

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

RAZKROJ INVESTICIJSKIH BANK

Ljubljana, oktober 2009

LUKA VOLK

IZJAVA

Študent Luka Volk izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 2.10.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH BANK	1
1.1 Financiranje delniških družb	2
1.1.1 Sodelovanje pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev.....	2
1.1.2 Združevanje in nakupi delniških družb	3
1.1.3 Lastniške naložbe investicijskih bank	4
1.1.4 Naložbe preko vrednostnih papirjev v gospodarsko infrastrukturo	4
1.1.5 Mednarodni premoženjski posli	4
1.2 Svetovanje bankam, zavarovalnicam in drugim finančnim ustanovam	4
1.3 Finančni posli povezani s premoženjem.....	5
2 VRSTE INVESTICIJSKIH BANK.....	5
2.1 Univerzalne banke	6
2.2 Investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve	6
2.3 Butične investicijske banke	6
3 ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH BANK	6
4 INVESTICIJSKE BANKE V ČASU FINANČNE KRIZE	8
4.1 Lehman Brothers	8
4.2 Bear Stearns.....	9
4.3 Merrill Lynch.....	10
4.4 Morgan Stanley	11
4.5 Goldman Sachs	13
5 RAZKROJ INVESTICIJSKIH BANK	14
5.1 Situacija danes	14
5.2 Preoblikovanje investicijskih bank.....	15
5.3 Posledice preoblikovanja za banki Morgan Stanley in Goldman Sachs	15
5.4 Vzpon univerzalnih bank.....	17
5.5 Nove regulacije.....	17
6 NAPOVEDI.....	19
SKLEP	19
LITERATURA IN VIRI.....	21

UVOD

V zadnjem času smo priča velikemu upadu števila samostojnih investicijskih bank, ki so dolga leta delovala na finančnih trgih. V pričujoči diplomski nalogi se bom ukvarjal z razkrojem investicijskih bank, pri čemer nameravam preučiti razloge za upad njihovega števila in preveriti, ali bodo v prihodnosti samostojne investicijske banke še prisotne na finančnih trgih. Namen diplomskega dela je torej raziskati dogajanje na finančnem trgu s ciljem ugotoviti, kaj se je v zadnjem času dogajalo z investicijskimi bankami in kakšna bo njihova prihodnost. Pri tem bom uporabil predvsem sekundarno analizo virov, pri čemer se bom zaradi aktualnosti teme v največji meri oprl na razne članke in raziskave.

Pri pisanju diplomske naloge me bo predvsem zanimalo, ali je finančna kriza pravzaprav krivec za razkroj investicijskih bank in kakšna bo prihodnost le-teh. Ali bodo torej samostojne investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve, v prihodnosti še obstajale?

V prvem poglavju diplomske naloge se bom osredotočil na samo definicijo investicijskega bančništva in investicijskih bank – kaj pravzaprav so in kakšne naloge opravljajo. V naslednjem poglavju bom nadaljeval s tipologijo investicijskih bank. Opisal bom različne tipe investicijskih bank in njihove značilnosti. Tretje poglavje bo namenjeno razvoju investicijskih bank. Tu bom raziskal, kdaj so se investicijske banke pojavile in kakšen je bil njihov razvoj do danes. Naj omenim, da sem bom pri tem in pri vseh naslednjih poglavjih osredotočil predvsem na dogajanje in razmere na ameriškem trgu. Podrobneje bom tudi pogledal posamezne zakone in regulatorno okolje, ki so vplivali na sam razvoj. V četrtem poglavju se bom osredotočil na zadnjo finančno krizo in njen vpliv na investicijske banke. V tem poglavju bom posebej pogledal dogajanje v vsaki izmed petih velikih ameriških investicijskih bank: Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Morgan Stanley in Goldman Sachs. Peto poglavje bo namenjeno analizi posledic. To pomeni, da bom raziskal, kakšne so spremembe v sami regulaciji bank na finančnem trgu in kaj se je zgodilo z univerzalnimi bankami – novo nastalimi in že obstoječimi. V zadnjem, šestem poglavju pa se bom na kratko dotaknil še napovedi glede prihodnosti investicijskih bank. Ali torej še imajo možnost obstanka v prihodnosti?

1 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH BANK

»Investicijsko banko opredelimo kot pravno osebo, ki je udeležena pri oblikovanju vrednostnih papirjev, pri prevzemanju tveganja pri uspehu izdaje vrednostnih papirjev in njihovem posredovanju kupcem« (Dolenc, 2001, str. 278). Investicijska banka ni vlagatelj, saj navadno njena dejavnost večinoma ni investiranje lastnih sredstev, niti ni bančnik, ker ne sprejema vlog in drugih sredstev prebivalstva. Pravzaprav investicijska banka predstavlja posrednika med kupcem vrednostnih papirjev oziroma vlagateljem in prodajalcem vrednostnih papirjev oziroma izdajateljem. Pojavlja se kot agent, ki deluje v tujem imenu in za tuj račun, in kot trgovec, ki deluje v svojem imenu in za tuj ali za svoj

račun (Dolenc, 2001, str. 278-279). Za razliko od poslovnih bank torej ne posluje s knjižnim in papirnim denarjem, temveč z vrednostnimi papirji (Klemenčič, 1991, str. 18). Poleg tega pa je za investicijske banke značilno, da imajo izredno velik finančni vzvod¹ (Dolenc, 2001, str. 278-279).

Temeljna funkcija investicijskih bank je posredovanje pri zbiranju finančnih sredstev za obstoječa ali nova podjetja. Ko neko podjetje potrebuje nov kapital, izda vrednostne papirje, ki jih investicijska banka kupi in proda vlagateljem. Pri tem je zaslužek investicijskih bank razlika med prodajno in nakupno vrednostjo vrednostnih papirjev. Investicijske banke so prisotne pri mnogih poslih med podjetji, vlagatelji in državo na kapitalskih trgih (Liaw, 2006, str. 1-2).

Klemenčič (1991, str. 18) posle investicijskih bank deli na tri večje skupine:

1. financiranje delniških družb,
2. svetovanje drugim bančnim ustanovam,
3. finančni posli povezani s premoženjem.

1.1 Financiranje delniških družb

Po obsegu in raznovrstnosti poslov je financiranje delniških družb največja skupina poslov investicijskih bank (Vojinovič, 2001, str. 116). Tu gre za številne bančne posle, pri katerih se zbira kapital za financiranje delniških družb in njihovo dokapitalizacijo, nove razširitvene projekte ter za nakup in prodajo delniških podjetij. Poleg zbiranja kapitala z vrednostnimi papirji pa lahko bančni posli pomenijo tudi zgolj ocenjevanje premoženja ali svetovanje pri združitvi delniških družb (Dolenc, 2001, str. 283).

Bančne posle v tej skupini lahko razdelimo na več podskupin (Klemenčič, 1991, str. 19):

- sodelovanje pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev,
- združevanje in nakupi delniških družb,
- lastniške naložbe investicijskih bank,
- naložbe preko vrednostnih papirjev v gospodarsko infrastrukturo,
- mednarodni premoženjski posli.

1.1.1 Sodelovanje pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev

Investicijske banke sodelujejo na primarnem in na sekundarnem trgu kapitala.

Na primarnem trgu pri emisiji novih vrednostnih papirjev lahko investicijska banka igra vlogo finančnega svetovalca, zastopnika in vlagatelja. Kot finančna svetovalka banka oblikuje takšne vrednostne papirje, ki so zanimivi za potencialne vlagatelje. To pomeni, da mora med drugim tudi pripraviti predhodne študije o potencialnih vlagateljih in njihovem

¹ Finančni vzvod je razmerje med celotnimi sredstvi in lastniškim kapitalom delničarjev (Financial Highlights, 2008).

finančnem položaju ter o vrednostnih papirjih in njihovi ceni. Kot zastopnica banka pripravlja izdajo vrednostnih papirjev, medtem ko v vlogi vlagateljice banka del teh papirjev tudi odkupi (Dolenc, 2001, str. 283).

Tradicionalna naloga investicijskih bank na primarnem trgu je prevzem izdaje vrednostnih papirjev (*underwriting*). Prevzem izdaje vrednostnih papirjev pomeni, da investicijska banka odkupi celotno izdajo novo izdanih vrednostnih papirjev od izdajatelja in jo ponudi vlagateljem (Liaw, 2004, str. 100).

Na sekundarnem trgu investicijske banke delujejo kot posredniške oziroma trgovske institucije – imajo posredniško vlogo, saj posredujejo pri poslih trgovanja z vrednostnimi papirji. Poleg tega opravljajo še vrsto drugih nalog: investicijsko svetovanje in informiranje (svetovanje o investicijskih možnostih, ponujanje analitičnih informacij o delovanju trga), raziskovanje in analiziranje (analitsko-raziskovalna dejavnost za lastne potrebe in za potrebe svetovanja) in kreditiranje komitentov (investicijske banke komitentom omogočajo tudi odprtje računa za plačilo transakcij z možnostjo prekoračitve le-tega) (Dolenc, 2001, str. 289-290).

