

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA USTREZNOSTI BONITETNE ZAKONODAJNE
UREDITVE ZA INVESTICIJSKA PODJETJA**

Ljubljana, september 2016

DAMJAN BLATNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Damjan Blatnik, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza ustreznosti bonitetne zakonodajne ureditve za investicijska podjetja, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Jako Cepcem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 14. 9. 2016

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNI SISTEM IN REGULACIJA	4
2 REGULATORNA STRUKTURA IN TEORIJA EKONOMSKE REGULACIJE..	9
3 TRŽNE NEUČINKOVITOSTI.....	13
3.1 Asimetrija informacij	14
3.1.1 Nasprotna izbira	15
3.1.2 Moralni hazard.....	15
3.2 Ekonomija obsega nadzora.....	17
4 STROŠEK REGULACIJE	18
5 KOMPLEKSNOST FINANČNE REGULACIJE	21
6 SISTEM BONITETNEGA NADZORA INVESTICIJSKIH PODJETIJ	25
6.1 Baselski standardi.....	25
6.1.1 Basel I	26
6.1.2 Basel II.....	27
6.1.3 Basel III.....	28
6.1.4 Primerjava Basla III v ZDA / EU	30
7 EVROPSKI SISTEM REGULACIJE IN NADZORA	33
7.1 Evropski bančni organ (EBA)	35
7.2 Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB).....	37
7.3 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)	38
8 REGULATORNI OKVIR BONITETNEGA NADZORA.....	39
8.1 Opredelitev investicijskega podjetja	40
8.2 Drugačnost narave poslovanja investicijskih podjetij	42
8.3 Kapital in kapitalske zahteve.....	46
8.4 Operativno tveganje	47
8.5 Kreditno tveganje	51
8.6 Tržno tveganje.....	52
8.7 Sistemsko tveganje.....	54
8.7.1 Globalno sistemsko pomembne nebančne in nezavarovalne finančne institucije	57
8.8 Razkritja in poročanje	61
9 SPREMEMBE NA PODROČJU BONITETNE REGULACIJE.....	64
SKLEP	69
LITERATURA IN VIRI	73
PRILOGA	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Povečanje obsega zakonodajnega okvira na področju makrobonitetne zakonodaje finančnega sistema od leta 1988 do danes.....	24
Tabela 2: Poglavitne razlike pri implementaciji Basel III standarda v EU in ZDA	32
Tabela 3: Vrste investicijskih podjetij na podlagi določb Direktive 2013/36/EU	46
Tabela 4: Poslovna področja za izračun kapitalske zahteve za operativno tveganje po standardiziranem pristopu.....	49
Tabela 5: Merila in kazalniki za določitev drugih sistemsko pomembnih institucij	56
Tabela 6: Merila in kazalniki za določitev nebančnih in nezavarovalnih globalno sistemsko pomembnih finančnih institucij	59

KAZALO SLIK

Slika 1: Prenos sredstev skozi finančni sistem.....	5
Slika 2: Finančne institucije po institucionalnem kriteriju	6
Slika 3: Evropski sistem finančnega nadzora (ESFS).....	35

UVOD

Svetovna finančna kriza s svojimi začetki ob koncu leta 2007, predvsem pa v letu 2008 je ustvarila velike pritiske tako na delovanje gospodarstev, kot tudi na vlade in regulatorje po svetu. Da se podobne krize ne bi več dogajale so vlade začele z protikriznimi ukrepi, ki so med drugim vključevali tudi pripravo in implementacijo finančne zakonodaje, ki bi takšne situacije v prihodnje vsaj omilila, če ne že preprečila. Več mednarodnih organizacij, med njimi tudi mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF), je pokazalo prst na krivca za krizo, ki se je začela na ameriških tleh in se kasneje širila tudi na finančne trge razvijajočih se območij (Gray, Felman, Carvajal, & Jobst, 2011). Spet drugi krivca za krizo bolj vidijo v obnašanju posameznikov in kulturi okolja, kot pa v samem sistemu in finančnih instrumentih, ki so bili in so še danes na voljo udeležencem finančnih trgov (Mortreuil, 2000).

Končna posledica vseh kriznih dogodkov je povečana in mnogokrat pretirana regulacija posameznih področij. Predvsem zaradi pomembnosti delovanja finančnega sistema kot takega in njegovih udeležencev to še posebej velja na tem področju. Kljub temu, da je regulacija finančnega sistema nujno zlo, pa se v nekaterih primerih pokaže, da je ta bodisi nezadostna ali celo neustrezna in ne služi svojemu namenu v celoti. Odzivi na finančne krize in druge anomalije znotraj sistema terjajo hitre in učinkovite odzive, ki pa v poplavi regulacije, njenega medsebojnega prepletanja in navzkrižnega učinkovanja pogosto vodijo v nezaželene učinke za to ali ono stran.

Medtem ko tako teorija (Benston, 1999; Llewellyn, 1999a) kot tudi praksa¹ ne oporeka ciljem makrobonitetne zakonodaje na področju finančnih institucij, pa leti očitek predvsem na primernost tovrstne ureditve za nekatera manjša, sistemsko nepomembna investicijska podjetja, ki se tako po svoji velikosti, notranji organizaciji, naravi, obsegu in kompleksnosti svojega poslovanja ne morejo primerjati z večjimi in bolj zapletenimi kreditnimi institucijami (Evropski bančni organ, 2015). Kljub temu, da tako evropska kot tudi druga zakonodaja zasleduje princip proporcionalnosti, pa je sama vsebina takšne ureditve pogosto problematična, saj že v svoji zasnovi izhaja iz opravljanja bančnih storitev in tveganj, ki so jim kreditne institucije izpostavljene pri svojem poslovanju, pri tem pa v zadostni meri ne upošteva specifik, ki veljajo za storitve, ki jih opravljajo investicijska podjetja in tveganja, ki so jim tovrstne institucije pri tem izpostavljene.

Posebnosti poslovanja in iz njih izhajajoča tveganja namreč pri posameznih vrstah finančnih institucij terjajo različno obravnavo, saj je le na tak način mogoče uresničiti primarni cilj bonitetne ureditve, to je zagotavljati stabilnost finančnega sistema kot celote

¹Na področju bonitetne ureditve obstaja obsežen sklop regulative, ki ureja poslovanje investicijskih podjetij, kreditnih institucij in zavarovalnih institucij. Medtem ko je ureditev zavarovalnih institucij urejena ločeno z novo zavarovalno direktivo, pa kapitalna direktiva na enak način ureja bonitetni nadzor za kreditne institucije in investicijska podjetja. Predvsem analiza bonitetne regulacije slednjih bo predmet te naloge.

in nadzornikom finančnih trgov, finančnim institucijam ter njihovim deležnikom zagotoviti orodje za merjenje oziroma ocenjevanje tveganj, ki jih morajo prvi nadzirati in so jim drugi pri svojem poslovanju vsakodnevno izpostavljeni.

Namen magistrske naloge je analiza zakonodajnega okvira bonitetne regulacije investicijskih podjetij. Investicijska podjetja se po svoji dejavnosti, naravi poslovanja ter iz tega izhajajočih tveganj razlikujejo od depozitnih finančnih institucij, med katerimi so najbolj poznane kreditne institucije oziroma banke. Namen magistrske naloge je predstaviti predvsem zgodovinske spremembe zakonodaje, ki je na področju upravljanja s tveganji posegala na področje investicijskih podjetij, in ki je (in še vedno) izhaja predvsem iz bančnega področja. Predvsem narava poslovanja in iz nje izhajajoča tveganja pa se med obema vrstama finančnih institucij precej razlikujejo in je zato tudi iz tega razloga zakonodajno ureditev potrebno prilagoditi vsaki vrsti finančne institucije posebej.

Cilj magistrske naloge je prikazati, da bonitetna zakonodajna ureditev, ki so jo na področje finančnih institucij vnesli predvsem baselski standardi Banke za mednarodno poravnavo s sedežem v Švici (angl. *Bank for International Settlements*, v nadaljevanju BIS) in ki so bili kasneje skozi zakonodajni postopek na področju Evropske Unije (v nadaljevanju EU) implementirani preko nacionalnih zakonov, uredb, sklepov, priporočil, smernic in drugih dokumentov, ni vedno ustrezna za investicijska podjetja, saj je narava njihovega poslovanja in tveganja, ki so jim investicijska podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena, precej drugačna od poslovanja in tveganj, ki so jim izpostavljene kreditne institucije oziroma banke.

