 1987. Tako so tudi tu institucije, ki so imele v lasti »credit card« banke, ušle prek arbitraže BHC-regulaciji in nadzoru. Prav tako jim je bilo omogočeno izvajati trgovske aktivnosti. Tako je bilo omogočeno »nebančnim« institucijam prek »credit card« bank prodajati lastne kreditne kartice na drobno. Svojo bančno kocesijo pa so predvsem izrabljali za dostop do plačilnih sistemov in da bi se izognili oderuškim zakonom. Tudi »credit card« banke naj bi odslej postale BHC-ji.
- Družba za upravljanje premoženja (angl. *trust company*). Je pravna oseba, ki se obnaša kot zaupnik (angl. *fiduciary*) na račun fizične ali neke druge pravne osebe, za potrebe administracije, managementa in morebitnih transferjev sredstev do koristnika. Družba za upravljanje premoženja nima v lasti sredstev, ki jih stranke namenijo managementu, ampak lahko prevzame pravno obveznost za skrb teh sredstev v korist neke tretje osebe. Družbe za upravljanje so sicer bolj regulirane kot na primer ILC ali »credit card« banke, saj so podvržene FDIC-regulaciji. Ampak vseeno dobijo materialne koristi iz naslova FDIC-statusa. Zato bodo tudi te družbe oz. njihovo matično podjetje (lastnik) postalo BHC.
- »Nebančne banke« ali fiduciarno upravljane banke, ki to niso (angl. *grandfathered nonbanks*). To so finančne institucije, ki niso smatrane kot popolne banke, ker ne ponujajo obojega, posojilne dejavnosti in zbiranja depozitov, ampak le eno stvar. Nebančne banke lahko izvajajo operacije, povezane s kreditnimi karticami, vendar ob tem ne smejo sprejemati depozitov. BHC-akt iz leta 1956 prepoveduje nebančnim bankam imeti v lasti banke kot podružnice, lahko pa imajo v lasti druge nebančne banke. Veliko nebančnih bank, ki sprejemajo depozite, je zavarovanih pri FDIC in morajo izpolnjevati FDIC-ove regulacijske zahteve. Nebančno bančništvo se je zelo povečalo v zadnjih letih, predvsem z nefinančni institucijami, kot na primer trgovci na drobno in proizvajalci avtomobilov, ki ponujajo kredite. Posledica tega je, da te institucije ne spadajo pod BHC-akt, za kar pa ni nobenega ekonomskega opravičila, da lahko nadaljujejo nenadzorovane in neregulirane. Zato bi tudi nebančne banke postale BHC-ji.

## **1.6. REGISTRACIJA HEDGE SKLADOV IN DRUGIH SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA**

Vsi svetovalci in upravljalci hedge skladov oz. hedge skladi sami ter drugih alternativnih skladov, vključno s skladi zasebnega lastniškega kapitala (angl. *private equity funds*), in skladi tveganega kapitala (angl. *venture capital funds*), katerih sredstva presegajo zmeren prag, bi se morali registrirati pri SEC v skladu z aktom finančnih svetovalcev (angl. *investment advisers act*, 1940). Svetovalci bi morali posredovati informacije o skladu, ki ga

upravljajo, in to naj bi bilo zadostno za oceno tveganja, ki ga ta sklad predstavlja finančni stabilnosti. (Financial regulatory reform, 2009).

V zadnjih letih smo priča zelo velikemu razmahu in rasti hedge skladov, skladov lastniškega kapitala in skladov tveganega kapitala. Čeprav so nekateri skladi, ki trgujejo z derivati terminkskih in opcijskih pogodb, registrirani pri CFTC in kljub temu, da se nekateri skladi sami prostovoljno registrirajo pri SEC-u, pa registracija pri zveznem finančnem regulatorju ni obvezna oz. uzakonjena. Na različnih točkah krize se je zmanjševanje finančnega vzvoda headge skladov pokazalo kot dodaten pritisk na finančne trge. Ko se je ameriška administracija zavedla dodatnega tveganja, ki ga prinašajo headge skladi finančnim trgom, je začela pospešeno zbirati informacije o vseh potencialno nevarnih skladih, da bi lahko ocenila novi finančni pritisk. Zahteva po registraciji investicijskih svetovalcev headge skladov in drugih »bazenov« zasebnega lastniškega kapitala bi omogočila vpogled vanje in v njihovo sestavo. Možno bi bilo oceniti, kako se razvijajo in spreminjajo skozi čas. Predvsem bi se dalo oceniti njihovo veličino in to, ali so morebiti postali preveliki, s prevelikim finančnim vzvodom in preveč medseboj povezani, da bi potrebovali že regulacijo za ohranitev finančne stabilnosti Tier 1 FHC. Pričakovano je tudi, da bi bili vsi investicijski skladi, ki bi jim svetoval pri SEC-u registriran svetovalec, podvrženi vodenju evidenc, zahtevi po razkritju investitorjev, posojilodajalcev in podjetij, s katerimi poslujejo, ter zahtevi po poročanju regulatorju. SEC bi moral redno spremljati izpolnjevanje teh zahtev, ki pa bi se razlikovale glede na različne tipe skladov. Poročila za regulatorje bi morala vsebovati podatke o: obsegu upravljanih sredstev (angl. *assets under management*), kreditih, izvenbilančni izpostavljenosti in druge informacije, potrebne za uspešen nadzor. Podatke bo moral SEC deliti s Fedom. Fed bo na podlagi zbranih podatkov odločal, ali morebiti hedge sklad spada že pod Tier 1 FHC-regulacijo in nadzor ali ne. Če se bo ugotovilo, da spada pod Tier 1 FHC, bo od takrat naprej tudi tako reguliran.