Dohodek investicijskih bank na obeh trgih izhaja iz dveh virov. V primeru, da investicijska banka od izdajatelja odkupi celo emisijo vrednostnih papirjev, dohodek predstavlja razlika med nakupno in prodajno ceno vrednostnega papirja. Drugi vir dohodka pa so provizije, ki jih investicijska banka zaračuna za opravljanje poslov in storitev (Dolenc, 2001, str. 286).

1.1.2 Združevanje in nakupi delniških družb

Investicijske banke pogosto nudijo nasvete oziroma pomoč pri združitvah in prevzemih. Tako na primer pomagajo pri iskanju združitvenih partnerjev, pri prevzemu izdaje vrednostnih papirjev, ki jih izda združeno podjetje in pri oceni vrednosti ciljnega podjetja. Ravno tako investicijske banke nudijo priporočila glede določil v pogodbi o združitvi, nenazadnje pa tudi pomagajo ciljnemu podjetju, da se obrani pred sovražnim prevzemom (Saunders & Cornett, 2006, str. 99).

Ravno tako investicijska banka pomaga podjetju pri zbiranju sredstev za prevzem, nudi podporo pri odkupih podjetij s strani zaposlenih, prestrukturiranju podjetij, odprodaji določenih delov podjetij ter pri reorganizaciji podjetij v težavah (Vojinovič, 2001, str. 117).

Provizije, ki jih banke zaračunavajo v okviru združevanja in nakupov delniških družb, so odvisne predvsem od kompleksnosti posla oziroma od obsega sodelovanja. Provizija je lahko torej fiksna, pogosteje pa se zgodi, da je slednja odvisna od prodajne oziroma nakupne cene (Dolenc, 2001, str. 290).

1.1.3 Lastniške naložbe investicijskih bank

Ko investicijska banka oceni, da lahko reši podjetje, ki je v težavah in njegova vrednost na trgu pada (oceni, da ima podjetje kljub težavam dolgoročno še vedno potencial), odkupi delnice tega podjetja. Pri tem ponavadi poišče partnerja iz sorodne dejavnosti kot je propadajoče podjetje, ki ravno tako kupi del tega podjetja – skupaj postaneta nova lastnika ali pa vsaj večinska delničarja – in s svojim znanjem pomaga pri ponovni oživitvi podjetja v težavah. Za takšne posle investicijske banke potrebujejo veliko vsoto denarja, ki ga pridobijo z izdajo vrednostnih papirjev. Če proces reorganizacije uspe, cena delnic kupljenega podjetja naraste in investicijska banka odproda svoj lastniški delež. Zaslužek investicijske banke je tako razlika med nakupno in prodajno ceno delnic. Investicijska banka pa, čeprav gre za lastniško naložbo, nima interesa ostati trajen lastnik. Običajno ta cikel traja štiri leta (Vojinovič, 2001, str. 117; Dolenc, 2001, str. 291).

1.1.4 Naložbe preko vrednostnih papirjev v gospodarsko infrastrukturo

To področje je pri nas še povsem nerazvito, saj se v Sloveniji z investicijami v infrastrukturo, ki so pomembne za gospodarsko rast in delovanje gospodarstva, ukvarja predvsem država. V tujini so v investicije kot so gradnja cest, električnih central, plinovodov, naftovodov ipd. vedno bolj vključene tudi investicijske banke. V prihodnosti lahko pričakujemo, da bomo tudi v Sloveniji priča takšnim vlaganjem, če želimo gospodarstvu zagotoviti enakovredne pogoje ob veliki mednarodni konkurenci (Vojinovič, 2001, str. 118).

1.1.5 Mednarodni premoženjski posli

Globalizacija je pripeljala do tega, da na domačih kapitalskih trgih pri primarnih izdajah vrednostnih papirjev domačih podjetij konkurirajo tudi tuje investicijske banke. Investicijska banka, ki deluje na mednarodnem trgu, na ta način poveže izdajatelja vrednostnih papirjev in vlagatelja, ki sta v različnih državah, posledica tega pa je večja gibljivost kapitala (Dolenc, 2001, str. 291).

1.2 Svetovanje bankam, zavarovalnicam in drugim finančnim ustanovam

Pri tej skupini poslov investicijske banke ne nastopajo kot vlagatelji s finančnim vložkom v podjetja, ampak podjetjem ponujajo le svetovanje pri določenih poslih (Klemenčič, 1991, str. 19). Investicijske banke svojim strankam nudijo celo paleto informacij in nasvetov o investicijah – od preprostih vodičev po delnicah in obveznicah do podrobnejših raziskovalnih poročil, ki jih analitiki napišejo za posamezne investicije. Poleg tega nekatere investicijske banke izdajajo periodične publikacije, v katerih analizirajo ekonomske, tržne in panožne pogoje, poleg tega pa nudijo tudi sezname vrednostnih

papirjev, v katere se po priporočilu analitikov izplača vlagati (Kidwell, Peterson & Blackwell, 1997, str. 603).

1.3 Finančni posli povezani s premoženjem

Investicijske banke nastopajo tudi na trgu nepremičnin, in sicer v vlogi zastopnika, svetovalca ali vlagatelja pri gradnjah poslovnih stavb, stanovanjskih naselij, industrijskih objektov, hotelskih kompleksov in nakupovalnih središč. Pri tem sodelujejo z nepremičninskimi agencijami, vlagatelji in lastniki nepremičnin. Naloga banke je predvsem pogajanje, zbiranje finančnih virov in spremljanje dogajanja na trgu (Vojinovič, 2001, str. 118). Investicijske banke pa na trgu nepremičnin nastopajo tudi v vlogi prodajalca nepremičnin, na katerih obstaja hipotekarno jamstvo, se pravi na sekundarnem trgu nepremičnin (Klemenčič, 1991, str. 19).

Nenazadnje pa se investicijske banke ukvarjajo z upravljanjem premoženja različnih finančnih ustanov kot so pokojninske družbe in zavarovalnice ter tudi z upravljanjem premoženja individualnih lastnikov. Ker gre pri večjih vlagateljih za veliko količino denarja in veliko tveganje (v primeru da imajo vse svoje premoženje naloženo v enem vrednostnem papirju), morajo ti svoje naložbe diverzificirati, kar pomeni, da naložijo svoj portfelj v različne vrednostne papirje. Zaradi visokih stroškov in zahtevnosti spremljanja ter velike količine vrednostnih papirjev na kapitalskih trgih te ustanove prepustijo upravljanje svojih portfeljev investicijskim bankam, ki imajo pri tem več izkušenj, poznajo bonitetne ocene podjetij in imajo pri tem nižje stroške, saj opravljajo iste storitve za veliko količino podjetij (Vojinovič, 2001, str. 117).

2 VRSTE INVESTICIJSKIH BANK

V osnovi obstajata dva tipa investicijskih bank: investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve (*full-service investment banks*)², in butične investicijske banke (*boutique investment banks*). Prve se ukvarjajo s celo paleto storitev na mednarodnem finančnem trgu, medtem ko se butične osredotočijo le na določen segment trga ali na določen trg v geografskem smislu. Poleg tega pa govorimo še o tretjem tipu bank – gre za večje univerzalne banke (npr. Citigroup, Bank of America), ki prav tako opravljajo celostne storitve investicijskega bančništva, vendar imajo poleg tega možnost svojim strankam ponujati tudi večje kredite³ (Liaw, 2006, str. 12).

² V nadaljevanju bom za ta tip bank uporabljal kar izraz investicijske banke, medtem ko bom pri navezovanju na butične investicijske banke to tudi posebej poudaril.

³ Slednjim je opravljanje investicijskega bančništva omogočil Gramm-Leach-Bliley akt iz leta 1999. Več o tem v 4. poglavju.

2.1 Univerzalne banke

Univerzalne banke poleg komercialnega bančništva opravljajo tudi investicijsko bančništvo. V Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) je slednje postalo sestavni del njihovega poslovanja po uvedbi Gramm-Leach-Bliley akta (v nadaljevanju GLB akt). Največje univerzalne banke so prisotne praktično na vsakem delu sveta, saj lahko tudi zaradi napredka v tehnologiji svoje storitve ponujajo na svetovni ravni (Liaw, 2006, str. 14).

2.2 Investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve

V ta tip bank spada peterica investicijskih bank, ki pa danes ne obstajajo več. Tipologija je namreč nastala v času, ko so vse spodaj naštetih banke še nemoteno poslovale. Tako je na trgu delovala t.i. Velika trojica (*The Big Three*) – Goldman Sachs, Morgan Stanley in Merrill Lynch. Poleg tega sta delovali še dve investicijski banki: Lehman Brothers in Bear Stearns. Medtem ko so Goldman Sachs, Lehman Brothers in Bear Stearns svoje storitve ponujali predvsem institucijam in premožnejšim posameznikom, pa sta Merrill Lynch in Morgan Stanley med svoje stranke uvrščali tudi manjše vlagatelje (Liaw, 2006, str. 18).

2.3 Butične investicijske banke

Za butične investicijske banke velja, da ponujajo le del storitev, hkrati pa niso del večje finančne institucije, ki bi morala zadovoljiti številne nasprotujoče si interese. Med seboj se razlikujejo glede na specializacijo (Liaw, 2006, str. 22).