Bistven element, kot bomo videli v nadaljevanju, je namreč prav v naravi storitev, ki jih opravljata obe vrsti institucij. Medtem ko kreditne institucije opravljajo storitve in posle preko svoje premoženjske bilance in se s tem s svojim kapitalom izpostavljajo tveganjem, pa je poslovanje investicijskih podjetij predvsem agentske narave. Ročnostna transformacija sredstev in pa izpostavljenost kreditnemu in likvidnostnemu tveganju je značilna predvsem za poslovanje kreditnih institucij, manj pa za poslovanje investicijskih podjetij.

V magistrskem delu zagovarjam hipotezo, da je bonitetna finančna zakonodaja na mnogih mestih neprimerna in preveč kompleksna za mala in srednje velika investicijska podjetja, saj v mnogih primerih izhaja iz bančnega sistema, ni naravnana poslovanju investicijskih podjetij in neustrezno obravnava tveganja, ki so jim investicijska podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena. Obseg zakonodaje in njena kompleksnost povečuje vstopne ovire, kar posledično zmanjšuje konkurenčnost finančnega sistema ter povzroča višje transakcijske stroške za stranke. Iz trga izginjajo institucije, ki so se pred tem učinkovito in hitro odzivale na tržne spremembe. S tem se dodatno zmanjšuje funkcija prenosa sredstev med udeleženci finančnih trgov, ki je bistvena za njegovo nemoteno delovanje, oblikuje pa

se finančni sektor, na katerem čedalje bolj prevladuje predvsem poslovanje preko kreditnih institucij, vloga kapitalskega trga in posrednikov na njem pa je manj pomembna.

Pri izdelavi magistrskega dela bodo uporabljene različne metode dela. Delo temelji predvsem na poglobljenem in znanstvenem pristopu obravnavane tematike, ki zajema proučevanje obstoječe aktualne literature in virov s tega področja ter navezovanje na ugotovitve različnih avtorjev, ki so tematiko regulacije in investicijskih podjetij obravnavali v svojih publikacijah. Delo vključuje metodo deskripcije, kjer opisujem vsebino in ozadje nastanka bonitetne zakonodaje investicijskih podjetij, kot jo poznamo danes. Metoda klasifikacije zajema opredelitev in razvrstitev osnovnih pojmov, ki sem jih pri pripravi tega magistrskega dela uporabil za lažjo ponazoritev posameznih dejstev ter metodo primerjave, kjer vlečem vzporednice z nekaterimi drugimi sistemi, ki obstajajo bodisi v drugih državah bodisi znotraj finančnega sistema.

V prvem delu na kratko predstavljam delovanje finančnega trga, funkcije in udeležence, ki se na finančnem trgu pojavljajo in si med seboj konkurirajo. Pri tem je na kratko predstavljena teorija ekonomske regulacije ter regulacija finančnega sistema. Zakaj je regulacija finančnega sistema sploh potrebna je opisano v tretjem poglavju tega dela, kjer je v ospredje postavljena predvsem problematika tržnih neučinkovitosti, to je asimetrije informacij, moralnega hazarda in ekonomije obsega nadzora.

Magistrsko nalogo nadaljujem s pregledom kompleksnosti finančne regulacije in stroškov, ki so z implementacijo le te povezani. V tem delu ugotavljam, da je zakonodajno breme še posebej veliko za manjše in srednje velike družbe, kamor sodi velika večina investicijskih podjetij. Strošek implementacije, izvajanja oziroma spoštovanja (bonitetne) zakonodaje je precejšen tako s kadrovskega, kot tudi finančnega vidika. Navedenemu delu magistrske naloge v nadaljevanju sledi opis sistema bonitetnega nadzora, ki velja za investicijska podjetja, ki pa ga začnemo s prikazom vloge in pomena baselskih standardov. Slednji so namreč položili temelje bonitetne zakonodajne ureditve tudi za investicijska podjetja.

V tretjem delu naloge je podrobneje predstavljen evropski sistem regulacije in nadzora finančnega sistema, v okviru katerega so predstavljeni nekateri pomembnejši regulatorji, ki določajo oziroma soustvarjajo pravila na področju bonitetne oziroma kapitalske ureditve kreditnih institucij in investicijskih podjetij. Na tem mestu je na kratko predstavljeno delovanje evropskega sistema finančnega nadzora (angl. *European System of Financial Supervision*, v nadaljevanju ESFS), ki med drugim vključuje tudi Evropski bančni organ (angl. *European Banking Authority*, v nadaljevanju EBA), Evropski organ za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities Market Authority*, v nadaljevanju ESMA), Združeni odbor (angl. *Joint Committee*, v nadaljevanju JC) ter Evropski odbor za sistemska tveganja (angl. *European Systemic Risk Board*, v nadaljevanju ESRB).

Poglavje zaključujem s krajšo predstavitevijo sistema regulacije v Republiki Sloveniji, kjer je, vezano na bonitetni nadzor investicijskih podjetij, predstavljena tudi vloga Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATPV).

Poglavje o regulatornem okviru bonitetnega nadzora predstavlja jedro proučevanja te magistrske naloge. Skozi proučevano literaturo, primerjavo med različnimi sistemi in tipi finančnih institucij prikazujem vpliv bonitetne zakonodaje na poslovanje investicijskih podjetij. Zato to poglavje prikazuje naravo poslovanja investicijskih podjetij ter njihovo izpostavljenost tveganjem. Skozi predstavljeno analizo proučevane problematike je po posameznih vrstah tveganj in elementih bonitetnega nadzora, ki med drugim vključuje tudi procesa internega ocenjevanja kapitalske ustreznosti in nadzorniškega pregledovanja, prikazana, v mnogih delih neustrezna, ureditev makrobonitetne regulacije investicijskih podjetij ter posledice, ki jih takšna regulacija ima na njihovo poslovanje.

V tem delu magistrske naloge tako predstavljam (ne)ustreznost bonitetne ureditve investicijskih podjetij z vidika kapitala in kapitalskih zahtev, operativnega, tržnega in kreditnega tveganja ter (ne)pomembnosti systemskega tveganja za investicijska podjetja. Ker na tako imenovanem prvem stebru bonitetne ureditve, ki zajema predvsem izračunavanje kapitalskih zahtev posamezne institucije temeljita tudi tako imenovani drugi (proces internega ocenjevanja notranjega kapitala in nadzorniško pregledovanje) in tretji steber (tržna disciplina) bonitetnega nadzora, sta tudi slednja pogosto poslovanju investicijskih podjetij neprilagojena ter v večih delih nepotrebno prekompleksna in za izvajanje prezahtevna.

V poglavju je opravljen pregled aktualnih dogajanj na področju bonitetne regulacije investicijskih podjetij in analiza zadnjega poročila EBA, ki je bil objavljen na poziv Evropske Komisije v zvezi s primernostjo bonitetnega nadzora nad investicijskimi podjetji. Ta je namreč, tudi zgodovinsko gledano, bil v prvi vrsti zaradi narave njihovega poslovanja in tveganj namenjen predvsem mednarodno aktivnim kreditnim institucijam. Nalogo v tem delu zaključujem s prikazom predloga nove ureditve tega področja.

Zadnji del magistrske naloge predstavlja sklepne ugotovitve in odgovore na vprašanja, zastavljene v tej nalogi. Delo se zaključi z navedbo literature in virov, ki je bila uporabljena pri pripravi tega zaključnega dela, v prilogi pa se nahaja seznam kratic, ki so bile v besedilu uporabljene.