## **1.7. OBČUTLJIVOST SKLADOV DENARNEGA TRGA PRED MNOŽIČNIM NAVALOM LASTNIKOV OZ. IMETNIKOV DELEŽEV**

Agresivni lov na višjo donosnost skladov denarnega trga MMF (angl. *Money Market mutual Funds*) se je tako sprevrgel, da je en sklad postal ranljiv na propad Lehman Brothers in s tem končal prenos odgovornosti naprej (angl. *»broke the buck«*). To je sprožilo pravi naval lastnikov oz. imetnikov deležev skladov denarnega trga na celotno MMF industrijo. Rezultat tega je bila rešena likvidnostna stiska, ne samo za sklade denarnega trga, ampak tudi za banke in druge finančne institucije, ki so se zanašale na njihove kreditne linije. SEC bi moral zaostri regulatorni okvir za sklade denarnega trga, in sicer z:

- zahtevo, da skladi denarnega trga držijo likvidnostne rezervacije (angl. *liquidity buffers*) (do sedaj to ni bilo potrebno);
- zmanjšanjem najvišjega možnega tehtanega povprečnega roka dospelosti sredstev MMF-ja (angl. *weighted average maturity of assests*);
- dodatno omejitevijo posojilodajalskih koncentracij;



- izboljšanjem analize kreditnega tveganja in managementa nasploh;
- pooblastilom uprave sklada denarnega trga za začasno odložitev odkupov (angl. *redemptions*) ob morebitnih izrednih okoliščinah, da bi s tem zaščitili interese vlagateljev

Po mnenju ameriške administracije naj bi ti ukrepi zadostovali oz. naj bi pripomogli k zmanjšanju tveganja navala upnikov.

## 2. REGULACIJA FINANČNIH TRGOV

Trenutna finančna kriza nas je doletela po dolgem obdobju rasti in po številnih inovacijah na finančnih trgih. Finančni inovatorji so v zdanjih letih sproducirali veliko raznolikih novih in kompleksnih finančnih instrumentov v luči doseganja konkurenčne prednosti. Novi finančni instrumenti so omogočali veliko razpršenost kreditnega tveganja in s tem večjo diverzifikacijo portfelja. Krediti so bili prodani bankam, ki so te kredite prepakirale v obveznice in prodale kupcem (velikokrat brez vednosti, koliko so v resnici izpostavljeni tveganju). To je bil lahek denar, dokler je trajalo. Ampak, kot pravi slovenski pregovor: Lahko dobljeno, lahko izgubljeno. Prišlo je do lisiinjenja oz. sekuritizacije in s tem do modela »ustvari in posreduj«, ki je vedno znova sproščal kreditni potencial za nove cikle posojanja, saj so banke prenesle tveganje na tretje osebe. Na začetku so listinjenje imeli za stvar, ki zmanjšuje sistemsko tveganje, promovira učinkovitost in prispeva k boljši alokaciji sredstev. Ampak izkazalo se je, da listinjenje ne razpšuje tveganja, ampak ga dejansko kopiči na nejasen in zapleten način. Ta shema je bila zgrajena na eni sami predpostavki, in sicer večna rast trga nepremičnin. In medtem ko je apetit po teh produktih rasel, so posojilodajalci (večinoma banke) nižale standarde za odobritev kredita, da bi pridobile nove posojilojemalce. Znatno del Američanov je tako kupilo nepremičnino in si sposodilo denar brez pravih informacij o dobljenem kreditu in pogojih odplačevanja in pogosto tudi brez sprejetja odgovornosti za poplačilo. Inovacije so prišle prehitro za management upravljanja tveganj, za finančno strukturo trga, za nacionalne regulatorje ipd. Ameriška administracija predlaga bolj razumno regulacijo, t.i. zamenjav kreditnega tveganja (angl. *Credit Default Swaps*) in drugih finančnih derivatov, ki so ogrozili celoten finančni sistem. Zahtevali naj bi tudi, da izvorni posojilodajalec (originator) posojila vedno ohrani ekonomski interes v posojilu. S tem bi dosegli, da posojilodajalec (in ne samo imetnik posojila oz. hipotekarne obveznice) ohrani interes, da je kredit na koncu dejansko poplačan.

### 2.1. NADZOR IN REGULACIJA TRGOV LISTINJENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Pri preoblikovanju tveganih terjatev na podlagi drugorazrednih nepremičninskih posojil v privlačne vrednostne papirje za investitorje so imele najpomembnejšo vlogo institucije, vključene v proces listinjenja oz. sekuritizacije (Kirk, 2008; Ashcraft in Schuermann, 2008). Pri listinjenjenju gre za združevanje (angl. »*pooling*«) denarnih tokov manj likvidnih finančnih instrumentov in njihovo prepakiranje v nove, bolj likvidne izvedene finančne instrumente (vrednostne papirje) za prodajo investitorjem (Sabry in Schopflocher, 2007). Pri

drugorazrednih nepremičninskih posojilih to pomeni najprej izdajo hipotekarnih obveznic (MBS), katerih kuponi in glavnice se napajajo iz agregatnega denarnega toka servisiranja posojil (Rant, 2008). Proces listinjenja mora vsebovati primerne spodbude, ki bodo v najboljšem interesu investitorjev, strank in posojilojemalcev. Da bi to dosegli, mora biti prispevek borznih posrednikov, originatrojev, »underwriterjev« in drugih, vpletenih v sekuritizacijski proces, povezan z dolgoročnim učinkom sekuritiziranih sredstev.

Finančna kriza je bila sprožena z zlomom kreditnih standardov prevzemnikov nove izdaje vrednostnih papirjev (angl. *credit underwriting standards*) oz. izdaje drugorazrednih hipotekarnih posojil. Zlom je bil omogočen zaradi neobstoječe regulacije nebančnih izdajateljev hipotekarnih posojil in borznih posrednikov in t zaradi tega, ker je tržna disciplina nasploh upadla in je bilo omogočeno, da se slabe kredite prodaja investitorjem prek listinjenja. Podcenjevalo se je tveganje strukturiranih finančnih produktov, modeli za ocenjevanje tveganja so odpovedali zaradi večplastnega strukturiranja, razpršitve in nalaganj tveganj. Ameriška administracija predlaga vrsto iniciativ za spopad z zlomom v tržni disciplini, in sicer (Brown, 2009):