Največ investicijskih bank je tipa butične investicijske banke. Gre za manjše investicijske banke, ki ne ponujajo celostnih storitev vsem panogam ali na vseh geografskih območjih. Med bolj splošne butične investicijske banke spadajo Evercore, Greenhill in Lazard (znana butična banka, ki se ukvarja z združitvami in prevzemi). Butične banke, ki so specializirane za posamezne gospodarske sektorje so Centerview Partners (specializirana za sektor potrošniških dobrin), Fox-Pitt Kelton (finančne institucije) in Leerink Swann (zdravstvo). Nenazadnje pa so posamezne butične banke omejene zgolj na posamezne geografske trge, saj svojo dejavnost omejijo na posamezne dele sveta oziroma na posamezne države. Calayon tako predstavlja vodilno butično banko v Franciji, SE Banking ima veliko vlogo v Skandinaviji, Montgomery & Company pa na zahodni obali ZDA (Surfing the Cataclysm, 2009).

3 ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH BANK

Neodvisne investicijske banke obstajajo vse od 19. stoletja dalje. V začetnih letih obstoja je šlo predvsem za manjše zasebne družbe, ki so večino zaslužka ustvarile s ponujanjem nasvetov glede poslovnih financ in investicij, s posredovanjem in z drugimi storitvami.

Njihov uspeh je bil tesno povezan z zaupanjem, ki so ga pridobili in gradili preko dolgoročnih zvez. V tem času poslovanje družb ni bilo pretirano tvegano, saj so večinoma poslovale le z denarjem družbenikov oz lastnikov. To pomeni, da družbe niso imele na razpolago znatnih vsot denarja, s katerimi bi špekulirali pri tveganih poslovnih podvigih s prekomernim finančnim vzvodom. Vendar pa sta pomanjkanje kratkoročnih sredstev in želja po večjih dobičkih podjetja vodila k čedalje večjim tveganjem (Roncal, 2008).

Po zlomu borze leta 1929 so se v ZDA odločili za strožje regulative na finančnem trgu. Leta 1933 je bil sprejet Glass-Steagall akt (v nadaljevanju GS akt), ki je ločil komercialno bančništvo od investicijskega bančništva (Heakal, 2009). Glavni krivec za takratni propad bank je bilo preveč špekulativno vedenje komercialnih bank, zato se je ameriški kongres odločil za takšno zakonodajo, ki bo podala jasno ločnico med komercialnim in investicijskim bančništvom (Craig, 2001, str. 34). Banke so nase prevzemale čedalje večja tveganja z namenom povečevanja svojega dobička, kar je kmalu postalo nevarno, saj so banke odobrile čedalje več nezdravih posojil podjetjem, v katera so tudi same vlagale (Heakal, 2009).

GS akt je torej predstavljal regulatorno ločnico med komercialnim in investicijskim bančništvom – oba sta bila tudi strožje nadzorovana. Banke so imele na voljo eno leto, da se odločijo, v kaj se želijo specializirati. Pri tem je za komercialne banke veljala omejitev, saj je lahko zgolj 10 odstotkov njihovega dohodka izhajalo iz vrednostnih papirjev (izjema so bile državne obveznice; zanje ni bilo omejitev). To je neposredno prizadelo finančne velikane tistega časa (npr. J.P. Morgan), ki so morali skrčiti obseg svojih storitev, s čimer so se odpovedali velikemu viru svojih prihodkov. Glavni namen GS akta je bil predvsem preprečiti bankam, da bi v primerih neuspešnih špekulacij z vrednostnimi papirji za kritje svojih izgub uporabile bančne vloge (Heakal, 2009).

Kmalu po uvedbi GS akta so začele deževati kritike, saj naj bi bil akt preveč restriktiven. Mnogi so bili mnenja, da je šlo pri sprejetju akta za preuranjene ukrepe in za prehitro odgovor na krizo. GS akt je namreč uvedel določene omejitve v bančnem sektorju, kar je seveda sprožilo številne polemike o upravičenosti restrikcij in njihovem vplivu na razvoj sektorja (Heakal, 2009). Kasneje se je izkazalo, da obstaja le malo dokazov, da je bilo prav dejstvo, da so se komercialne banke ukvarjale tudi z investicijskim bančništvom, glavni krivec za krizo. Še vedno pa so obstajala nasprotja med tistimi, ki so zagovarjali takšno ločevanje in tistimi, ki so ga imeli za nepotrebno (Craig, 2001, str. 34). Nekateri so bili namreč mnenja, da lahko banke, s tem ko diverzificirajo svoje naložbe, zmanjšujejo tveganje, kar seveda pomeni, da imajo omejitve GS akta ravno nasproten učinek od zaželenega – celo povečujejo tveganje. Poleg tega je postal ugled oziroma sloves banke zelo pomemben, s čimer so bile banke same motivirane k ohranjanju tega ugleda in torej k večji samoregulaciji svojega poslovanja (Heakal, 2009).

Do leta 1999 so bile ZDA ena redkih držav z zakonskimi določbami, ki so ločevale različne vrste finančnih storitev. V osemdesetih in v začetku devetdesetih let prejšnjega

stoletja je prišlo do določene deregulacije, ko so bile posamezne omejitve GS akta odstranjene, vseeno pa jih je večina ostala. Leta 1999 so se finačne institucije (banke, zavarovalnice) strinjale, da je umik zakonskih omejitev nujen, saj bodo le tako lahko ameriške finančne institucije konkurenčno poslovale in tekmovali na svetovnem trgu (Liaw, 2004, str. 74).

Tako je leta 1999 ameriški kongres ukinil omejitve GS akta z uveljavitvijo GLB akta. S tem so bile umaknjene uredbe, ki so prej ločevale investicijske banke od tradicionalnih bank. Tako so velike globalne banke, kot npr. Citigroup in J.P. Morgan, dobile priložnost in začele tekmovali na Wall Streetu z ostalimi investicijskimi bankami. Področje, ki je bilo prej omejeno zgolj na slednje, se je sedaj odprlo. Hkrati je to povzročilo povečano konkurenco na trgu – investicijske banke so še nadaljnje povečale obseg svojih storitev, uporabljale večje finančne vzvode in nase sprejemale še večja tveganja (Roncal, 2008).

Kmalu so se pojavili večji dobički in prodajni posredniki so bili nagrajeni s čedalje večjimi bonusi. Vse skupaj je poslovanje investicijskih bank pripeljalo do še bolj tveganega poslovanja v želji po vse večjih dobičkih in nagradah. Finančni vzvod investicijskih bank je bil tri- do štirikrat večji od tistega komercialnih bank, poleg tega pa so bile investicijske banke podvržene precej bolj ohlapnemu in manj strogemu nadzoru. Ko je v začetku leta 2008 prišlo do finančne krize, je bil razkroj investicijskih bank neizbežen (Roncal, 2008).

4 INVESTICIJSKE BANKE V ČASU FINANČNE KRIZE

4.1 Lehman Brothers

Banko Lehman Brothers sta leta 1850 ustanovila dva borzna posrednika, ki sta se ukvarjala s trgovanjem z bombažem v Alabami. Banka se je kasneje preselila v New York in zrasla v enega od velikanov Wall Streeta. 15. septembra 2008 pa je banka vložila zahtevek za uvedbo stečaja, po tem ko je utrpela hude izgube na ameriškem hipotekarnem trgu, hkrati pa so vlagatelji izgubili zaupanje vanjo, zaradi česar ni uspela najti kupca (Lehman Brothers Holdings Inc, n.d.).

Banka je zašla v težave poleti leta 2007, ko je prišlo do krize na ameriškem hipotekarnem trgu. Takrat je cena delnice pričela vztrajno padati, predvsem zaradi dejstva, da je bila banka eden večjih akterjev na ameriškem trgu drugo- in prvorazrednih hipotekarnih posojil in je bila kot najmanjša od investicijskih velikanov tako podvržena večjemu tveganju, saj bi bile velike izgube zanjo usodne. Kriza se je konec leta 2007 in v letu 2008 še poglobila. Banka se je uspela izogniti usodi banke Bear Stearns, ki jo je marca 2008 po izredno nizki ceni kupila banka JPMorgan Chase. Vendar pa je do poletja 2008 doživela še več padcev (Lehman Brothers Holdings Inc, n.d.).

9. junija 2008 je banka Lehman Brothers objavila izgubo v drugem četrtletju v višini 2,8 milijarde dolarjev, kar je bilo precej več od pričakovanj. Banka je objavila, da bo poskušala od vlagateljev zbrati dodatna sredstva v višini šestih milijard dolarjev. Poskusi so spodleteli in banka se je znašla v težki situaciji, ki pa se je še poslabšala, ko je ameriška vlada 8. septembra objavila namero o prevzemu dveh hipotekarnih družb – Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) in Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Cena delnic banke je takrat strmo padla, saj je rešitev teh dveh hipotekarnih velikanov pomenila, da obstajajo le majhne možnosti, da bi država pomagala tudi banki Lehman Brothers (Lehman Brothers Holdings Inc, n.d.).