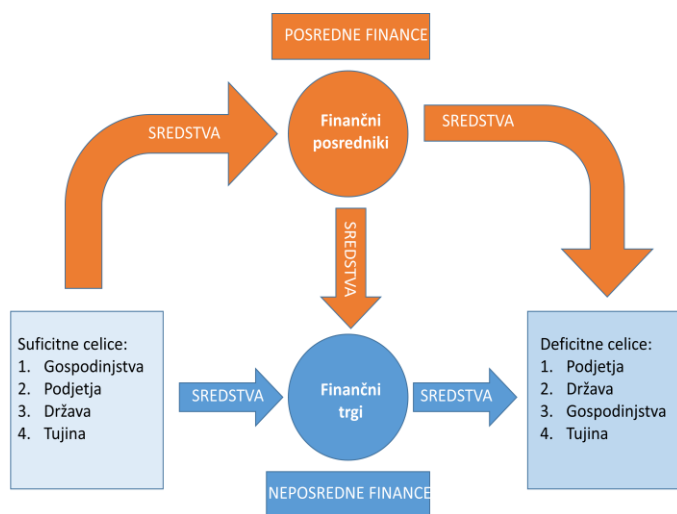
1 FINANČNI SISTEM IN REGULACIJA

Stabilen finančni sistem zagotavlja učinkovito alokacijo sredstev, s tem podpira gospodarsko rast ter hkrati zagotavlja nujne dejavnosti kot so plačilne storitve in prenos tveganj med posameznimi udeleženci finančnega sistema. Predvsem slednjemu prispevajo

tako depozitne, kot tudi nedepozitne finančne institucije (Furse, 2014). Gospodarstvo dandanes ne more učinkovito delovati brez finančnih posrednikov, ki zagotavljajo prenos sredstev od oseb s presežki do oseb, ki ta sredstva potrebujejo za financiranje svojega poslovanja. Kljub temu so finančni trgi nagnjeni k občasnim nihanjem, ki lahko porušijo njihovo normalno delovanje, posledice tega pa navadno občuti tudi realno gospodarstvo (Davies & Green, 2008).

Tako depozitne kot nedepozitne finančne institucije skrbijo za prenos finančnih sredstev od subjektov, ki razpolagajo s presežki finančnega premoženja k tistim, ki takšna sredstva potrebujejo za financiranje svojega poslovanja ali za druge potrebe. Shematični prikaz funkcioniranja finančnih trgov je prikazan v Sliki 1. Izmenjava sredstev lahko poteka bodisi neposredno med suficitnimi in deficitnimi celicami (neposredne finance) ali pa posredno preko finančnih posrednikov, ki združujejo ponudbo in povpraševanje (posredne finance) in tako s svojimi storitvami preko ekonomij obsega zagotavljajo zniževanje transakcijskih stroškov in tveganj, ki bi jim drugače bili udeleženci finančnih trgov izpostavljeni (Mishkin, 2010).

Slika 1: Prenos sredstev skozi finančni sistem



Vir: Povzeto in prirejeno po F. S. Mishkin, The Economics of Money, Banking & Financial Market, 2010, str. 24.

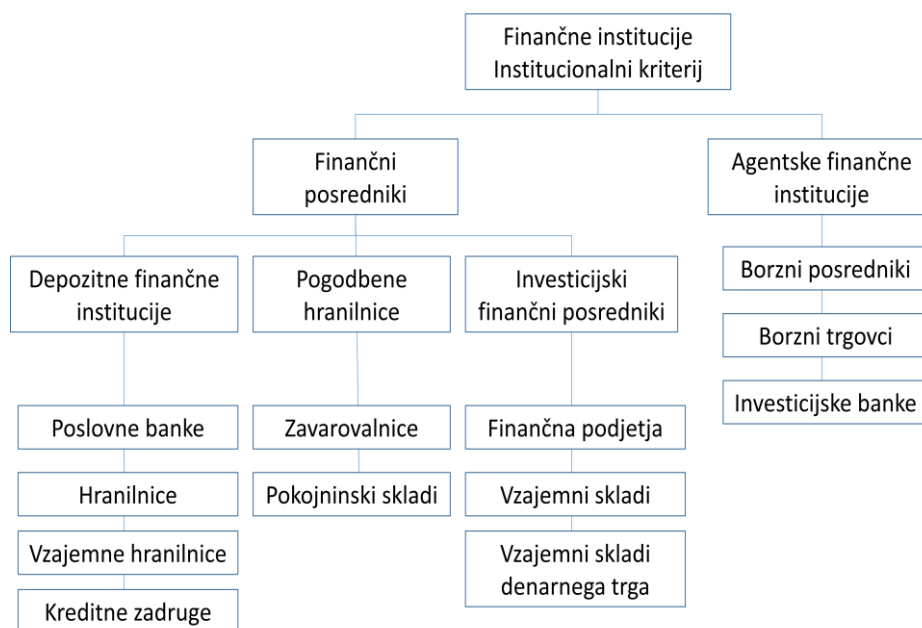
Finančne institucije so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli, to je proizvajajo in prodajajo finančne oblike oziroma storitve. Finančne institucije kot udeležence finančnega trga lahko razdelimo po več kriterijih. Najpogostejša sta funkcionalni in institucionalni kriterij, kjer po prvem finančne institucije delimo glede na njihovo vlogo pri emisiji denarja in jih tako delimo na denarne in nedenarne finančne institucije, po institucionalnem kriteriju pa finančne institucije delimo glede na obliko prenosa finančnih prihrankov na običajne finančne posrednike, ki navadno poslujejo v svojem imenu in za svoj račun ter na

agentske finančne posrednike, ki poslujejo v imenu ali za račun drugih (Štiblar, 2013). Shematični prikaz finančnih institucij po institucionalnem kriteriju je prikazan v Sliki 2.

Kljub njenemu imenu, investicijska banka, ki je predvsem ameriški izraz v našem primeru ne predstavlja običajne depozitne institucije, ki bi sprejemala depozite od javnosti in dajala kredite, pač pa predstavlja tip finančnega posrednika, ki podjetjem pomaga pri izdaji finančnih instrumentov, sodeluje pri storitvah primarne oziroma nadaljnje prodaje takšnih instrumentov javnosti, svetuje podjetjem glede kapitalske sestave, poslovne strategije in sorodnih zadev ter ponuja svoja znanja in izkušnje s področja združitvev in nakupov podjetij ter hkrati pogosto posluje s strankami v svojem imenu in za svoj račun kot vzdrževalec likvidnosti (angl. *market maker*) (Mishkin, 2010).

Medtem ko shematika v Sliki 2 predstavlja predvsem anglosaksonski sistem razvitega tržnega sistema, pa v kontinentalnem sistemu, ki ga pozna pretežni del EU, poslovne banke najdemo predvsem pod nazivom kreditnih institucij oziroma univerzalnih bank, agentske finančne institucije pa predvsem pod nazivom investicijska podjetja. Navedeno pojmovanje bomo uporabljali tudi v nadaljevanju te naloge.

Slika 2: Finančne institucije po institucionalnem kriteriju



Vir: F. Štiblar, *Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli: stebri finančnega sistema samostojne Slovenije*, 2013, str. 39.

Finančni posredniki se vrivajo med končne posojilodajalce in končne posojilojemalce in se zaradi njihovega posredništva poveča njihova premoženjska bilanca. Pri prehodu sredstev od posojilodajalcev do posojilojemalcev gre za tako imenovano preoblikovanje aktive

(angl. *asset qualitative transformation*), obseg posredništva takšnih finančnih posrednikov pa se kaže v velikosti njihove premoženjske bilance. Na drugi strani so agentski finančni posredniki predvsem institucije trga vrednostnih papirjev, ki poslujejo v imenu oziroma za račun drugih, njihova naloga pa je, da olajšajo oziroma omogočajo posojilodajalcem in posojilojemalcem, da se najdejo. Sredstva se prenašajo neposredno od posojilodajalcev na posojilojemalce in zato sodi ta pretok sredstev k neposrednim financam, kjer pretok sredstev teče preko finančnih trgov (Ribnikar, 1999).

Če med najpomembnejše finančne posrednike štejemo kreditne institucije, kamor pri nas sodijo banke in hranilnice ter druge nebančne finančne posrednike, pa so pri neposrednih financah, primarnih in sekundarnih trgih finančnih instrumentov pomembne tudi agentske finančne institucije oziroma finančne institucije trga vrednostnih papirjev, kamor Ribnikar (1999) uvršča predvsem investicijske banke in borzne posrednike. Mi bomo slednje v tem delu poimenovali investicijska podjetja.