- spremembo strukture tržnih udeležencev
- povečati že obstoječo stopnjo transparentnosti, da bo omogočena lažja analiza podjetja (angl. *due diligence*)
- povečati učinek že obstoječih bonitetnih agencij
- preprečiti preveliko (v nekaterih primerih celo slepo) verovanje v bonitetne ocene

Zvezne bančne agencije morajo oblikovati tako regulacijo, da bodo prvotni izdajalci (originatorji) posojil ohranili ekonomski interes v sekuritizirane vrednostne papirje v vrednosti 5% izpostavljenega sekuritiziranega kreditnega tveganja (Salmon, 2009) oz. z drugimi besedami, da poskrbijo, da bo kredit poplačan, ker drugače bodo tudi oni v izgubi. To je ključno za preprečevanje izigravanja sistema. Agencije morajo imeti tudi možnost povečati ali zmanjšati 5 procentno mejo, odvisno od primera do primera. Predlagane spremembe tudi zavzemajo, da bi moral originator večino sekuritizacij prikazati na svojih bilančnih izkazih.

SEC mora nadaljevati svoje napore v povečanje transparentnosti in standardizacije sekuritiziranih trgov in mu morajo biti dana jasna pooblastila za pridobivanje poročil s strani izdajalcev ABS-ov (Strengthening Regulation Of Core Markets And Market Infrastructure, 2009). SEC se trenutno ukvarja z razkrivanjem originatorjev in »underwriterjev« ter z izboljšanjem že obstoječih standardov za bonitetne agencije. Prav tako bi morale imeti bonitetne agencije in investitorji dostop do podatkov o kvaliteti kredita (ki je del določene sekuritizacijske transakcije), o trgu, o likvidnosti in o drugih tveganjih, ki so del dolžniških vrednostnih papirjev na osnovi raznovrstnega dolga (ABS). SEC se tudi trudi, da bi preko regulacije in nadzora zmanjšal konflikt interesov med bonitetnimi agencijami in podjetji (v Evropi je Svet EU je že sprejel več zakonov s tega področja, STA, 2009).

Kreditno tveganje izdanih izvedenih obveznic so ocenjevale bonitetne agencije na podlagi modelov verjetnosti neplačil v posameznih tranšah (strukturirana sekuritizacija). Institucionalni investitorji so do izbruha finančne krize upoštevali njihove ocene kot pomemben dejavnik odločanja pri zasledovanju svojih naložbenih politik. Veliko institucionalnih investitorjev je statutarno omejenih, da lahko kupujejo le vrednostne papirje t.i. investicijskega, ne pa tudi špekulativnega razreda. Zaradi tega razloga so si izdajatelji prizadevali pridobiti čim boljše ocene kreditnih tveganj za izvedene obveznice, kar so dosegali z različnimi metodami izboljšanja bonitete (ang. »*credit enhancement*«). Ena izmed takšnih notranjih metod je oblikovanje rezervacij za primere izgub, izdaja obveznic v manjši vrednosti, kot znaša vrednost osnovnih terjatev (nepremičninskih posojil), ter zaračunavanje obrestne marže (nižja obrestna mera na izdane obveznice kot na posojila, na katerih temeljijo obveznice). Izdajatelji so, poleg notranjih metod, veliko uporabljali tudi zavarovanje obveznic kot zunanjo metodo izboljšanja bonitete, s čimer so tveganja prenašali na zavarovalnice. Vloga bonitetnih agencij se je po izbruhu krize izkazala kot posebej problematična zaradi konflikta interesov, saj so plačniki storitev agencij naročniki bonitetnih ocen in moralnega tveganja. Agencije z dodelitvijo bonitetne ocene namreč ne prevzemajo nobenega tveganja, v najslabšem primeru tvegajo izgubo ugleda (Portes, 2008; Rant, 2008).

Bonitetne agencije bodo morale ohranjati strogo politiko in postopke za upravljanje in razkrivanje konfliktov interesov ter zagotavljati integriteto bonitetnega postopka. Agencije bi tudi morale:

- razlikovati ocene glede na to, ali je strukturiran ali nestrukturiran dolg;
- javno razkriti postopke oz. metodologijo in merila, po katerih ocenjujejo strukturirane produkte, in sicer na razumljiv način, da bi bila možna enostavna primerjava med produkti in ocenami različnih bonitetnih agencij;
- zmanjšati obstoječo volatilitnost, povezano z bonitetnimi ocenami;
- natančno povedati, na katera tveganja se bonitetna ocena nanaša (na primer verjetnost neplačila angl. *default risk* ali višina izgube ob neplačilu angl. *loss severity in event of default*) in katera tveganja so izpuščena iz bonitetne ocene;
- posredovati vse neobjavljene bonitene podatke in metodologije SEC-u.

Pri tem pa opozarjam, da bi morali regulatorji čim manj uporabljati bonitetne ocene pri postopkih regulacije in nadzora ter se bolj zanašati na lastne pridobljene podatke.

## **2.2 REGULACIJA OTC IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV, VKLJUČNO Z ZAMENJAVAMI KREDITNEGA TVEGANJA (CDS)**

OTC trgi derivatov (izvedenih finančnih instrumentov), vključno s CDS trgi, morajo biti podvrženi razumni regulaciji, da bi dosegali naslednje cilje (Strengthening Regulation Of Core Markets And Market Infrastructure, 2009):

- preprečevanje aktivnosti na trgu derivatov, ki predstavljajo tveganje finančnemu sistemu

- učinkovitost in transparentnost trgov
- preprečevanje tržnih manipulacij, goljufij in drugih tržnih zlorab
- zagotoviti, da OTC derivati niso prodani nepravim strankam