Banka je bila pred rešitvijo avgusta 2008, ko se je obetal prevzem s strani Korejske investicijske banke, ki pa se ni realiziral. V tretjem četrtletju je banka objavila za 3,9 milijard dolarjev izgube. 13. septembra je bilo jasno, da je banka stisnjena v kot, ko je bil sklican nujen sestanek za banko Lehman, ki je bila takrat že v pogajanjih za prevzem s strani Bank of America in britanske Barclays. FED se ni odločil za pomoč, Bank of America se je odločila za prevzem večje banke Merrill Lynch, Barclays pa je dobil popeved s strani britanskih regulatorjev (Poredoš, 2009).

15. septembra je banka vložila zahtevek za uvedbo stečaja. Šlo je za največji stečaj v ameriški zgodovini, banko pa so nato razprodali po delih (Poredoš, 2009). Dan kasneje je Barclays napovedal nakup Lehmanove ameriške divizije za kapitalne trge (*Lehman's United States capital markets division*) za 'zgolj' 1,75 milijarde dolarjev. Japonski Nomura Holding je kasneje odkupil Lehmanovo premoženje v Evropi, na Srednjem Vzhodu in v Aziji (Lehman Brothers Holdings Inc, n.d.).

Lehmanov propad je imel posledice na celoten finančni sistem. Predvsem je vzbudil zvezne oblasti, da rešijo ostala velika finančna podjetja – American International Group (v nadaljevanju AIG) je 17. septembra dobila državno pomoč (Poredoš, 2009). Negotovost, ki je spremljala transakcije banke, je privedla do krize zaupanja. Posledično so se kreditni trgi upočasnili, vlade držav pa so bile prisiljene sprejeti ukrepe za umiritev panike na trgih (Lehman Brothers Holdings Inc, n.d.).

4.2 Bear Stearns

Banka Bear Stearns je bila ena največjih ameriških vpisnic izdaje hipotekarnih obveznic (*underwriter of mortgage bonds*). Leta 2007 jo je močno prizadela kriza na sekundarnem hipotekarnem trgu. Banka je bila najboljši primer za to, kako nevarno je bilo veliko investirati v vrednostne papirje, ki so bili osnovani na tveganih stanovanjskih posojilih (Bear Stearns Cos Inc, 2008).

Čeprav so se že spomladi 2007 pojavili prvi znaki šibkosti sekundarnih hipotek, je bil pravi razlog za paniko propad dveh notranjih hedge skladov banke Bear Stearns v juniju 2007. Banka je izgubila toliko kapitala, da je morala jeseni leta 2007 tvoriti partnerstvo s kitajsko

banko Citic Securities, pri čemer sta si obe banki izmenjali delnice. Kljub temu, da takšen ukrep v primerjavi z nekaterimi drugimi bankami ni bil drastičen – Morgan Stanley je tako prodala 5 milijard dolarjev vreden delež kitajskemu neodvisnemu kapitalu (*China's sovereign wealth fund*), podobne posle pa sta sklenili tudi Citigroup in UBS na Srednjem Vzhodu in v Aziji – je vseeno služil kot pokazatelj šibkosti banke (Bear Stearns Cos Inc, 2008).

V svoji osemdesetletni zgodovini obstoja je banka šele decembra 2007 prvič objavila izgubo. V zadnjem četrletju istega leta je zabeležila 854 milijonov dolarjev izgube, čeprav se je še pred letom dni pohvalila s 563 milijoni dolarjev dobička. Banka je na račun drugorazrednih hipotekarnih posojil odpisala kar 1,9 milijarde dolarjev svojega premoženja (Glavič, 2007).

Marca 2008 je FED po težkih pogajanjih odobril 30 milijard dolarjev kredita banki JPMorgan Chase za prevzem banke Bear Stearns. JPMorgan Chase je bila pripravljena plačati 2 dolarja na delnico za nakup celotnega podjetja – torej zgolj slabo desetino tržne vrednosti, ki je veljala dva dni pred ponudbo. 24. marca 2008 je JPMorgan Chase pristala na novo ponudbo, in sicer je za delnico plačala 10 dolarjev (Shorter, 2008).

JPMorgan Chase je bila pripravljena obdržati 6.500 izmed takratnih 13.500 zaposlenih v banki Bear Stearns. 29. maja so delničarji banke Bear Stearns na sestanku podprli pripojitev. Posel se je končal 30. maja 2008, kar je pomenilo konec 85-letne zgodovine banke. V juniju je JPMorgan Chase tako začela opuščati tudi samo ime banke Bear Stearns; začenši z novim poimenovanjem sedeža banke – Bear's Midtown Manhattan (Bear Stearns Cos Inc, 2008).

4.3 Merrill Lynch

Banka Merrill Lynch je bila ustanovljena leta 1914. Znana je bila po tem, da je zagovarjala idejo, da bi moral vsakdo, ne zgolj bogati, vlagati v finančne trge. Takšna drža je banko postavila kot enega izmed stebrov Wall Streeta. Kljub temu, da je banka preživela obe svetovni vojni in veliko krizo leta 1929, pa je vseeno klonila pod težo sedanje krize. 14. septembra 2008 je banka Merrill Lynch objavila, da je z Bank of America prišlo do dogovora o nakupu. S tem se je želela predvsem izogniti usodi, ki je doletela banki Lehman Brothers in Bear Stearns (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

V zadnjih letih je bila banka Merrill Lynch pravzaprav sestavljena iz dveh delov. Prvi del banke, hitro rastoč, se je ukvarjal z upravljanjem premoženja, in sicer je s kar 1,4 bilijonov dolarjev vrednim premoženjem upravljalo 16.000 strokovnjakov. Drugi del banke se je ukvarjal s trgovanjem z vrednostnimi papirji s stalnim donosom. Pri tem je veliko vlagal v visoko tvegane vrednostne papirje, krite z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili. Ko so pričele padati cene nepremičnin na ameriškem trgu, so tudi ti vrednostni papirji izgubili na vrednosti. Konec oktobra 2007 je morala banka odpisati 8,4 milijarde dolarjev, da je

kompensirala padec vrednosti teh vrednostnih papirjev (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

Kmalu zatem je moral zaradi velikih izgub banke odstopiti direktor E. Stanley O'Neal. 14. novembra ga je nadomestil John A. Thain, nekdanji predsednik banke Goldman Sach in takratni direktor Newyorške borze. Thain se je takoj znebil slabih naložb in poskušal pridobiti nov kapital. Julija leta 2008 je prodal za 31 milijard vrednostnih papirjev. Njegova dejanja so bila daleč najbolj skrajna v primerjavi z ostalimi podjetji na Wall Streetu (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

Že 10. septembra je Thain svojim zaposlenim zatrjeval, da so finančni temelji banke zdravi. Vseeno pa si je Thain kmalu premislil. Ko je prišlo do padca banke Lehman Brothers in bojazni, da bi slednja za seboj povlekla še več podjetij, je bil Thain prepričan, da je čas za nove, še bolj drastične ukrepe (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

12. septembra je ameriški finančni minister Henry M. Paulson Jr. na sestanek sklical največje bankirje z namenom najti rešitev za propadajočo banko Lehman Brothers. Istočasno je Thain pričel pogovore z direktorjem Bank of America Kennethom D. Lewisom. Dva dni kasneje je v javnost podal obvestilo, ki je bilo še bolj šokantno od novice o Lehmanovem bankrotu – Merrill Lynch ne obstaja več kot neodvisna banka (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

Bank of America je ponudila 50 milijard dolarjev v delnicah za banko Merrill Lynch. Združitev je pomenila kombinacijo dveh uspešnih podjetij, s čimer si združeno podjetje prizadeva postati ena od vodilnih finančnih institucij. Združeno podjetje je postalo eno vodilnih na področju upravljanja premoženja (Merrill Lynch, 2008).

Posredniki banke Merrill Lynch so skupaj z majhno skupino premoženjskih svetovalcev Bank of America tvorili novo entiteto, ki se je imenovala Merrill Lynch Wealth Management. Thain je tudi v združenem podjetju obdržal funkcijo kot predsednik sektorja za svetovno bančništvo, vrednostne papirje in upravljanje s premoženjem (Merrill Lynch & Company Inc, 2008).

4.4 Morgan Stanley

Investicijska banka Morgan Stanley je bila ustanovljena leta 1935 (Company history, n.d.). Banka je že takrat veljala za eno od največjih imen Wall Streeta. V zadnjem času pa je zaradi številnih pretresov na finančnem trgu izgubila svoj položaj ene največjih investicijskih bank (Morgan Stanley, 2009).

Vodenje banke je leta 2005 prevzel John J. Mack, po tem ko je banka izgubila zaupanje po odmevni združitvi s posredniško firmo Dean Witter. Mack je prejel številne pohvale, saj mu je uspelo banko ponovno oživiti, vseeno pa se je njegov pristop izkazal za precej agresivnega. Mack je namreč od prvega dne, ko je nastopil funkcijo kot direktor banke,

jasno in glasno povedal, da bo banka svoja sredstva razporejala bolj agresivno, saj se bo podala v bolj tvegana in donosna področja. S tem je Mack tlakoval pot banki, da je kasneje zašla v težave, ko je dobro leto kasneje propadel drugorazredni hipotekarni trg (Morgan Stanley, 2009).