Pomembnost vloge nedepozitnih (tudi agentskih) finančnih institucij priznava več avtorjev (Ofoeda, Abor, & Adjasi, 2012). Nedepozitne finančne institucije, med katere sodijo tudi investicijska podjetja pogosto izpolnjujejo vrzeli v finančnem sistemu s ponujanjem finančnih storitev, ki bodisi niso primerne za depozitne institucije z vidika vsebovanih tveganj ali pa zapolnjujejo vrzeli v posameznih segmentih trga. To jim omogoča predvsem njihova majhnost, specializiranost in prilagodljivost.

Delovanje nedepozitnih finančnih institucij povečuje konkurenčnost ter globino finančnega trga na katerem te institucije delujejo. Kot je v nagovoru pojasnil predsednik Odbora zveznih rezerv (angl. *Federal Reserve Board*, v nadaljevanju FED) Alan Greenspan z zmanjševanjem koncentracije in alternativno ponudbo možnosti financiranja povečujejo odpornost finančnega sistema na ekonomske pretrese in nudijo »rezervno pnevmatiko« (angl. *spare tire*), kadar je to potrebno. Nedepozitne finančne institucije nudijo alternativo financiranju preko bančnega sistema ter hkrati povečujejo konkurenčnost finančnega sistema samega (Remarks by Chairman Alan Greenspan, 2016).

Ganioğlu (2007) pri tem ugotavlja, da finančna liberalizacija, skupaj s slabo zastavljenim makrobonitetnim nadzorom lahko rezultira v prevelikem prevzemanju tveganj s strani finančnih posrednikov in posledično v krizi finančnega sistema. Prav slaba makrobonitetna regulacija in nadzor sta bila po mnenju avtorja eden izmed mnogih krivcev za nastanek finančnih kriz po vsem svetu. Svetovna banka v svojem poročilu iz leta 2012 za bančni sektor celo ugotavlja, da kljub temu, da so posamezne države močno reformirale zakonodajni okvir bančnega sektorja, iz opravljene analize ne izhaja, da so bile te reforme opravljene v pravo smer. Kljub temu, da so nekatere države sledile smernicam Baselskega odbora za bančni nadzor (angl. *Basel Committee on Banking Supervision*, v nadaljevanju BCBS), namreč obstoječi podatki ne kažejo izboljšanja stabilnosti bančnega sistema,

povečane učinkovitosti posredovalne funkcije in zmanjšane korupcije (Barth, Caprio, & Levine, 2012).

Chaudary in Salvador-Adebayo (2014) navajata, da zadnja finančna kriza ni bila posledica pretirane regulacije, temveč pomanjkanja pravilne rabe obstoječe. Na voljo naj bi namreč bilo dovolj mehanizmov s katerimi bi lahko dovolj zgodaj zaznali nastale težave, vendar pa je v poplavi vseh možnih ukrepov težko izbrati tistega (ali ustrezno kombinacijo teh), ki v danem trenutku dajo odgovor na vsa pereča vprašanja.

Nasprotno Stiglitz v knjigi *Whither Socialism?* zagovarja stališče, da so kapitalski trgi v nekaterih državah že po definiciji neučinkoviti ter da je alokacija kapitala preko bančnega sektorja mnogo bolj učinkovita (Stiglitz, 1995). Učinkovit sistem sekundarnega trga finančnih instrumentov namreč zahteva določen nivo likvidnosti, ki pa jo je na manjših trgih, še posebej tako majhnih, kot je slovenski, zelo težko doseči. Učinkovitosti trga spet nekateri drugi avtorji ne problematizirajo, kar pa še ne pomeni, da je slovenski kapitalski trg za narodno gospodarstvo dovolj koristen (Štiblar, 2013).

Predmet magistrskega dela so, skladno s prej omenjenim, predvsem agentski finančni posredniki, znotraj teh pa investicijska podjetja, ki pa lahko v skladu s pridobljenimi dovoljenji opravljajo posle tudi v svojem imenu in za svoj račun. Obseg slednjih je, razen v primerih, ko gre za res velika, sistemska pomembna investicijska podjetja oziroma večje investicijske banke, praviloma manjši, predvsem zaradi nižje višine kapitala, ki tem subjektom onemogoča pretirano izpostavljenost različnim vrstam tveganj, ki so jim pri svojem poslovanju te institucije lahko izpostavljene.

Depozitne finančne institucije oziroma običajni finančni posredniki se od nedepozitnih finančnih institucij oziroma agentskih finančnih institucij razlikujejo tako po storitvah, ki jih opravljajo za svoje komitente ter posledično tudi glede narave tveganj, ki so jim tovrstne finančne institucije pri svojem poslovanju izpostavljene. Poudarek razlikovanju med depozitnimi in nedepozitnimi finančnimi institucijami daje Bailey (2016), ki navaja, da regulacijo depozitnih (ter posredno tudi nedepozitnih) institucij primarno določa storitev sprejemanja depozitov od javnosti ter na drugi strani dajanje kreditov ter opravljanje ročnostne transformacije sredstev, ki se opravlja v tem procesu. V ta namen se vzpostavlja regulacija, ki zadeva kapitalsko ustreznost in dolgoročno likvidnost oziroma solventnost takšnih institucij.

Na drugi strani učinkovitost in robustnost nedepozitnih finančnih institucij (kot na primer upravljavcev premoženja in investicijskih podjetij) določajo predvsem jasnost politike upravljanja ter razkritja strankam glede likvidnosti in donosnosti premoženja strank. Kapitalska ustreznost in likvidnost sta bili pri nadzoru tovrstnih institucij, tudi zgodovinsko gledano, manj pomembni (Bailey, 2016).

2 REGULATORNA STRUKTURA IN TEORIJA EKONOMSKE REGULACIJE

Regulacija predstavlja pravila in postopke, ki urejajo delovanje posameznih področij ali subjektov (Regulation, 2016). Pomeni vzpostavitev pravil vedenja posameznikov in jo je potrebno razlikovati od pojmov spremljanja in nadzora (Llewellyn, 1999b). Spremljanje (angl. *monitoring*) namreč pomeni opazovanje ali so takšna pravila spoštovana, nadzor (angl. *surveillance*) pa splošno preverjanje obnašanja finančnih institucij (Llewellyn, 1999a).

Pod pojmom regulatorna struktura (angl. *regulatory structure*) pojmuje način porazdelitve nadzorniških in regulatornih funkcij med posamezne institucije. Osnovna delitev regulatorne strukture zajema delitev med strukturo, osredotočeno na posamezne vrste finančnih institucij (kreditne institucije, zavarovalnice, investicijska podjetja) ter strukturo, ki se osredotoča na omejevanje dejavnikov neučinkovitosti trga (angl. *market failures*), ki se pojavljajo v obliki proti konkurenčnega delovanja, nepoštenega obnašanja tržnih udeležencev, asimetrije informacij in systemske nestabilnosti. (Carmichael, 2002). Nekatere izmed prej navedenih tržnih neučinkovitosti podrobneje obravnavamo v tretjem poglavju te naloge.

Stabilen in učinkovit sistem finančnih trgov in institucij ima pozitiven učinek na delovanje gospodarstva posamezne države, saj institucije v takšnem sistemu pripomorejo k formaciji kapitala, učinkovitosti in alokaciji kapitalskih resursov med posameznimi deležniki, hkrati pa takšen sistem ustvarja tudi zaupanje vlagateljev v samo integriteto finančnega sistema, ki še dodatno krepi njegovo stabilnost (Llewellyn, 2006).

Z uporabo javnih resursov in vzvodov za izboljšanje ekonomskega statusa posameznih deležnikov oziroma skupin (model povpraševanja po regulaciji) ter karakteristiko političnega procesa, ki manjšim skupinam omogoča dosego njihovih ciljev skozi sprejemanje ustrezne zakonodaje (model ponudbe regulacije) se je v osemdesetih letih prejšnjega stoletja ukvarjal ameriški ekonomist, prejemnik Nobelove nagrade in predstavnik Čikaške ekonomske šole, George Joseph Stigler.

V delu *The theory of economic regulation* (Stigler, 1971) avtor zagovarja stališče, da je naloga teorije ekonomske regulacije pojasniti, kdo bo prejemnik koristi ali bremena regulacije, kakšno obliko bo slednja zajela in kakšen vpliv bo regulacija imela na razporeditev resursov. Stigler razvije tezo, da regulacijo oblikuje manjša homogena skupina dobro organiziranih posameznikov s skupnimi interesi (npr. večje korporacije) in je zato posledično regulacija prilagojena njihovim željam in potrebam.