Ena največjih sprememb v svetu financ v zadnjih letih je bila prav gotovo eksplozivna rast in inovativnost trga, namenjenega finančnim derivatom. Napredek pri OTC derivatih pa žal ni bil podvržen regulaciji. Posledično niso bile regulirane niti zamenjave kreditnega tveganja CDS (angl. *Credit Default Swaps*). Pri CDS-ih gre za obliko zavarovanja, ki je vezana na nek referenčni instrument. Ta je lahko na primer hipotekarna obveznica ali zadolžnica, zavarovana z dolgom CDO (angl. *Collateralized Debt Obligations*). Prodajalec CDS se obveže, da bo kupcu plačal v primeru neplačila po referenčnem finančnem instrumentu. Od kupca se ne zahteva, da je dejansko lastnik referenčnega finančnega instrumenta. CDS lahko kupi »na suho«. Kupec in prodajalec sta lahko povsem različni finančni instituciji, podvrženi različnim regulacijskim zahtevam, na primer dobro regulirana poslovna banka kupi CDS od nereguliranega hedge sklada z visokim finančnim vzvodom. Trg je nepregleden, trguje se "prek okenc". Trg je ogromen, na svojem višku je vrednost CDS pogodb (merjena z vrednostjo referenčnih instrumentov) dosegla 60.000 milijard USD, kar je približno enako vrednosti celotnega svetovnega BDP! (Rant, 2009). Warren Buffet jih je imenoval "financial weapons of mass destruction" oz. »finančna orožja množičnega uničevanja«. Leta 2000 je terminski in opcijski modernizacijski akt (angl. *Commodity Futures Modernization Act, 2000*) izvzel OTC derivate izpod regulacije CFTC-ja. Zakon je tudi dodatno onemogočil regulacijo določenih OTC derivatov s strani SEC-a. Rezultat tega je, da so se zadnjih 9 let OTC derivati razvijali brez regulacije (Reilly, 2009). Negativna stran pomanjkanja regulacije se je seveda pokazala ob današnji krizi, še posebej to velja za CDS-e. V letih pred krizo je imelo veliko investitorjev in finančnih institucij zelo veliko odprtih postavk s strani CDS-ov, predvsem tistih CDS-ov, ki so temeljili na ABS-ih. Problem je bil, ker so bili ti instrumenti tako zapleteni, da jih tudi najbolj sofisticirani udeleženci niso povsem razumeli. Ampak se niso niti obremenjevali s tem, da bi razumeli. Videli so, da je bonitena agencija prisodila temu finančnemu instrumentu dvojni A ali celo trojni A, pa še visoko donosen je bil. Kdo pa (pred krizo) ne bi kupil na primer Citigroupove obveznice z bonitetno AA+ in 10% letno stopnjo donosa? Medtem pa so AIG in druge zavarovalnice (ki so zavarovale ABS-e pred morebitnimi padci vrednosti) sprejemale večja in večja tveganja. Ko se je vrednost ABS-ov dejansko znižala, je nevarnost postala jasna. Institucije so bile prepričane, da jih bodo taki derivati varovali pred padci trga, a jih je bilo enostavno preveč, da bi zavarovalnice vsem izplačale zavarovanja. Zaradi pomanjkanja pooblastil regulatorjev pa ti niso uspeli indentificirati in ublažiti ogromnega systemskega tveganja. Da bi omejili systemsko tveganje v ZDA, bi morali, podobno kot to že poznamo v EU, uvesti klirinško depotne družbe oz. klirinške hiše, ki so med drugim zadolžene tudi za medsebojno pobotanje obveznosti in terjatev med strankami. Z zakonom bi morali izvesti kliring vseh standardiziranih OTC derivatov preko centralne klirinške družbe CCP (angl. *Central Counterparty Clearing House*). Učinkovitost ukrepov bi dosegli s tem, da bi regulator naložil klirinški družbi uvedbo strogih zahtev in poskrbel, da OTC derivati, izdelani po naročilu (angl. *Customized OTC derivatives*),

ne bi omogočali izmikanje klirinški družbi. Vsi posredniki OTC derivatov in vsa druga podjetja, katerih aktivnosti na teh trgih predstavljajo veliko tveganje za nasprotno stranke, morajo biti podvržena ustrezni regulaciji in nadzoru. Ključni elementi tega režima so (Geithner, 2009):

- ustrezna kapitalska zahteva za OTC derivate
- vzpostavitev standardov poslovanja z OTC derivati (do sedaj so bila le nepisana pravila v domeni ustvarjalcev trga)
- poročevalske zahteve
- konzervativne zahteve v zvezi z začetnim kritjem izpostavljenosti kreditnemu tveganju nasprotno stranke (angl. *conservative requirements relating to initial margins on counterparty credit exposures*)
- tveganje nasprotno stranke (angl. *counterparty risk*), povezano s transakcijami z OTC derivati po naročilu, ki ne bi bilo predmet klirinške družbe, bi bilo naslovljeno s strani te regulacije

Povečano tržno učinkovitost in cenovno transparentnost bi dosegli z že prej omenjeno zahtevo o kliringu standardiziranih OTC derivatov in s premikom standardiziranega dela trgov v regulirane in transparentne elektronske trgovalne sisteme. Ko bodo vse te spremembe dejansko zaživele v praksi, pa bi morali finančne institucije spodbuditi v trgovanje z reguliranimi in standardiziranimi derivati. Mnogi namreč prav v CDS-ih vidijo tudi rešitev za nastalo krizo. (Hart & Zingales, 2009). Konkurenca med primerno reguliranimi trgi OTC derivatov in borznimi trgi bi pripeljala do večje koristi za potrošnike. Zakon ščiti neizkušene stranke pred vstopom v neprimerne derivatne transakcije. Ščiti jih tako, da omejuje sodelovanje na teh trgih določenim tipom strank. Ta zakon se je pokazal za preohlapnega in je potrebno še bolj zmanjšati število strank, ki lahko sodelujejo.