Cene delnic banke Morgan Stanley so začele strmo padati sredi septembra, ko je večini vlagateljev postalo jasno, da nobeni od samostojnih investicijskih bank ne bo uspelo preživeti krize, navkljub načrtu ameriške vlade, da bo ponudila 700 milijard dolarjev za odkup slabih vrednostnih papirjev, osnovanih na hipotekarnih posojilih (Morgan Stanley, 2009).

21. septembra je na Wall Streetu prišlo do drastične spremembe, ko sta edini preostali investicijski banki – poleg banke Morgan Stanley še banka Goldman Sachs – FED-u predložili svoj predlog, da se njun status spremeni, in sicer sta iz investicijske banke želeli postati univerzalni banki. Banka Morgan Stanley je tako postala podobna preostalim komercialnim bankam, ki delujejo pod strožjim nadzorom in znotraj ostrejših predpisov (Kenda, 2008).

Banka Morgan Stanley je kmalu zatem objavila namero o prodaji 20 odstotnega deleža banke največji japonski komercialni banki Mitsubishi UFJ Financial Group za 8 milijard dolarjev (White & Story, 2008). Kljub temu je zaupanje vlagateljev še nadalje upadalo. 7. oktobra 2008, ko je delniški indeks Dow Jones padel za 5,1 odstotne točke, so tudi delnice banke Morgan Stanley strmo padle za 25 odstotnih točk. Slednje so narasle pet dni kasneje, ko je Mack dokončal dolgo pričakovano prodajo, in sicer je petino banke Morgan Stanley prodal zgoraj omenjeni japonski banki za 9 milijard dolarjev. Cena delnic se je posledično skoraj podvojila. Kmalu zatem je bila banka Morgan Stanley ena od številnih velikih bank, ki so bile upravičene do državne pomoči, ki je bila namenjena predvsem spodbudi gospodarstva. Banki je pripadlo 10 milijard dolarjev s strani programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*)⁴. 12. novembra 2008 je banka predstavila načrt o 10 odstotnemu zmanjšanju števila zaposlenih v sektorju, ki se je ukvarjal z investicijskim bančništvom in trgovanjem z delnicami (Morgan Stanley, 2009).

Težave banke, povezane s starimi investicijami, pa so se nadaljevale tudi v letošnjem letu. 22. julija 2009 je banka Morgan Stanley objavila že tretjo zaporedno četrtletno izgubo (Morgan Stanley, 2009). Kmalu so se začele pojavljati kritike Macka, ki je banko vodil preveč konzervativno takrat, ko so se trgi že začeli stabilizirati. Konzervativno vodenje je bilo sicer smiselno takoj po prvih znakih krize, saj je bila politika vodenja pred začetkom krize precej agresivna. V enakem obdobju, ko je banka Morgan Stanley objavila izgubo, je njena največja tekmica Goldman Sachs že poslovala z dobičkom, zahvaljujoč agresivnejši

⁴ Program TARP (*Troubled Asset Relief Program*) je vladni program namenjen blaženju učinkov finančne krize. Ameriško finančno ministrstvo je dobilo 700 milijard dolarjev sredstev za odkup vrednostnih papirjev, ki so temeljili na hipotekah, od finančnih institucij po celi državi. S tem so denarnemu trgu skušali vrniti likvidnost in ga zopet vzpostaviti v normalno stanje. Sklad, iz katerega črpa TARP, je bil ustanovljen 3. oktobra 2008 (Troubled Asset Relief Program, n.d.).

investicijski politiki (Bernard, 2009). Kljub vsemu pa je banki že uspelo odplačati 10 milijard dolarjev državne pomoči v zadnjem četrtletju, s čimer si je odprla možnost plačevanja večjih nagrad svojim zaposlenim (Morgan Stanley, 2009).

4.5 Goldman Sachs

Goldman Sachs je najbolj znana investicijska banka. Septembra 2008 je iz investicijske banke postala univerzalna banka in uspela preživeti krizo na finančnem trgu, tudi z državno pomočjo. Aprila 2009 pa je banka že objavila, da si je finančno dovolj opomogla, tako da je pričela z iskanjem novega kapitala in poplačilom dolga državi (Goldman Sachs Group Inc, 2009).

Banka je desetletja veljala za zgled ostalim, hkrati pa je bila predmet zavidevanja. Združevala je največji svetovni zasebni kapital in največje hedge sklade. Zaposlovala je najboljše investicijske posrednike in bankirje. Ko so leta 2007 postale vidne posledice finančne krize, je izgledalo, da je banka Goldman Sachs še v najboljšem položaju za prebroditev krize. V času, ko sta banki Citigroup in Merrill Lynch zamenjali svoje direktorje, je banka Goldman Sachs zabeležila rekorden dobiček in posledično svojemu direktorju, Lloyd C. Blankfeinu, izplačala do tedaj najvišjo nagrado v vrednosti 68,7 milijonov dolarjev (Goldman Sachs Group Inc, 2009).

Tudi v letu 2008 je banka Goldman Sachs kljubovala poglabljajoči se krizi, ki je že terjala prve žrtve (banki Lehman Brothers in Merrill Lynch). V septembru istega leta je banka proti pričakovanjem v tretjem četrtletju še vedno izkazovala dobiček, čeprav skromnega (Goldman Sachs Group Inc, 2009).

Vseeno pa banka ni ostala neprizadeta, ko se je kriza v septembru še poglobila. Zavarovalnica AIG, največja trgovska partnerica banke Goldman Sachs, je bila soočena s skorajšnjim propadom zaradi prevelike izpostavljenosti hipotekarni krizi. Ko je AIG prejela 85 milijard državne pomoči, so se najbolj nestrpni vlagatelji umaknili iz banke, saj so pričakovali, da bo kljub svoji ugodni poziciji tudi banka Goldman Sachs prej ali slej zašla v težave. Takrat so delnice banke strmo padle (Goldman Sachs Group Inc, 2009).

21. septembra sta banki Goldman Sachs in Morgan Stanley za vedno spremenili podobo Wall Streeta, ko sta edini preostali veliki investicijski banki FED zaprosile za preoblikovanje v univerzalno banko. Tudi banka Goldman Sachs je, podobno kot Morgan Stanley, s tem postala podvržena strožjemu nadzoru s strani vladnih agencij, ravnati pa se je morala tudi po ostrejših predpisih. Ta sprememba je močno spremenila podobo banke, hkrati pa je to pomenilo tudi odmik od jedra njihovega zaslužka v preteklosti (Kenda, 2008).

Vseeno pa niso bili vsi mnenja, da bo banka Goldman Sachs postala po novem zelo omejena. Kmalu po spremembi njenega statusa v komercialno banko je koncern Berkshire

Hathaway, ki ga vodi Warren E. Buffett, investiral 5 milijard dolarjev v banko, poleg tega pa je banka zbrala še pol toliko sredstev preko ponudbe delnic (Craig, Karnitschnig & Lucchetti, 2008).

13. aprila 2009 je banka Goldman objavila precejšen zaslužek v prvem četrtletju, hkrati pa je napovedala nadaljnje zbiranje sredstev na kapitalskih trgih z namenom poplačila 10 milijard dolarjev državnega dolga iz preteklega leta (Goldman Sachs Group Inc, 2009).

Banka je v istem četrtletju objavila 1,66 milijard dolarjev dobička, kar je pomenilo precejšen preobrat v primerjavi z rezultati v letu 2008. Glavna gonilna sila dohodka banke je bil oddelek, ki se je ukvarjal z vrednostnimi papirji s stalnim donosom. David A. Viniar, glavni finančni direktor banke, je izjavil, da je bil glavni razlog za tako dobre rezultate banke v tem, da so bile posredniške marže višje kot običajno, predvsem zaradi propada nekaterih glavnih tekmič (Lehman Brothers in Bear Stearns) (Goldman Sachs Group Inc, 2009). 17. junija 2009 je banka Goldman Sachs odplačala svojih 10 milijard dolga državi, s čimer se je osvobodila strogih predpisov, ki jih predložil TARP (O-STA, 2009).

5 RAZKROJ INVESTICIJSKIH BANK

5.1 Situacija danes

Trenutna situacija na ekonomskem področju je spremenila podobo Wall Streeta. Včasih je Wall Street predstavljal zatočišče neodvisnim posredniškim hišam, ki so bile veliko bolj neodvisne in manj nadzorovane od klasičnih komercialnih bank (Hilsenrath, Paletta & Lucchetti, 2008). Desetletja so na trgu prosperirale investicijske banke, v zadnjem letu pa se je njihova vloga spremenila. Medtem ko je še v začetku preteklega leta obstajalo pet velikih investicijskih bank, danes ni več nobene primerljive velikosti. Lehman Brothers je objavila stečaj. Bear Stearns je bila prevzeta s strani JPMorgan Chase. Merrill Lynch je bila kupljena s strani Bank of America (Roncal, 2008). Edinima preostala investicijskima bankama – Morgan Stanley in Goldman Sachs – je FED v poskusu ublažitve krize na Wall Streetu dovolil preoblikovanje v univerzalni banki (Hilsenrath et al., 2008).