Takšne homogene skupine uporabijo moč države, da preko regulacije prisili (angl. *coerce*) ostale posameznike k upoštevanju enakih pravil. Ker je posameznik racionalna oseba, bo ta skušal moč prisile izrabiti za zasledovanje lastnih interesov. Ker pa takšno udejstvovanje povzroča precejšnje stroške, pri izrabi takšnega sistema uspevajo zgolj homogene, dobro organizirane in finančno dobro stoječe skupine, posamezniki pa se zaradi svoje marginalne vloge v proces oblikovanja in sprejemanja regulacije ne vključujejo iz racionalnih razlogov (Stigler, 1971).

Stigler tako zagovarja tezo, da interesi podjetij pri oblikovanju regulacije vedno prevladajo nad interesi potrošnikov. Vsaka industrija z dovolj politične moči bo zasledovala princip omejevanja vstopa nove konkurence na trg (avtor podaja primer licenciranja posameznih poklicev, princip, ki ga najdemo tudi v finančni industriji na primeru članov uprav, nadzornih svetov, borznih posrednikov in drugje tudi oseb, ki na primer skrbijo za skladnost poslovanja), regulacija pa bo oblikovana na način, da zavira stopnje rasti novih konkurentov. Strošek regulacije pa se povečuje z obsegom industrije, ki takšno regulacijo zahteva (Stigler, 1971).

Kritike Stiglerjeve teorije ekonomske regulacije se nanašajo predvsem na to, da je regulacija opazovana zgolj z vidika povpraševanja po regulaciji, zanemarljivo pa se vidik ponudbe oziroma pogled regulatorja samega. Prav s slednjim avtor pride do, v realnosti ne vedno pravilnega zaključka, da so potrošniki vedno na slabšem, prav tako pa ne pojasnjuje razlogov zakaj zakonodajalec občasno sprejema tudi zakone, ki so v škodo večjim podjetjem oziroma zakone, ki zmanjšujejo vstopne ovire. Stiglerjevo teorijo je leta 1976 dopolnil Sam Peltzman (Peltzman, 1976).

Peltzman se je v članku z naslovom *Toward a more general theory of regulation* osredotočal tudi na ponudbeno stran regulacije. Po Peltzmanu (1976) regulacija skrbi za redistribucijo premoženja. Ker zakonodajalec želi ostati na svojem položaju, bo ta pisal zakonodajo, ki bo maksimizirala politično podporo, ki jo nudijo interesne skupine v zameno za njim prilagojeno zakonodajo. Politična podpora je lahko izražena v denarju ali glasovih. Če predlagana zakonodaja na primer povečuje cene proizvodov, bo to povečevalo koristi ponudnikom (večji dobički), ti pa bodo v zameno oddali tudi večje število glasov. Na nasprotni strani bodo potrošniki za takšne proizvode plačevali več, zaradi česar bodo podporo (in posledično glasove) takšnim ukrepom odrekli. Zakonodajalec bo zato vseskozi tehtal koristi enih in drugih in pri sprejemanju regulacije maksimiral možnost (ponovne) izvolitve (Peltzman, 1976).

Če sta tako Stigler (1971) kot Peltzman (1989) predstavnika teorije regulacije zasebnega interesa (angl. *private interest theory of regulation*), ki zagovarja stališče, da je regulatorno posredovanje rezultat močnih interesnih skupin ali posameznikov, ki s svojim delovanjem vplivajo na politike in regulatorje, da bi si s tem pridobili korist na račun razpršenih in

manj vplivnih skupin, pa sta Joskov in Noll (1981) predstavnika teorije regulacije javnega interesa (angl. *public interest theory of regulation*) in zagovarjata stališče, da je nastanek nove regulacije posledica varovanja javnosti na splošno (Joskow & Noll, 1981).

Obstaja več vrst razlogov, zakaj je regulacija finančnih trgov sploh potrebna. Mednje sodijo predvsem dejavniki, ki lahko vplivajo na stabilnost finančnega sistema kot celote oziroma vplivajo na neetično vedenje posameznikov. Med te dejavnike sodijo negativne eksternalije, monopolne/oligopolne strukture, problematika principala in agenta, vstopne oziroma izstopne ovire, neenakomerna obveščenost deležnikov ter javno dobro in integriteta finančnih trgov (Chaudary & Salvador-Adebayo, 2014). Mishkin (2010) prav tako navaja, da razlogi za regulacijo finančnega sistema tičijo predvsem v zagotavljanju enakomerne obveščenosti vseh udeležencev na finančnih trgih ter zagotovitvi trdnosti finančnega sistema.

DiGiorgio, DiNoia & L. Piatti (2000) navajajo tri cilje regulacije finančnih trgov:

- spodbujanje makroekonomske in mikroekonomske stabilnosti,
- zagotavljanje učinkovitosti delovanja trga, finančnih posrednikov ter varnosti vlagateljev ter
- zaščita in spodbujanje konkurence med finančnimi posredniki.

Spet drugi (Benston, 2000) navajajo varstvo vlagateljev kot vzrok oziroma opravičilo za regulacijo finančnih posrednikov in produktov, pri čemer navajajo šest ciljev, ki jih zasleduje finančna regulacija:

- zagotavljati zaupanje vlagateljev v delovanje finančnega sistema,
- zagotavljati neprekinjeno in nemoteno delovanje finančnih družb, katerih stranke so vlagatelji,
- da vlagatelji prejmejo zadostne in poštene informacije na podlagi katerih lahko sprejmejo ustrezne odločitve,
- zagotavljati pošteno oblikovanje cen finančnih storitev,
- obvarovati vlagatelje pred nepoštenimi poslovnimi praksami, zlorabami in zavajajočimi predstavitvami ter
- preprečiti diskriminacijo posameznih udeležencev finančnih trgov.

Tudi Wallison (2005) navaja dejavnike, ki so zgodovinsko vodili v regulacijo depozitnih institucij, kot so na primer kreditne institucije oziroma banke. Avtor tako med drugim navaja nestabilnost delovanja bank, ki jo ustvarja ročnostna transformacija sredstev, ki jo kreditna institucija opravlja s sprejemanjem navadno kratkoročnih depozitov ter dajanjem navadno dolgoročnih kreditov, zavarovanje depozitnih vlog, ki ustvarja problem moralnega hazarda ter pomembnost centralne banke in njene funkcije posojilodajalca v

skrajni sili (angl. *lender of last resort*). V ospredje je postavljena tudi pomembnost delovanja plačilnega sistema, katerega del so kreditne institucije in ki opravlja vlogo prenosa sredstev med posameznimi deležniki tega sistema. Kljub temu avtor opozarja, da, posamezno, nobeden izmed teh razlogov ne daje zadostnih in utemeljenih razlogov za regulacijo takšnih institucij.

Kot eden izmed mehanizmov za preprečitev ali omejitev vpliva sistemskega tveganja na delovanje kapitalskih trgov in realnega gospodarstva nekateri avtorji (Chaudary & Salvador-Adebayo, 2014) opozarjajo predvsem na pomembnost makrobonitetne zakonodaje, kapitalskih zahtev, kot jih določajo Baselski standardi, regulacije likvidnostnega tveganja, pomembnost rezerv kreditnih institucij, ki jih te hranijo pri centralnih bankah, zmanjševanje tveganja nasprotne stranke (angl. *counterparty risk*) in funkcijo posojilodajalca v skrajni sili.

Na podlagi zagotavljanja učinkovitosti delovanja trga oziroma omejevanja negativnih učinkov oziroma eksternalij Llewellyn (2006) loči štiri področja regulacije in nadzora:

- makrobonitetna regulacija, ki se osredotoča na varnost in stabilnost posameznih finančnih institucij, kot so kreditne institucije, zavarovalnice, institucije trga finančnih instrumentov oziroma institucije vključene znotraj finančnega konglomerata ter v zvezi s tem preprečuje oziroma zmanjšuje asimetrijo informacij na trgu,
- sistemska regulacija in nadzor, ki je oblikovana z namenom nadzora nad stabilnostjo finančnega sistema kot celote, s posebnim poudarkom na bančnem in plačilnem sistemu,
- regulacija varstva potrošnikov, ki se osredotoča na pravila poslovanja posameznih finančnih institucij in zagotavljanju varstva vlagateljev pred neučinkovitostmi trga, ki jih povzročajo asimetrija informacij in slabe prakse finančnih institucij ter
- regulacija, ki zagotavlja čim večjo konkurenco na finančnih trgih in preprečuje prakse, ki konkurenčnost zmanjšujejo.