### **2.3. REGULACIJA TERMINSKIH POGODB IN VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

CFTC in SEC bi morala oblikovati predloge spremembe regulacije, ki bi uskladila regulacijo terminskih pogodb (angl. *futures contracts*) in vrednostih papirjev ter jih poslala ameriškemu kongresu. Širši javni cilji terminskih pogodb in vrednostih papirjev so enaki, in sicer (CFTC/SEC to Hold Joint Meetings on Regulation Harmonization, 2009):

- varstvo investitorjev
- zagotovljena poštenost trgov
- podpiranje transparentnosti cen

Cilji so enaki, a obstajajo razlike v regulaciji med terminskimi pogodbami in vrednostnimi papirji. Mnoge razlike z izbruhom krize niso več upravičene. Rast trga derivatov in uvedba novih izvedenih finančnih instrumentov sta poudarila nujno po odpravljanju razlik in nedoslednosti regulacije produktov s strani SEC-a in CFTC-ja. Veliko instrumentov, s katerimi se je trgovalo na terminskih in borznih trgih pa tudi na trgih »prek okenc«, spada pod področje obeh agencij. En rezultat tega je bil pravno prekrivanje ekonomsko enakih

instrumentov (dve agencij, ki so regulirale vsaka po svoje oz. vsaka po svoji filozofiji in statutu). Na primer; večina finančnih opcijskih in terminskih produktov si je podobna. Po trenutnih zakonih in regulacijski strukturi je opcija (ki temelji na vrednostnem papirju) regulirana s strani SEC-a, medtem ko terminska pogodba (ki temelji na istem vrednostnem papirju) pa je regulirana vzajemno med SEC in CFTC. V mnogih primerih so bili rezultati tega prekrivanja pravni spori med tem, ali bi moral biti določen produkt reguliran kot terminska pogodba ali vrednostni papir. SEC in CFTC sta drago »plačevala« te pravne spore, saj jim je vzelo mnogo časa in sredstev, ki bi jih drugače lahko usmerila vsak v svoje specifično področje. Pravni spori so tudi preložili načrtovano ustanovitev borze lastniškega kapitala (angl. *Exchange traded equity*) in delniških indeksov. Z odpravo pravnih nesoglasij in z zagotovitvijo, da so ekonomsko enaki instrumenti regulirani na enak način, ne glede na to, katera agencija ima pravno moč nad njimi, bi odstranili inovacijske ovire. Pravne arbitraže so, kot že omenjeno, omejevale konkurenco med trgi in borzami. Po trenutni zakonodaji so lahko finančni instrumenti s podobnimi karakteristikami prisiljeni (kar ni nujno slabo) kotirati na različnih borzah, ki so podvržene različnim regulacijam. Uskladitev regulatornega režima bi odstranila taka razlikovanja in bi omogočila širši nabor instrumentov in trgovanje na katerikoli borzi. Na novo dovoljena konkurenca med različnimi borzami bi tudi pomagala zagotoviti, da se načrti o elektronskem trgovanju z OTC derivatimi dejansko uresničijo. Večja konkurenca bi naredila te trge še bolj učinkovite, kar bi bilo tudi koristno za vse, ki trgujejo.

Zakon o trgovanju s terminskimi pogodbami CEA (angl. *Commodity Exchange Act*, 1936) predvideva, da se skladi, ki trgujejo na terminskih trgih registrirajo kot upravljalci terminskih pogodb CPO (angl. *Commodity Pool Operators*) in pošiljajo letne finančne dopise (angl. *annual financial filings*) skupaj s CFTC. Preko 1300 CPO-jev, vključno z večino največjih hedge skladov, je trenutno registriranih in ustvarja letne dopise skupaj s CFTC. Pomembno bo, da CFTC ohrani oblast nad temi entitetami in da SEC pridobi nove odgovornosti na tem področju. V skladu s CEA, CFTC trenutno uporablja način načelnega dogovora (angl. *principles-based approach*) za regulacijo borz, klirinških organizacij in posrednikov, medtem ko SEC (tudi v skladu z CEA) uporablja način jasnih pravil (angl. *rules-based approach*). Ločevanje načinov ni nujno slabo, a je kriza pokazala, da bi bilo bolje, če bi se tudi na tem področju uskladili o načinu regulacije in ukinitvijo ločevanja načinov. Nova pravila bi morala biti dovolj natančna in omogočati bi morala odkrivanje in kaznovanje tržnih praks, ki se ne držijo določenega načina regulacije. Ob tem bi morala biti nova pravila tudi dovolj fleksibilna, da omogočijo inovacije tistim, ki se držijo načinov regulacije (Patent & Eisert, 2009). Uskladitev regulacije terminskih pogodb in vrednostnih papirjev za ekonomsko enake instrumente, bi morala tudi zahtevati: razvoj konsistentnih praks za revizije, predloge o novih produktih in oblikovanje pravil samoreguliranih organizacij SRO (angl. *rulemaking for self-regulatory organizations*). SEC bi moral predlagati zahteve, ki bi omogočale bolj hitrejši odgovor na predlagane nove produkte in na predlagane spremembe pravil za SRO-je. Medtem ko bi CFTC moral pridobivati predhodna soglasja za nekatere tipe pravil in zagotoviti, da se bo odločalo o teh predhodno dogovorjenih pravilih v razumnem času. Uskladitev med regulacijo terminskih pogodb in vrednostnimi papirji pa ne bi zahtevala ukinitve oz.

prilagoditve provizij, povezanih s terminskimi in opcijskimi pogodbami v zvezi s kmetijstvom, energetiko in drugimi fizičnimi terminskimi produkti. Na teh trgih je veliko zaščit, ki jih moramo ohraniti in ob določenih okoliščinah še bolj zaščititi (Hamilton, 2009).

### **3. MEDNARODNI REGULATORNI STANDARDI IN MEDNARODNO SODELOVANJE**

Priča smo krizi, ki je nastala v ZDA in se hitro in enostavno razširila čez cel svet. Kljub temu pa ima vsaka država svojo regulacijo. Brez konsistentnega nadzora in regulacije obstaja možnost, da bodo finančne institucije selile svoje aktivnosti v države z blažjimi standardi in s tem povečevale sistemsko tveganje v globalnem finančnem sistemu. Gospodarsko najmočnejše države sveta (to je predvsem skupina G20) morajo stopiti skupaj in preko združenja G20, novega odbora za finančno stabilnost FSB (angl. *Financial Stability Board*), in Baselskega komiteja za bančni nadzor, BCBS<sup>3</sup>, (angl. *Basel Committee on Banking Supervision*) koordinirati mednarodno finančno politiko. Poenotiti se morajo glede štirih najpomembnejših področij, in sicer (Roth, 2009):