Za zgoraj navedenih pet največjih investicijskih bank je še v začetku leta 2008 veljala skupna ocenjena tržna vrednost v višini 250 milijard dolarjev (največja med njimi, Goldman Sachs, je bila ocenjena na 90 milijard dolarjev). Konec leta 2008 je skupna tržna vrednost največjih investicijskih bank (v tem času so to manjše butične investicijske banke – Raymond James, Jefferies & Co., Greenhill & Co., Keefe Bruyette & Woods in Piper Jaffray) znašala 'zgolj' 12 milijard dolarjev, torej dvajsetkrat manj kot v začetku istega leta (Roncal, 2008).

5.2 Preoblikovanje investicijskih bank

Kaj pa so bili pravzaprav razlogi, da bankama Morgan Stanley in Goldman Sachs ni uspelo obdržati svojega statusa neodvisnih investicijskih bank? Nenazadnje bi v normalnih razmerah takratne okoliščine pomenile ugodne pogoje za njun obstoj. Vse tri največje tekmice so namreč propadle kot neodvisne investicijske banke, s čimer sta dobili priložnost za povečanje svojega deleža na trgu in svoje kupne moči. Sredi septembra 2008 sta obe banki še vedno izkazovali dobiček. Poleg tega sta v septembru leta 2008 (še pred najavo o spremembi svojega statusa) obe banki tudi v precejšnji meri odpravili najbolj izpostavljeni problema – na voljo sta imeli dovolj svojega kapitala in zadostno likvidnost. Poleg vsega pa sta bili izmed vseh petih investicijskih bank tudi najboljše vodeni. Edina težava je bila v tem, da takrat nista več delovali v normalnih razmerah. V času krize so vlagatelji postali nezaupljivi in pojavila so se pričakovanja, da nobeni od investicijskih bank ne bo uspelo preživeti (Is there a future?, 2008).

Nasploh so obstajale tri glavne težave, ki so napeljevale k temu, da neodvisni model velikih investicijskih bank nima prihodnosti. Prva težava je povezana z insolventnostjo – z nezmožnostjo plačila oziroma poravnave tekočih obveznosti (Šega, 1997, str. 371). Investicijske banke imajo višji finančni vzvod kot komercialne banke, kar pomeni, da jih padec vrednosti njihovih sredstev veliko bolj prizadane. Težava je v tem, da svoja sredstva vrednostijo po dnevni tržni vrednosti. Ravno tako nimajo stalnega toka prihodkov, ki ga sicer prinaša komercialno bančništvo in poslovanje s prebivalstvom. (*retail banking*). Druga težava se nanaša na njihov profil financiranja, saj so se investicijske banke v največji meri zanašale na kratkoročno financiranje, s čimer so bolj izpostavljene tveganju. Z uporabo dolgoročnejšega financiranja bi si banke posledično povišale stroške poslovanja. Slednje pa se navezuje na tretjo težavo – dobičkonosnost. Financiranje bank bi postalo dražje, saj bi se morale banke preusmeriti na dolgoročnejše financiranje, ravno tako bi morale znižati svoj finančni vzvod. Temu pa se je pridružilo tudi zmanjšanje povpraševanja po njihovih storitvah, saj so ljudje postali bolj nezaupljivi in previdni. (Is there a future?, 2008).

Težave neodvisnega modela samostojnih investicijskih bank so se kmalu izkazale za resnične, saj sta obe preostali investicijski banki napovedali svoje preoblikovanje v univerzalni banki (Is there a future?, 2008). S tem je prišlo do zatona modela neodvisne banke, ki posluje z vrednostnimi papirji – modela, ki je na Wall Streetu prevladoval vse od konca krize leta 1929 (Roncal, 2008).

5.3 Posledice preoblikovanja za banki Morgan Stanley in Goldman Sachs

S preoblikovanjem sta morali obe zgoraj omenjeni banki sprejeti nova pravila igre in se v marsičem prilagoditi. Pri nekaterih stvareh bi lahko rekli, da sta po novem na slabšem, saj

so nekatera pravila strožja in jima ne dopuščajo enakega manevrskega prostora, kot sta ga bili vajeni. Po drugi strani pa jima je preoblikovanje prineslo tudi marsikatero prednost, ki je prej nista bili deležni.

Kot investicijski banki sta bili namreč nadzorovani zgolj s strani Komisije za vrednostne papirje (*Securities and Exchange Commission*). Po novem bo nadzor strožji, in sicer se bo odvijal na treh področjih: FED bo nadziral matična podjetja, Urad za nadzor valute (*Office of the Comptroller of the Currency – OCC*) bo nadziral pooblašene (zvezne) banke, večjo vlogo pa bo imela tudi Zvezna agencija za zavarovanje vlog (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*), saj se pričakuje, da bosta banki zahtevali večji obseg državno podprtih vlog (Hilsenrath et al., 2008; Jenko, 2006, str. 56).

Poleg strožjega nadzora pa zanj veljajo tudi nove kapitalske zahteve, dodatni pregledi in pa predvsem nižji donosi od preteklih (Hilsenrath et al., 2008). Ena od zahtev je bila tudi znižanje finančnega vzvoda. V času razcveta finančnih trgov je sposojeni denar prinašal velikanske zasluzke. Pred finančno krizo so imele investicijske banke izredno visoke finančne vzvode. Finančni vzvod banke Morgan Stanley je bil v letu 2007 33, banke Goldman Sachs pa 28. Vlagatelji pri takem načinu zaslužka niso kazali nikakršne zaskrbljenosti – vse dokler ni prišlo do krize. Takrat se je pokazala slaba stran visokega finančnega vzvoda, banke so množično odpisovale sredstva in zaupanje je upadlo. Banki Morgan Stanley in Goldman Sachs sta pričeli z zniževanjem svojega finančnega vzvoda, kar pa se je izkazalo kot ne ravno lahka naloga, saj cene sredstev na trgu hitro padajo. V teh časih je namreč izredno težko najti kupca nepremičnin. Veliko vlagateljev in analitikov pa je še vedno mnenja, da imata obe banki še vedno prevelik finančni vzvod, kar pomeni, da v preveliki meri uporabljata izposojeni denar in imata premajhne denarne rezerve za pokritje svojih tveganih investicij. Pravzaprav je največja težava, s katero sta se morali banki soočiti, ta, kako ustvariti rast dobička v svetu, ki ne tolerira več visokih finančnih vzvodov (Hilsenrath et al., 2008).

Za razliko od investicijskih bank so imele univerzalne banke, kot npr. Bank of America in Wachovia za več kot polovico nižje finančne vzvode (številke so se gibale okoli 10). Čeprav je to pomenilo nižje dobičke v času razcveta, pa je bil tudi padec v času krize veliko bolj blag. Seveda pa niso bile investicijske banke edine, ki so se ukvarjale s tveganimi investicijami. Tudi univerzalne banke (Citigroup, UBS, Wachovia) so vlagale v tvegane hipoteke, vendar pa so bile v boljšem položaju, saj jih je iz krize rešila predvsem njihova velikost in dejstvo, da so imele zanesljiv vir financiranja – bančne vloge (Hilsenrath et al., 2008).

S tem, ko sta Morgan Stanley in Goldman Sachs postali univerzalni banki, pa sta pridobili tudi nekaj pomembnih prednosti. Svoja sredstva sta lahko organizirali na način, ki jima močno olajša združevanje in prevzemanje manjših podjetij. Sredstev sedaj namreč ne vrednotita več glede na dnevno tržno ceno (t.i. *mark to the market*). Poleg tega pa sta sedaj, podobno kot že obstoječe banke (Citigroup, Bank of America, JPMorgan Chase), dobili

možnost sprejemanja bančnih vlog strank, kar predstavlja bolj stabilen vir financiranja. Kot investicijski banki sta se namreč financirali preko kratkoročnih denarnih trgov, kar pa je postalo po začetku krize izredno težko (Hilsenrath et al., 2008). Obe banki sta na ta način dobili dostop do ugodnejših kreditov z nižjo obrestno mero s strani FED-a. Nenazadnje pa se še vedno ukvarjata z investicijskih bančništvom, le da sta sedaj podvrženi strožji regulaciji s strani FED-a (Roncal, 2008).

5.4 Vzpon univerzalnih bank

Finančna kriza je pokazala na težave neodvisnega modela investicijskih bank, s čimer je tudi v ZDA v ospredje prišel model univerzalne banke. V ZDA drugače že od nekdaj obstaja upor do univerzalnih bank, ki pa se je v zadnjem času omilil. Zadnja dogajanja kažejo na to, da so univerzalne banke v vzponu. Vse investicijske banke (z izjemo Lehman Brothers) so danes postale samostojne univerzalne banke oziroma del le-teh (Is there a future?, 2008).

Današnja prevlada komercialnih in univerzalnih bank je predvsem posledica dejstva, da so se pri svojih poslih opirale v veliki meri na bančne vloge. Manjši komitenti tudi v turbulentnih časih niso množično dvigovali svojega denarja z bank, tudi zaradi vladnega zagotovila, da bodo svoja sredstva v primeru propada banke dobili povrnjena (Hilsenrath et al., 2008).