Nenadzorovani in neregulirani finančni trgi in institucije namreč dajejo neoptimalne rezultate zaradi tržnih struktur, ki pogosto omejujejo konkurenčnost igralcev na takšnih trgih, informacijskih asimetrij, negativnih eksternalij, vpliva takšnih institucij na sistemsko nestabilnost in nenazadnje tudi zaradi kršitev dolžnega ravnanja oseb (angl. *misconduct*), ki delujejo v posameznih finančnih institucijah (Carmichael, 2004).

Z vidika makrobonitetne in sistemske regulacije, ki sta predmet te naloge, je potrebno obravnavati predvsem določene neučinkovitosti trga, zaradi katerih je regulacija finančnega sistema sploh potrebna. Kot bomo videli v nadaljevanju, se skuša na ravnanja in motive (angl. *incentives*) tržnih udeležencev vplivati predvsem z določanjem dodatnih omejitev v obliki kapitalskih količnikov in likvidnostnih zahtev, zahtev glede sposobnosti

in primernosti organov vodenja in nadzora (angl. *fit and proper*) in določb glede razkritij. Več o nekaterih pomembnejših tržnih neučinkovitostih v poglavju, ki sledi.

3 TRŽNE NEUČINKOVITOSTI

Makrobonitetna in sistemska regulacija skuša vplivati na vedenje posameznikov in zmanjševati nekatere neučinkovitosti trga pri tem. V nadaljevanju te naloge se osredotočamo predvsem na problematiko asimetrije informacij, ki ima za posledico dva tipa tržne neučinkovitosti, in sicer problem nasprotne izbire (angl. *adverse selection*) in moralnega hazarda, in ekonomij obsega nadzora nad finančnimi institucijami, problematiko, ki naj bi bila povod za pripravo in implementacijo bonitetne zakonodaje.

Bonitetna regulacija, ki vključuje tudi kapitalske in likvidnostne standarde, bi morala biti namreč zgrajena na način, da povečuje zaupanje v delovanje finančnih trgov in ustvarja okolje, v katerem lahko (investicijska) podjetja brez negativnih posledic na delovanje trgov, drugih udeležencev trga in vlagateljev prenehajo s svojim poslovanjem (Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 1989).

Llewellyn (1999b) navaja sedem komponent, ki po njegovem mnenju opravičujejo razloge za regulacijo finančnega sistema. Med te razloge sodijo:

- sistemske težave povezane z negativnimi eksternalijami, kot posebno obliko tržne neučinkovitosti,
- odpravljanje preostalih tržnih neučinkovitosti in napak,
- potreba po nadzoru finančnih institucij in ekonomij obsega, ki obstajajo oziroma nastajajo v tej branži,
- potreba po zaupanju potrošnikov, ki ima za posledico pozitivne učinke na delovanje sistema,
- obnašanje finančnih institucij, ki je v nasprotju s pričakovanji potrošnikov (angl. *grid lock potential*) ter s tem povezana asimetrija informacij in moralni hazard,
- moralni hazard ter z njim povezani ukrepi kot so ukrepi centralne banke v vlogi posojilodajalca v skrajni sili, jamstvene in druge oblike shem, namenjene varstvu potrošnikov ter
- zahteva potrošnikov po več in boljši regulaciji z namenom ustvarjanja zaupanja v delovanje finančnega sistema in zniževanja transakcijskih stroškov.

Ker potrošniki ne razpolagajo z zadostnimi informacijami in zato niso v položaju, da bi lahko ustrezno ocenili varnost in stabilnost poslovanja posamezne finančne institucije, ker je za finančne institucije pogosto značilno, da opravljajo vlogo posrednika, za katerega velja teorija principala in agenta, kjer so motivi prvega različni od motivov drugega, ker je prava vrednost sklenjene pogodbe lahko določena šele s prihodnjim ravnanjem finančne

institucije in ker je poslovanje tovrstnih institucij podvrženo različnim oblikam zavarovanj (angl. *safety nets*), ki ustvarjajo problem moralnega hazarda, je potrebno od takšnih institucij zahtevati določene minimalne standarde ravnanja, ki pa jih je mogoče določiti zgolj »od zunaj«, v obliki regulacije. Motivi za samoregulacijo s strani finančnih institucij namreč niso zadostni ali pa ti v nekaterih primerih celo ne obstajajo.

V okolju popolne konkurence brez informacijskih asimetrij, negativnih eksternalij, konflikta interesov in težav v relaciji principal-agent je tudi regulacija nepotrebna in ustvarja dodatne stroške za potrošnike oziroma vlagatelje. V okolju, kjer temu ni tako pa velja, da končni rezultat ni optimalen in je zato regulacija tega področja potrebna. Temeljni cilj regulacije je varstvo potrošnikov in drugih deležnikov, ki pa ga je mogoče doseči z odpravo (ali vsaj omilitvijo) tržnih neravnovesij, ki jih povzročata narava pogodb, ki jih sklepajo udeleženci na finančnih trgih in posredniška vloga, ki jo takšne institucije zavzemajo pri svojem poslovanju. Navedeno se odraža v nekaterih neučinkovitostih trga, ki jih je potrebno zmanjševati. Nekatere pomembnejše izmed njih so predstavljene v nadaljevanju.

3.1 Asimetrija informacij

Zmanjšano zaupanje potrošnikov oziroma vlagateljev lahko vodi v nižji obseg povpraševanja po finančnih storitvah. Tako imenovana problematika asimetrije informacij, ko ima na eni strani ponudnik (finančnih) storitev več znanja in večji nabor informacij, kot z njimi razpolaga stranka, kupec, uporabnik (finančnih) storitev, lahko vodi do situacije, ko je na trgu težko, če že ne nemogoče, razlikovati med primernimi in neprimernimi storitvami, produkti ali celo ponudniki le teh. V določenih primerih se tveganju nenaklonjeni vlagatelji iz trga lahko popolnoma umaknejo in ponudnikom storitev ostanejo zgolj tveganju naklonjene stranke oziroma špekulanti, na strani ponudbe pa posledično bolj agresivni ponudniki z nepoštenimi poslovnimi praksami iz trga izrivajo ostale ponudnike.

Potrošniki zaradi nezadostnih informacij ne morejo ustrezno oceniti kvalitete storitev oziroma produktov, ki jih družbe ponujajo in zato pogosto isto ceno določijo tako tveganim kot tudi manj tveganim produktom oziroma kupijo produkt ali storitev za katero se kasneje izkaže, da je zanje povsem neprimeren. Problematiko asimetrije informacij in »trga limon« (angl. *market for lemons*) je leta 1970 na primeru ameriškega avtomobilskega trga v članku *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* opisal ekonomist George Akerlof.

V smislu zmanjševanja asimetrije informacij je zakonodaja potrebna predvsem iz razloga, da se določijo minimalni standardi in se na tak način iz trga izločijo »limone«, z navedenim pa se poveča zaupanje potrošnikov v delovanje finančnega sistema in poveča povpraševanje po tovrstnih storitvah (Llewellyn, 1999a). Vezano na problematiko

asimetrije informacij ekonomska teorija pozna dva elementa asimetrije informacij, ki vodita v tržne neučinkovitosti in neravnovesje na trgu. Ideji nasprotne izbire in moralnega hazarda bosta na kratko predstavljeni v naslednjih dveh poglavjih te naloge.

3.1.1 Nasprotna izbira

Princip izločanja limon na avtomobilskem trgu (Akerlof, 1970) je mogoče aplicirati tudi na kapitalski trg in na ponudnike investicijskih storitev. Za primer lahko vzamemo ponudbo finančnih instrumentov, ki obstajajo na trgu. Finančni instrumenti z višjimi donosi in stabilnimi denarnimi tokovi so navadno bolj zaželeni in jih kupci finančnih instrumentov, še posebej tisti z notranjimi oziroma več informacijami pridobijo pred tistimi, ki takšnih informacij ne posedujejo. Vlagatelji, ki ne razpolagajo z vsemi informacijami so navadno tudi depreviligrirani pri nakupu finančnih instrumentov, saj so lahko na trgu s strani posloводства družb ponujeni finančni instrumenti, za katere slednje meni, da je cena, ki jo lahko realizirajo na trgu bistveno višja od knjigovodske oziroma interne vrednosti takšnega finančnega instrumenta.