- regulaciji kapitalskih standardov (angl. *regulatory capital standards*)
- nadzoru globalnih finančnih trgov (angl. *oversight of global financial markets*)
- nadzoru mednarodno aktivnih finančnih institucij (angl. *supervision of internationally active financial firms*)
- managementom preprečitve nadaljnjih kriz (angl. *crises prevention management*)

#### **3.1 MEDNARODNI KAPITALSKI OKVIR**

Ameriško finančno ministrstvo predlaga, da Baselski komite za bančni nadzor, BCBS, nadaljuje s prilagajanjem in izboljšanjem Basel II kapitalskih standardov: z rafiniranjem uteži tveganja, ki veljajo za trgovalno knjigo (angl. *trade book*) in sekuritizirane produkte, z uvedbo dodatnega razmerja finančnega vzvoda (angl. *supplemental leverage ratio*) in z izboljšanjem definicije kapitala do konca leta 2009. Prav tako pozivamo BCBS, da opravi temeljit in poglobljen pregled standardov Basel II in da ublaži njihov vpliv na procikličnost (DeMarco, 2009). Leta 1988 je BCBS razvil Baselski sporazum oz. Basel I (angl. *Basel Accord or Basel I*), da bi zagotovil okvir za krepitev bančnega sistema, varnosti in stabilnosti s pomočjo doslednih bančno-regulativnih kapitalskih zahtev. Ko so slabosti prvotnega Baselskega sporazuma postale vedno bolj očitne, je BCBS razvila novo soglasje, poznano kot Basel II. Naj navedem, da ZDA niso nikoli v celoti implementirale Basela II, vendar so se ob mednarodni finančni krizi že pokazale pomanjkljivosti Basla II. Baselski komite mora (Improving International

---

<sup>3</sup> Baselski komite za bančni nadzor je najpomembnejša institucija v bančnem sektorju, ki deluje pod okriljem Banke za mednarodne poravnave, BIS, (angl. *Bank of International Settlement*). Sestavljajo ga visoki predstavniki bančnih nadzornikov in centralnih bank držav G10 (Katušin, 2004).

Regulatory Standards And Cooperation, 2009):

- še najprej pooprčiti definicije regulatornega (predpisanega) kapitala za izboljšanje kakovosti, količine in mednarodne usklajenosti kapitala;
- izdati smernice za uskladitev opredelitve kapitala do konca leta 2009 in razviti priporočila glede minimalne ravni kapitala v letu 2010;
- razviti enostavno, pregledno merilo za velikost finančnega vzvoda, ki ne temelji na določenem modelu (angl. *non-model*);
- skupaj s FSB, Komitejem za globalni finančni sistem, CGFS, (angl. *Committee on the Global Financial System*) in z izvajalci računovodskih standardov mora zagotoviti implementacijo priporočil G20 o spodbujanju proticikličnosti do konca leta 2009;
- izboljšati management likvidnostnega tveganja, z drugimi besedami, povečati likvidnostne rezervacije (angl. *liquidity buffers*).

Novi odbor za finančno stabilnost ,FSB, je nastal z rekonstrukcijo Foruma o finančni stabilnosti, FSF, (angl. *Financial Stability Forum*), ustanovljenega leta 1999. Tako je FSF, zdaj FSB, razširil članstvo na vse države skupine G20. Njegove naloge bodo (FSB Mandate, 2009):

- oceniti šibke točke finančnega sistema
- spodbujati usklajevanje in izmenjave informacij med regulatornimi organi
- svetovati in spremljati najboljše prakse za izpolnjevanje regulatornih standardov
- vzpostaviti sklop smernic za »nadzorne kolegije«
- podpreti mednarodnega kriznega managementa

### **3.2 NADZOR GLOBALNIH FINANČNIH TRGOV**

Prvi korak k temu so naredili že aprila 2009, ko so na Vrhu G20 v Londonu sprejeli deklaracijo o okrepitevi finančnega sistema (angl. *declaration on strengthening the financial system*) (Usenik, 2009). Mednarodni organi morajo spodbujati standardizacijo in izboljšati nadzor nad izvedenimi finančnimi instrumenti in nad drugimi trgi OTC, izvedenih finančnih instrumentov, zlasti z uporabo centralnih klirinških družb. Temu so se zavezali tudi voditelji G20. V drugem delu diplomskega dela sem že prikazal pričakovano regulacijo in predpise o trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti oz. OTC derivati, ki je še ostrejša, kot predlagajo voditelji G20. FSB in posamezni državni organi morajo izvajati zaveze G20 za krepitev režimov mednarodnega sodelovanja na področju nadzora globalnih finančnih institucij preko ustanavljanja in nadaljnega razvoja operativnih nadzornih kolegijev (angl. *operational developmnet of supervisory colleges*). Finančna kriza je poudarila potrebo po mehanizmih za tekočo izmenjavo informacij med mednarodnimi nadzorniki in regulatorji, ki regulirajo pomembne globalne finančne institucije. Na priporočilo G20 so mednarodni nadzorniki ustanovili nadzorne kolegije za 30 najpomembnejših globalnih finančnih institucij. Nadzorni kolegij se mora sestati vsaj enkrat na leto. Nadzorniki bodo ustanovili še nove kolegije za še druga pomembna mednarodna podjetja. FBS bo pregledal aktivnosti kolegijev oz. njihova spoznanja. Potrebno je opredeliti vsa podjetja na svetu, ki spadajo po Tier 1 FHC.



Določiti je tudi treba natančno opredelitev oz. definicijo in zahteve za Tier 1 FHC (Financial regulatory reform, 2009). Kot sem že opisal v prvem poglavju, je pričakovan strožji režim nadzora in regulacije za Tier 1 FHC kot BHC. Ta med drugim vključuje višje kapitalske zahteve, likvidnostne rezervacije in višjo raven upravljanja tveganj kot za BHC. Na srečanju G20 aprila letos so se tudi zavezali, da bodo vsi člani do konca letošnjega leta razširili regulacijo hedge skladov. Hedge skladi ali njihovi upravljalci se bodo morali registrirati in razkriti vse potrebne informacije za ocenitev sistemskega tveganja, ki ga predstavljajo oni sami ali kot povezava več skladov. Kot sem že opisal v prvem poglavju mojega diplomskega dela, je pričakovanih še več zahtev od G20 zavez. Predvideno je namreč, da se bo predlog razširil še na registracijo svetovalcev hedge skladov in drugih premoženj zasebnega lastniškega kapitala ter na zahtevo po razkritju informacij za vlagatelje, upnike in nasprotno stranke (Financial Services, 2009).