V tem pogledu je model univerzalne banke veliko privlačnejši od modela samostojne investicijske banke, saj prinaša prednosti tako delničarjem kot tudi nadzornikom. Z vidika delničarjev univerzalna banka pomeni večjo varnost, z vidika nadzornikov pa večje diverzificirane institucije pomenijo večjo stabilnost (Is there a future?, 2008).

5.5 Nove regulacije

Propad investicijskih bank pa ni pomenil posledic zgolj za same banke, temveč je močno vplival na celoten finančni sistem. Kriza je pokazala na pomanjkljivosti sistema in predvsem na slabosti nadzora nad sistemom, ki mu ni uspelo predvideti, preprečiti ali vsaj znatno omiliti posledic finančne krize. Mnogi analitiki in politiki so torej začeli opozarjati na nujnost sprememb in reform finančnega sistema.

Vse od uvedbe GS akta smo bili v ZDA priča postopni deregulaciji finančnega sistema. V času Clintonove administracije je prišlo do razveljavitve nekaterih omejitev in ta liberalizacija je povzročila velik skok števila hipotekarnih kreditov kreditno manj sposobnim prosilcem. Leta 2000 je Busheva administracija uveljavila še več deregulacijskih predpisov in zakonov, kar pa za investicijske banke ni bilo dovolj. Leta 2004 je skupina pogajalcev, ki jo je vodil takratni direktor banke Goldman Sachs Henry Paulson, v pogovorih s SEC-om dosegla, da so bile investicijske banke izvzete iz zahteve, da morajo imeti zadostne finančne rezerve za pokrivanje morebitnih izgub pri svojih

investicijskih poslih. To je bankam omogočilo prevzemanje izredno visokih tveganj in posledično povečanje njihovega finančnega vzvoda (Alkalaj, 2008). Zanimivo je, da je Henry Paulson, ki se je še leta 2004 boril za zmanjšanje regulacije, kasneje kot finančni minister v Bushevi administraciji zagovarjal prav nasprotno stališče. Odnos države se je korenito spremenil. Paulson je bankam postavil pogoj – če želijo državno pomoč, bodo morale privoliti v večji državni nadzor. Slednji je namreč nujen za preprečitev prihodnjih finančnih kriz (STA, 2008).

Sedanji ameriški finančni minister Timothy Geithner je marca 2009 predstavil načrt o povečanju državnega nadzora v finančnem sistemu. Vse od 30-ih let 20. stoletja je na ameriškem trgu prihajalo do postopne deregulacije, finančna kriza pa je tok dogajanja obrnila, saj je prišel čas izrednega povečanja državne regulacije (More than just repairs, 2009).

Nov regulatorni okvir bo sestavljen iz štirih področij: omejevanje systemskega tveganja, zaščita potrošnikov in vlagateljev, racionalizacija regulatorne strukture in mednarodno usklajevanje. Geithner se je osredotočil predvsem na prvo področje – omejevanje systemskega tveganja. Pri tem je opozoril na dve prednostni nalogi. Prvič mora vlada pridobiti moč, da prevzame finančna podjetja v težavah, ki bi lahko dodatno destabilizirala trge, proda njihova sredstva in podobno. Finančno ministrstvo bi si to funkcijo delilo s FDIC, ki že ima izkušnje z upravljanjem bank v težavah. Drugič pa je potrebno ustvariti nadzor nad systemskim tveganjem. Tako bi lahko nadzorovali velika finančna podjetja in hkrati spremljali potencialne nevarnosti v sistemu. Vladni uslužbenci so za to delo predlagali kar FED, vendar kongres tej ideji ni preveč naklonjen, predvsem zaradi FED-ove središčne vloge v AIG škandalu⁵ (More than just repairs, 2009).

Eden od načinov, kako okrepiti sistem, je prisiliti banke k povečanju kapitalskih rezerv. To početje pa bi moralo biti proticiklično; povečevanje rezerv v času gospodarske rasti, da imajo banke nato v času upadanja gospodarske rasti dovolj stabilne finančne temelje. Banke morajo torej težiti k umirjanju ciklov in ne k njihovem potenciranju, kar ne velja za današnji čas, ko banke delujejo ravno obratno (More than just repairs, 2009).

Nenazadnje pa ameriška vlada načrtuje tudi strožji nadzor nad izvedenimi finančnimi instrumenti. Tako načrtujejo državni nadzor nad tistimi izvedenimi vrednostnimi papirji, ki se prodajajo zunaj borze, ravno tako pa bo nadzor borznih posrednikov večji (More than just repairs, 2009).

Pri tem pa prihaja tudi do različnih mnenj: naj bodo ukrepi strožji ali zgolj pametnejši? Geithner (More than just repairs, 2009) ugotavlja, da je prihajalo do zlomov tako v zelo reguliranih primerih kot tudi tam, kjer regulacije praktično ni bilo. Vseeno pa se zdi, da

⁵ Ameriška vlada je ameriški zavarovalnici AIG namenila 170 milijard dolarjev pomoči, slednja pa je nato 165 milijonov dolarjev izplačala direktorjem kot bonuse, kar je povzročilo ogorčenje javnosti. Kmalu je prišlo na dan, da je FED ne le vedel za obstoj pogodb, temveč tudi dal zeleno luč za izplačilo teh bonusov (Direktorji AIG so se odpovedali bonusom, 2009).

bodo novi ukrepi temeljili prevsem na povečanju nadzora, ki bo veliko strožji, in ne toliko na uvajanju novosti, kako ukrepe narediti čim pametnejše.

Končno velja omeniti še eno dilemo: kdo bo pravzaprav nadzoroval sistem. V času po finančni krizi je svojo vlogo močno okrepil FED. Po novem so skoraj vse velike ameriške finančne institucije pod nadzorom FED-a. S tem je FED postal skoraj univerzalni nadzornik, saj ima neposredno avtoriteto nad skoraj vsemi velikimi finančnimi ustanovami, kar je prejšnji ameriški finančni minister Henry Paulson označil za problematično (Hilsenrath et al., 2008).

6 NAPOVEDI

Nekatera podjetja bodo nove priložnosti iskala na rastočih azijskih trgih. Druga se bodo preusmerila na manj reguliran trg hedge skladov. Številni hedge skladi so v zadnjem času namreč propadli, medtem ko je povpraševanje po njih, predvsem s strani javnih pokojninskih skladov in raznih fundacij, še vedno precejšnje (Roncal, 2008).

Vseeno pa bosta finančna kriza in posledičen propad investicijskih bank s seboj prinesla tudi izboljšave. Prizadevanja za bolj transparentni finančni sistem in bolj trdne temelje lahko sčasoma pripeljejo do stabilnejše ekonomske rasti (Roncal, 2008).

Čeprav smo bili priča propadu vseh petih velikih samostojnih investicijskih bank, pa to še ne pomeni, da je model samostojne investicijske banke propadel, saj je na trgu prisotnih še veliko butičnih investicijskih bank (Piper Jaffray Cos. Raymond James Financial Inc., Thomas Weisel Partners Group Inc., Jefferies Group Inc.), ki so ohranile samostojen model, čeprav v veliko skromnejši obliki. Večina slednjih namreč temelji na poslovnem modelu, ki je veliko manj tvegan kot tisti velikih investicijskih bank. Imajo veliko manj izposojenih sredstev, večinoma so se izogibale hipotekam, ravno tako pa so manj odvisne od kratkoročnega financiranja. Butične investicijske banke manj tvegajo – to sicer pomeni manjšo dobičkonosnost, vendar pa s seboj prinaša tudi večjo stabilnost poslovanja. Tudi njihov finančni vzvod ni primerljiv, saj znaša 'le' 1 do 2 (Karmin, 2008).

Nikakor ne gre spregledati dejstva, da obstoječe butične investicijske banke zelo močno spominjajo na banki Goldman Sachs in Morgan Stanley pred četrto stoletje. Takrat je bil obseg njunega poslovanja veliko manjši, ravno tako pa je bilo poslovanje manj tvegano (Karmin, 2008).

SKLEP

Investicijske banke so dolgo veljale za enega pomembnejših akterjev na ameriškem finančnem trgu. Glavno vlogo so imele predvsem investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve, čeprav so po številu prednjačile butične investicijske banke.

Njihova vloga je prenehala z nastopom finančne krize, ko je vseh pet velikih samostojnih investicijskih bank prenehalo obstajati. Razlogov za njihov razkroj je več. Glavni krivec je predvsem preveč tvegano obnašanje bank, ki so na veliko vlagale v tvegane vrednostne papirje brez zadostnega kritja.

Izmed petih sta pravzaprav obstali le dve, ki sta se preoblikovali v univerzalni banki. Morgan Stanley in Goldman Sachs sta s tem žrtvovali nekaj svobode za več varnosti. Nasploh je v tem času v ospredje prišel model univerzalne banke, ki naj bi bil predvsem varnejši in zanesljivejši.