Ker se tudi vlagatelji, ki z notranjimi informacijami o posameznem podjetju ne razpolagajo, zadnjega zavedajo, bodo za takšne instrumente zahtevali višjo ceno. Finančne naložbe v obliki izdanih vrednostnih papirjev imajo tako za posledico višjo ceno od dolžniškega zadolževanja, na kapitalskem trgu pa ostajajo »limone«. Zunanji vlagatelji namreč na podlagi nabora informacij, s katerimi razpolagajo zaključijo, da poslovodstvo družbe ocenjuje vrednost izdanih finančnih instrumentov kot precenjeno, saj bi se v nasprotnem primeru odločili za izposojlo sredstev preko bančnega sektorja, ki je prav zaradi problema asimetrije informacij tudi cenejše (Myers & Majluf, 1984).

Vlagatelji tako lahko izbirajo med slabšimi naložbami, ki jim je zaradi višjega tveganja dodeljena višja cena. Poleg tega pa se lahko v nadaljevanju tudi izkaže, da je naložba, ki si jo je vlagatelj izbral, ali pa mu je bila dodeljena v procesu upravljanja premoženja, zanj z vidika njegovega profila tveganja neustrezna.

3.1.2 Moralni hazard

Drug, zelo pogost problem, ki se pojavlja pri opravljanju finančnih storitev in ki opravičuje regulacijo finančnega sistema je problem moralnega hazarda. Moralni hazard je opredeljen kot oblika oportunitizma, ki nastane po sklenitvi pogodbe, katere vrednost ni takoj določljiva, motivi pogodbenih strank pa so si med seboj nasprotujoči (Ujj, 2014).

Finančne storitve pogosto vsebujejo določene varnostne mehanizme, ki do neke mere potrošnike varujejo pred tveganji in neprimernimi praksami, ki se lahko pojavljajo pri opravljanju tovrstnih storitev. Crawford (2015) celo navaja, da so takšne implicitne

garancije vlad vodile do nastanka finančnih kriz oziroma jih celo poglobile. Primer takšnih shem so na primer depozitne jamstvene sheme, ki deponentom v bankah zagotavljajo določeno raven zaščite in ohranjanje njihovega zaupanja v bančni sistem (Jamstvo za vloge v bankah, 2016), vloga posojilodajalca v skrajni sili, ki jo zagotavlja centralna banka ter sistemi zajamčenih terjatev vlagateljev, ki vlagateljem nudi določeno raven varstva v primeru težav ene izmed finančnih institucij.

Tovrstne sheme ustvarjajo moralni hazard tako pri ponudnikih finančnih storitev, kot tudi pri samih potrošnikih. Llewellyn (1999a) našteva štiri potencialne oblike moralnega hazarda. Na eni strani takšne varnostne sheme zmanjšujejo motiv strank, da podrobneje opravljajo nadzor nad institucijami, ki za te stranke opravljajo določene storitve ali pri katerih imajo te stranke deponirana svoja sredstva ter celo vodi v izbor bolj tveganju naklonjenih institucij. Stranke se namreč zavedajo, da bodo pri normalnih pogojih poslovanja podjetja verjetno prejela višje donose, če pa se podjetje vseeno sooči s težavami, pa bo vsaj del njenih sredstev predmet teh garancijskih oziroma varnostnih shem.

Druga oblika moralnega hazarda se kaže v povečanem prevzemanju tveganj s strani takšnih institucij, saj se tudi same zavedajo, da garancijske in podobne sheme varujejo določeno premoženje strank. Tretja oblika moralnega hazarda se kaže v ceni storitev. Višjemu tveganju prav zaradi garancijskih shem ni pripisana višja cena, in so tako te storitve, primerjalno gledano napram manj tveganim, cenejše in zato bolj zaželeno. Moralni hazard hkrati spodbuja institucije, ki so predmet takšnih shem, k nižji višini kapitala, ki ga te institucije izkazujejo v svojih poslovnih knjigah.

Banerji (2010) dodatno izpostavlja nagrajevanje zaposlenih (angl. *compensation schemes*), Ujj (2014) pa hkrati opravljanje več storitev za isto stranko, kot dve dodatni obliki moralnega hazarda, ki sta pripomogli k razvoju zadnje finančne krize in ki dodatno zahtevata regulacijo in jo hkrati tudi opravičujeta.

Investicijska podjetja, ki opravljajo eno ali več investicijskih storitev in poslov se morajo, skladno z zakonom vključiti v shemo zajamčenih terjatev vlagateljev, ki njihovim strankam v primeru stečajnega postopka zagotavlja določeno raven varstva (v višini do 22.000 EUR so sredstva strank zajamčena in jih v primeru stečajnega postopka krijejo drugi udeleženci jamstvene sheme v deležu, ki jih število strank, za katere ti udeleženci opravljajo investicijske storitve in posle, predstavlja v celotnem številu vseh strank družb, ki opravljajo investicijske storitve in posle in so vključene v shemo).

Navedeni sistem zajamčenih terjatev je lahko, podobno kot sistem depozitnih shem pri kreditnih institucijah, vir moralnega hazarda tako na strani investicijskih podjetij kot tudi strank. Investicijska podjetja in stranke so namreč zaradi navedenega lahko manj skrbne

pri izboru investicij, naložbenih strategij in oceni stroškov, saj se oboji zavedajo, da je določen del premoženja zavarovan. Dodatno k temu pa je del premoženja, ki ga investicijska podjetja vodijo na ločenih računih celo del izločitvene pravice in ne sme predstavljati premoženja, na katerega bi lahko upniki investicijskega podjetja v stečajnem postopku kakorkoli posegali.

3.2 Ekonomija obsega nadzora

Regulacijo finančnega sektorja opravičujejo tudi ekonomije obsega nadzora nad institucijami in infrastrukturo finančnega sektorja. Narava pogodb, ki se sklepajo med ponudniki finančnih storitev (kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice) in kupci takšnih storitev namreč zahteva nenehno spremljanje obnašanja ponudnikov teh storitev. Pogodbe so namreč pogosto dolgoročne narave, po njihovi sklenitvi pogosto nemudoma nastane problem principal-agenta, kjer so motivi ponudnika pogosto drugačni od motivov uporabnika teh storitev, kvaliteta storitve se navadno lahko oceni šele po preteku določenega časovnega obdobja, na vrednost storitve ali produkta pa končno vpliva tudi obnašanje ponudnika teh storitev ali produktov (Llewellyn, 1999a).

Ker potrošniki, predvsem neprofesionalne, neuke stranke, niso v poziciji, da bi sami bili sposobni nadzirati delovanje institucij, ki jim je bilo zaupano njihovo premoženje, je pomemben del teh nalog predan v izvajanje nadzornim in regulatornim institucijam. Nadzor s strani potrošnikov oziroma vlagateljev bi namreč pomenil multipliciranje stroškov takšnega nadzora. Slednje namreč pomeni, da bi vse stranke posamezne finančne institucije v osnovi opravljale enako nalogo (nadzor), učinek ekonomij obsega, ki se ustvarja preko nadzornih institucij, ki zaposluje posebej za to izučeno osebje ter v te namene gradi in izvaja poslovne nadzorstvene modele, pa bi se izgubil.

Llewellyn (1999a) tudi navaja, da posamezniki nimajo moči, s katero bi vplivali na delovanje finančnih institucij in nanje izvajali pritisk v smislu določanja standardov in izvajanja popravljalnih ukrepov. Na tem mestu izpostavljamo tudi problematiko zastonjkarstva (angl. *free rider problem*), kjer posamezni uporabniki storitev nadzora sploh ne bi izvajali, saj bi bili prepričani, da nadzor izvajajo drugi in je tako ta nepotreben. V takšnem primeru je mogoče priti tudi do situacije, ko nadzora finančnih institucij ne bi opravljal nihče, z navedenim pa se po nepotrebnem finančni sistem izpostavlja raznim šokom. Stroški nadzora so za posameznega uporabnika takšnih storitev ob vsem navedenem zgoraj previsoki zato je vzpostavitev javne nadzorne institucije tudi s tega vidika ekonomsko opravičljiva.