## **SKLEP**

Vedno je bila prisotna napetost med tistimi, ki zagovarjajo Adam Smitovo »nevidno roko« trga, in tistimi, ki dajejo več zaupanja v regulatorno roko države. Nedavna kriza je definitivno dokaz, da je državna roka še kako potrebna.

V mojem diplomskem delu sem opisal pomanjkljivosti, ki so privedle do trenutne finančne krize in njihove pričakovane rešitve. V zadnjih dveh desetletjih smo bili priča raznim ciklom eksplozivne rasti in pastem, ki pridejo poleg, ampak najhujše nas je doletelo prav s trenutno finančno krizo. Opazil sem, da strukturne pomanjkljivosti dovoljujejo nekaterim podjetjem izbiro med regulatorji, spet drugim podjetjem, kot so hedge skladi, delovanje zunaj regulacijskega sistema nasploh. Opazil sem tudi razvoj izvedenih finančnih instrumentov (derivatov), ki kljubujejo prizadevanjem za oceno njihove dejanske vrednosti. Opisal sem tudi sistem, ko posojilodajalci dajejo posojilojemalcem, ki nikoli ne odplačajo posojila in pri tem še vedno ustvarjajo dobiček s tem, da prenesejo posledice na nekoga drugega.

Prikazal sem veliko pričakovanih sprememb regulacije in nadzora, a le volja gospodarsko najmočnejših držav na svetu bo pokazala, ali se bodo dejansko uresničile ali ne, tako da lahko samo čakamo in spremljamo, kaj se bo spremenilo in kaj ne. Zelo verjetna sprememba je ustanovitev odbora regulatorjev za finančni nadzor in tako imeti poenoten nadzor nad vsemi institucijami, predvsem pa, da se ve, kdo je glavni regulator. Sledila bo pravna »ustanovitev« t.i. Tier 1 finančnih holdingov in strožji nadzor nad njimi. Gospodarsko najmočnejše države na svetu (G20) bodo prevetile Basel II standarde in posledično postavile višje kapitalske zahteve. V ZDA bodo ustanovili novo nacionalno agencijo za bančni nadzor. Obetajo se registracije hedge skladov in drugih skladov zasebnega lastniškega kapitala pri regulatorju po celem svetu. Glavna naloga in izziv za regulatorje in nadzornike po celem svetu pa bo sprememba regulacije, ki bi izvedene finančne instrumente spremenila v bolj konstruktivne in varne produkte kot do sedaj. Pri tem bo morala sodelovati celotna mednarodna skupnost z dvigom mednarodnih regulatornih standardov. Celoten svet se mora potruditi in ustvariti

svobodne in poštene trge, kjer ne bi normalni gospodarski cikli privedli do nepričakovane grožnje stabilnosti celotnega sistema.

## LITERATURA IN VIRI

1. Ashcraft, A. B. & Schuermann, T. (2008). *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*. Staff Reports 318, Federal Reserve Bank of New York. Najdeno 3. marca 2009, na spletnem naslovu [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr318.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf)
2. Bernanke, B. (2007). *Financial Regulation and the Invisible Hand*. Najdeno 17. avgusta 2009, na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070411a.htm>
3. Brown, M. (2009). United States: Financial Regulation Reform and Securitization. Najdeno na 29. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=82490>
4. Claessens, S. (2006). *Current Challenges in Financial Regulation*. *World Bank Policy Research Working Paper 4103*. Washington: World Bank. Najdeno 17. avgusta 2009, na spletnem naslovu [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/12/22/000016406\\_20061222114422/Rendered/PDF/wps4103.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/12/22/000016406_20061222114422/Rendered/PDF/wps4103.pdf)
5. CFTC/SEC to Hold Joint Meetings on Regulation Harmonization. Washington: U.S. Commodity Futures Trading Commission. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.cftc.gov/newsroom/generalpressreleases/2009/pr5696-09.html>
6. DeMarco, J. E. (2009). Obama Plans Sweeping Changes for Regulatory Reform. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu [http://rmaweb.rmahq.org/Marketing/regulatoryrelations/regrelations\\_obamaplans.htm](http://rmaweb.rmahq.org/Marketing/regulatoryrelations/regrelations_obamaplans.htm)
7. *Fact Sheet: Administration's Regulatory Reform Agenda Moves Forward. Legislation for Strengthening Investor Protection Delivered to Capitol Hill*. (2009) Washington: Department of the Treasury. Najdeno 12. julija, na spletnem naslovu <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg205.htm>
8. *Financial regulatory reform. A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation* (2009). Washington: Department of the treasury. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)
9. *Financial Services* (2009). Chicago: The Financial Services Practice Group of Winston & Strawn LLP. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.winston.com/siteFiles/Publications/OFR\\_Private\\_Funding\\_Final.pdf](http://www.winston.com/siteFiles/Publications/OFR_Private_Funding_Final.pdf)
10. *FSB Mandate* (2009). Basel: Financial Stability Board. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.htm>
11. Geithner, T. - Ameriški minister za finance (2009). *Letter to senator Harry Ried about Regulatory Reform Over-The-Counter (OTC) Derivates*. Najdeno 29. julija, na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/15402369/Regulatory-Reform-OverTheCounter-OTC-Derivatives->