Tekom pisanja diplomskega dela sem ugotovil, da je finančna kriza res povzročila razkroj investicijskih bank, vendar pa še zdaleč ni edini krivec za njihov propad. Obnašanje bank je bilo namreč tako tvegano, da je bilo v kombinaciji s precej ohlapnim nadzorom pravzaprav neizbežno, da bodo banke prej ali slej zašle v težave. Finančna kriza je bila pravzaprav le povod za razkroj, nikakor pa ne edini krivec zanj.

Kakšna pa je prihodnost investicijskih bank? Če pogledam zgodovino bank Morgan Stanley in Goldman Sachs, sta obe banki začeli kot majhni butični banki, ki sta se sčasoma razvili v veliki samostojni investicijski banki. Menim, da lahko tudi današnje butične banke v prihodnosti, ko se bo situacija umirila, ko bodo razmere ugodnejše in ko se bo povrnilo zaupanje vlagateljev, zapolnijo praznino, ki je nastala po propadu samostojnih investicijskih bank. Danes je namreč na trgu še vedno izredno veliko število uspešnih butičnih investicijskih bank, katerih poslovanje je v tem času veliko manj tvegano, kot je bilo poslovanje velikih investicijskih bank, s čimer predstavljajo velik potencial v prihodnosti, da se sčasoma razvijejo v velike investicijske banke, ki opravljajo celostne storitve.

Zanimivo je opazovati, kako se zgodovina ponavlja. Situacija je namreč zelo podobna tisti iz leta 1929. Tudi takrat sta želja po dobičkih in tvegano poslovanje povzročila zlom na finančnem trgu. Reakcija je bila pričakovana in je pomenila večjo regulacijo in ločitev investicijskega bančništva od komercialnega. Danes so odzivi podobni, saj se dogajanje nagiba v smer večje regulacije. Čeprav je situacija pripeljala do razkroja samostojnih investicijskih bank, to še zdaleč ne pomeni, da je v zatonu tudi investicijsko bančništvo. Ravno tako vemo, da krizna situacija ne bo trajala v nedogled. Kmalu bodo trgi spet začeli cveteti in kmalu bodo donosi postali podobni tistim pred krizo. Vprašanje je pravzaprav, kako hitro bodo nadzorniki, vlagatelji in vsi tisti, ki pozivajo k previdnosti in povečani regulaciji pozabili na krizne čase in zopet začeli s podobnim obnašanjem – tveganim vlaganjem. Tudi po krizi leta 1929 je prišlo do opuščanja regulacije in večjega tveganja. Če oziroma ko se bo to zgodilo tudi po sedanjih krizi, bo investicijsko bančništvo zopet dobilo svoj zagon. Takrat pa bodo po mojem mnenju investicijske banke zopet dobile možnost za svoj vzpon. Vprašanje je le, za koliko časa?

LITERATURA IN VIRI

1. Alkalaj, M. (2008). Vrečko čez glavo! *Mladina*. Najdeno 10. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/tehdnik/200842/vrecko_vez_glavo
2. Bear Stearns Cos Inc. (2008, 14. oktober). *The New York Times*. Najdeno 22. julija 2009 na spletnem naslovu http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/bear_stearns_companies/index.html
3. Bernard, S. (2009, 10. september). Morgan Stanley CEO to inherit bank in transition. *WGAL.com*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.wgal.com/money/20838397/detail.html>
4. *Company history* (n.d.). Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.morganstanley.com/about/company/history.html>
5. Craig, S., Karnitschnig M. & Lucchetti A. (2008, 24. september). Buffet to invest \$5 billion in Goldman. *The Wall Street Journal*. Najdeno 27. september 2009 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB122220798359168765.html>
6. Craig, V. V. (2001). Merchant banking: Past and present. *FDIC Banking Review*, 14 (1), 29-36. Najdeno 22. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2001sep/br2001v14n1.pdf>
7. Direktorji AIG so se odpovedali bonusom (2009, 19. marec). *Delo.si*. Najdeno 27. septembra na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/77764>
8. Dolenc, P. (2001). Razvoj in posli investicijskega bančništva. *Naše gospodarstvo*, 47 (3/4), 278-295.
9. *Financial highlights [Goldman Sachs]* (2008). Najdeno 22. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/current/annual-reports/2008-annual-report.html#/financialHighlights>
10. Glavič, B. (2007, 21. december). Bear Stearns prvič doslej utrpel izgubo. *Dnevnik.si*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/288729
11. Goldman Sachs Group Inc. (2009, 6. julij). *The New York Times*. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/goldman_sachs_group_inc/index.html?scp=1-spot&sq=goldman%20sachs&st=cse
12. Heakal, R. (2009). What was the Glas-Steagall Act? *Investopedia*. Najdeno 20. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/03/071603.asp>
13. Hilsenrath, J., Paletta, D. & Lucchetti A. (2008, 22. september). Goldman, Morgan scrap Wall Street model, become banks in bid to ride out crisis. *The Wall Street Journal*. Najdeno 11. julija 2009 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB122202739111460721.html>

14. Is there a future? (2008, 18. september). *The Economist*. Najdeno 11. julija 2009 na spletnem naslovu
http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=12274054
15. Jenko, G. (2006). Integracija, regulacija in nadzor finančnega sistema (*magistrsko delo*). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Karmin, C. (2008, 23. september). Some investment banks may prosper. *The Wall Street Journal*. Najdeno 12. julija 2009 na spletnem naslovu
<http://online.wsj.com/article/SB122213378935565993.html>
17. Kenda, A. (2008, 23. september). Na Wall Streetu klecnili še dve banki. *Finance.si*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu
http://www.finance.si/224261/Na_Wall_Streetu_klecnili_%B9e_dve_banki
18. Kidwell D. S., Peterson R. L. & Blackwell D. W. (1997). *Financial institutions, markets, and money* (6th ed.). Fort Worth: The Dryden Press.
19. Klemenčič, V. (1991). Kaj je investicijsko bančništvo? *Gospodarski vestnik*, 40 (9), str. 18-19.
20. Lehman Brothers Holdings Inc (n.d.). *The New York Times*. Najdeno 22. julija 2009 na spletnem naslovu
http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/lehman_brothers_holdings_inc/index.html
21. Liaw, K. T. (2004). *Capital markets*. Mason, Ohio: Thomson/South-Western.
22. Liaw, K. T. (2006). *The business of investment banking: a comprehensive view*. (2nd ed.). Hoboken N. J.: John Wiley & Sons.
23. Merrill Lynch (2008, 15. september). *Bank of America buys Merrill Lynch, creating unique financial services firm*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu
http://www.ml.com/index.asp?id=7695_7696_8149_88278_106886_108117
24. Merrill Lynch & Company Inc. (2008, 9. oktober). *The New York Times*. Najdeno 22. julija 2009 na spletnem naslovu
http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/merrill_lynch_and_company/index.html?scp=1-spot&sq=merrill%20lynch&st=cse
25. More than just repairs (2009, 26. marec). *The Economist*. Najdeno 11. julija 2009 na spletnem naslovu
http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=13394576
26. Morgan Stanley (2009, 23. julij). *The New York Times*. Najdeno 25. julija 2009 na spletnem naslovu
http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/morgan_stanley/index.html?scp=1-spot&sq=morgan%20stanley&st=cse
27. O-STA (2009, 23. julij). Goldman Sachs vrnil 1,1 milijarde dolarjev, dobljenih iz programov TARP. *O-STA*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu
<http://www.o-sta.com/msg.php?id=4582>
28. Poredoš, R. (2009, 15. september). Propad banke Lehman Brothers poglobil krizo in pospešil njeno reševanje. *STA*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu

- <http://kr-og.sta.si/2009/09/propad-banke-lehman-brothers-poglobil-krizo-in-pospesil-njeno-resevanje/>
29. Roncal, J. (2008, 15. november). Investment banking and the future of wall street. *Articlebase*. Najdeno 10. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.articlesbase.com/investing-articles/investment-banking-and-the-future-of-wall-street-644147.html>
 30. Saunders, A. & Cornett M. M. (2006). *Financial institutions management: A risk management approach*. (5th ed., international ed.). New York: McGraw-Hill.
 31. Shorter, G. (2008, 26. marec). *Bear Stearns: Crisis and "rescue" for a major provider of mortgage-related products*. CRS report for Congress. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu http://assets.opencrs.com/rpts/RL34420_20080326.pdf
 32. STA (2008, 27. marec). Investicijskim bankam v ZDA se obeta večji nadzor. *Finance*. Najdeno 10. avgusta na spletnem naslovu http://www.finance.si/208554/Investicijskim_bankam_v_ZDA_se_obeta_ve%8ji_nadzor
 33. Surfing the cataclysm: Finding investment banking jobs in 2009 (2009, marec). Najdeno 24. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.careers-in-finance.com/ibjob09.htm>
 34. Šega, L. (1997). *Veliki moderni poslovni slovar: angleško-slovenski*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
 35. Troubled Asset Relief Program – TARP (n.d.). *Investopedia*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>
 36. Vojinovič, B. (2001). Investicijske bančne ustanove. *Naše gospodarstvo*, 47 (1/2), 116–130.
 37. White B. & Story L. (2008, 22. september). Last two big investment banks reinvent their businesses. *The New York Times*. Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/09/23/business/23invest.html>