12. Goldman, J. & Miller, R. (2009). *Obama Sees 10% Unemployment Rate, Chides Wall Street Critics*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=auTTvgeN294Y>
13. Goodwin, P. (2009). *United States: Treasury Releases White Paper Proposing Significant Financial Regulatory Reform - Part 1. Financial Services Alert - Indepth Analysis*. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=81766>
14. Hart, O. & Zingales, L. (2009). *To regulate finance, try the market*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu [http://experts.foreignpolicy.com/posts/2009/03/30/to\\_regulate\\_finance\\_try\\_the\\_market](http://experts.foreignpolicy.com/posts/2009/03/30/to_regulate_finance_try_the_market)
15. Hamilton, J. (2009). *Administration Urges Harmonization of Securities and Futures Regulation*. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.financialcrisisupdate.com/2009/06/obama-administration-urges-harmonization-of-securities-and-futures-regulation.html>
16. *Improving International Regulatory Standards And Cooperation*. Washington: Department of treasury. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/improving\\_internatl\\_reg\\_standards\\_co-op.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/improving_internatl_reg_standards_co-op.pdf)
17. Katušič, G. (2004). *Kako nastaja finančna regulativa EU*. Bančni vestnik, 53 (11), str. 2-7.
18. Kenda, A. (2009). *Obama uvaja največjo finančno reformo po veliki depresiji*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.finance.si/250310>
19. Kirk, J. E. (2008). *The Subprime Mortgage Crisis: An Overview of the Crisis and Potential Exposure*. Najdeno 3. marca 2009, na spletnem naslovu <http://www.rli-epg.com/articles/Subprime-Mortgage-Crisis.pdf>
20. Laursen, C. (2009). *Responding to Changes to the Financial Supervision Playing Field*. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.nera.com/image/AAG\\_Financial\\_Supervision\\_0709.pdf](http://www.nera.com/image/AAG_Financial_Supervision_0709.pdf)
21. Lekatis, G. (2009). *Basel II and the new White House Financial Regulatory Overhaul Plan*. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.basel-ii-association.com/Basel\\_ii\\_News\\_July\\_2009.htm](http://www.basel-ii-association.com/Basel_ii_News_July_2009.htm)
22. Lipnik, K. (2009). *EU kuje nova pravila o nacionalizaciji bank*. Najdeno 15. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.finance.si/252669>
23. Marinč, M. (2007). *Regulation of a competitive banking system*. Economic and business review, Vol. 9, No. 4, str. 309-332.
24. Mrak, M. (2008). *Dosedanje ukrepanje za obvladovanje finančne krize in osnovne usmeritve za njeno sistemsko reševanje*. Najdeno 1. marca 2009, na spletnem naslovu [http://www.ef.uni-lj.si/predmeti32/\\_struktura/izpis.asp?vrsta=2&id=191084](http://www.ef.uni-lj.si/predmeti32/_struktura/izpis.asp?vrsta=2&id=191084)
25. Palleta, D. (2009). *Details Set for Remake of Financial Regulations*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB124502035340513635.html>

26. Patent, B. L. & Eisert, G. E. (2009). *Can We All Get Along? – Administration Urges Futures and Securities Harmonization*. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.klgates.com/newsstand/Detail.aspx?publication=5727>
27. Plungis, J. (2009). *Obama's Financial Rules May Force More Fee Disclosure (Update1)*. Najdeno 14. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=accF6nm2xaUA>
28. Portes, R. (2008). *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. London: Centre for Economic Policy Research: 145–150. Najdeno 3. marca 2009, na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/reports/subprime/report.pdf>
29. Rant, V. (2008, 11. november). *Anatomija globalne finančne krize*. Najdeno 1. marca 2009, na spletnem naslovu [http://www.ef-unilj.si/predmeti32/\\_struktura/izpis.asp?vrsta=2&id=191084](http://www.ef-unilj.si/predmeti32/_struktura/izpis.asp?vrsta=2&id=191084)
30. Reilly, D. (2009). *Kool-Aid Drinkers Survive Financial Overhaul*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aFD57WHsTSiQ>
31. Roth, R. (2009). *Obama Administration Offers Regulatory Reform Proposal*. Najdeno 29. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.financialcrisisupdate.com/2009/06/obama-administration-offers-regulatory-reform-proposal.html>
32. Sabry, F. in Schopflocher, T. (2007). *The Subprime Meltdown: A Primer*. Nera Economic Consulting. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.nera.com/Publication.asp?p\\_ID=3209](http://www.nera.com/Publication.asp?p_ID=3209)
33. Salmon, F. (2009). *The US move to principles-based regulation*. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2009/06/17/the-us-move-to-principles-based-regulation/>
34. Schmidt, R. & Westbrook, J. (2009). *Obama Proposes Council for Financial-System Risk (Update1)*. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a4lk8QKi.xeE>
35. Slapničar, M. (2008). *Finančna kriza in njen vpliv na regulacijo in upravljanje tveganj v bankah*. Bančni vestnik, 57 (12), str 8-10.
36. *Strengthening Regulation Of Core Markets And Market Infrastructure* (2009). Washington: Department of the treasury. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/strengthening\\_reg\\_core-markets\\_infrastructure.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/strengthening_reg_core-markets_infrastructure.pdf)
37. *Stress testing* (2009). New York: Investopedia, a Forbes digital company. Najdeno 17. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/s/stresstesting.asp>
38. *Svet EU sprejel več zakonov s področja financ* (2009). Ljubljana: Slovenska tiskovna agencija. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.finance.si/253638>
39. *Title I - Financial Services Oversight Council* (2009). Washington: Department of the treasury. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/07222009/titleI.pdf>

40. *Title II – Consolidated supervision and regulation of large, interconnected financial firms* (2009). Washington: Department of the treasury. Najdeno 22. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/07222009/titleII.pdf>
41. Torres, G. (2009). *Bernanke May Have to Sacrifice Lending Powers or Independence*. Najdeno 29. julija 2009, na spletnem naslovu [http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=atdHeCJ1\\_K0U](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=atdHeCJ1_K0U)
42. Usenik, B. (2009). *G-20 soglasen o novi globalni pomoči, vredni 1.100 milijard dolarjev*. Najdeno 12. julija 2009, na spletnem naslovu <http://www.finance.si/243038>
43. Zhu, H. (2007, julij). *Capital regulation and banks' financial decisions*. BIS working papers, No. 232, Basel: Bank of International Settlements.