4 STROŠEK REGULACIJE

Zadnja finančna kriza, od katere gospodarstvo še vedno počasi okreva, je razkrila ogromne stroške, ki jih povzroča recesija, povezana z globokimi finančnimi krizami. Zaradi navedenega so vladne in druge organizacije po vsem svetu namenile veliko pozornosti prestrukturiranju finančnega sistema.

Skladno z ekonomsko teorijo regulacije (Peltzman, 1989) na spremembo slednje vpliva predvsem ravnotežno stanje in pa bolj pomembno, premoženje, na voljo za prerazporejanje koristi iz regulacije postane premajhno in zato deležniki stremijo k deregulaciji, zmanjšanju stroškov regulacije in nato ponovno k zagotavljanju večjih koristi in zasledovanju lastnih ciljev preko implementacije nove zakonodajne ureditve. Ekonomsko teorijo regulacije je v tem pogledu mogoče prenesti tudi na investicijska podjetja, kjer je očitno, da so stroški regulacije tolikšni, da ti več ne omogočajo zadostnih koristi in je zato vzpostavljena težnja k spremembi bonitetne regulacije ali zmanjšanju bremena le te za to vrsto finančnih institucij.

Na pretirano regulatorno obremenitev majhnih in srednje velikih podjetij (v nadaljevanju MSP)² kamor sodi tudi večina investicijskih podjetij v EU je v juniju 2008 opozorila tudi Evropska Komisija (2008), ki v sporočilu navaja, da je najbolj obremenjujoča ovira, ki jo navajajo MSP v EU prav skladnost z upravnimi predpisi. MSP dejansko nosijo nesorazmerno zakonodajno in upravno breme v primerjavi z velikimi podjetji. Izračunano je namreč bilo, da znaša strošek zakonodaje za veliko podjetje 1 evro (v nadaljevanju EUR) na zaposlenega, medtem ko takšno breme za majhno podjetje znaša celo 10 EUR na zaposlenega. 36 % MSP v EU izjavlja, da je v zadnjih dveh letih birokracija omejevala njihovo poslovno dejavnost. Avtor tega dela tako na tem mestu zaključujem, da bi bilo načelo »Think Small First« smotrno upoštevati tudi na področju finančnega posredništva ter, kot bomo videli v nadaljevanju, tudi pri ustvarjanju regulacije finančnega sistema najprej pomisliti na manjša podjetja in njihovo specifičnost ter spodbujati konkurenčnost tega dela znotraj EU.

V Sloveniji lahko podjetje ali posameznik po podatkih Ministrstva za javno upravo trči na 810 zakonov in 18.835 podzakonskih aktov. Tudi Ministrstvo samo se strinja, da ob tolikšnem številu sprejetih predpisov lahko govorimo o prenorminarnosti, velik delež novih predpisov pa da izvira iz postopkov približevanja članstvu in samega članstva v EU ter kot poledica prenosa direktiv EU v nacionalni pravni red (Tomažič, 2016).

²Skladno s 55. členom Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013; Odl. US: U-I-311/11-16, 82/2013, 55/2015) med male in srednje velike družbe spadajo družbe, ki niso mikro družbe in ki izpolnjujejo dve od teh meril: povprečno število delavcev v poslovnem letu ne presega 250, čisti prihodki od prodaje ne presegajo 40 mio EUR in vrednost aktive ne presega 20 mio EUR.

Nekateri tuji časniki ugotavljajo, da so stroški regulacije predvsem bančnega sektorja precejšnji. Tako The Wall Street Journal (Chaudhuri, 2014) povzema študijo Federal Financial Analytics Inc., ki za šest največjih ameriških bank ugotavlja, da so stroški od leta 2007 narastli za več kot 100 % oziroma 35,5 milijard dolarjev (v nadaljevanju USD), stroški pa izhajajo predvsem iz kapitalskih, likvidnostnih in drugih zahtev, ki jih prinaša zakonodaja na področju bonitetne ureditve v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA).

Barth, Caprio in Levine (2012) v svoji študiji raziskujejo učinke finančno zakonodajnih sprememb v Evropi, Ameriki in na Japonskem, predvsem z vidika dolgoročnih stroškovnih učinkov vpliva zahtev novih baselskih standardov, likvidnostnih zahtev, sprememb na področju izvedenih finančnih instrumentov ter sprememb na področju davkov in provizij. Študija ugotavlja, da je sprememba zakonodajnega okolja finančnega sistema pomembna, vendar pa se lahko zaradi prej omenjenih zakonodajnih sprememb posojilne obrestne mere povečajo do 18 bazičnih točk v EU, 8 na Japonskem in 28 v ZDA. Rezultati sledijo in so podobni tistim, ki jih v svoji študiji navajata BIS (2010) in Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*) (2011).

Francis in Osborne (2009) pri tem navajata, da višje kapitalske zahteve znižujejo posojilno rast pri kreditnih institucijah, vendar je zniževanje posojilne rasti zaradi strožjih kapitalskih zahtev manjše pri institucijah, ki so že pred uveljavitvijo novih zahtev razpolagale z višjim kapitalom, kot pri tistih, kjer je kapital komajda še pokrival kapitalske zahteve. Z navedenim avtorja pokažeta, da stroški kapitalskih zahtev vplivajo tako na stroške pridobivanja kapitala, kot tudi na stroške pridobivanja in menjave sredstev znotraj finančnega sistema samega.

Študija IMF tudi izpostavlja potrebo po oceni stroškov regulacije finančnega sistema, kajti če spremembe predstavljajo prevelik strošek v primerjavi z njegovimi koristmi, je spremembe potrebno ponovno pretehtati, če pa so stroški nižji od potencialnih koristi je reforme potrebno usmeriti v povečanje varnosti in stabilnosti finančnega sistema. Kljub vsemu poročilo BIS ugotavlja, da koristi zakonodajnih sprememb na področju kapitala in kapitalskih zahtev pretehtajo njene stroške (Elliot, Salloy, & Santos, 2012).

The Economist Intelligence Unit & Lloyds Wholesale Banking & Markets (2012) v svojem poročilu ugotavljata, da je več kot polovica vprašanih, ki v podjetju predstavljajo višje vodstvo (n = 454) mnenja, da nova zakonodaja vpliva na zmanjšanje gospodarske rasti in števila inovacij. Hkrati več kot dve tretjine vprašanih meni, da bo imela nova zakonodaja pomemben negativen učinek na dobičkonosnost podjetij, njihovo financiranje in spremembo modelov tveganj, predvsem zaradi stroška zagotavljanja skladnosti z zakonodajo in zagotavljanja ustrezne informacijske podpore novim sistemom.

Stroškovni vpliv novega zakonodajnega okolja na poslovanje finančnih subjektov proučuje tudi študija Ernst&Young & Luxembourg Banker's Association (2014), ki na primer ugotavlja, da stroški nove zakonodaje, vključno z novimi kapitalskimi in likvidnostnimi zahtevami znašajo skoraj 1 % Luksemburškega bruto domačega proizvoda, v zadnjih štirih letih pa so stroški finančne zakonodaje narastli za 20 %. Zadnja številka ne upošteva stroškov dokapitalizacij in pridobivanja novih likvidnih virov za potrebe uskladitve z zakonodajnimi zahtevami. Prav tako poročilo izpostavlja velik vpliv zakonodaje tudi na število zaposlenih, ki se neposredno ukvarja z zagotavljanjem skladnosti poslovanja (angl. *compliance*) in ga ocenjuje na 9 % vseh zaposlenih v večjih kreditnih institucijah oziroma celo na 20 % pri manjših.

Povprečen strošek, ki ga predstavlja implementacija bonitetne ureditve v bankah je po tej raziskavi znašal skoraj 600.000 EUR (z minimalno vrednostjo 100.000 EUR za manjše bančne institucije pa vse do 1,4 milijona EUR za največje), za več kot polovico bank pa je takšen strošek previsok. Samo ta del zakonodaje predstavlja skoraj četrtno vseh stroškov povezanih z zakonodajnimi spremembami, pri čemer je bila izpostavljena problematika likvidnostnih zahtev, strateškega načrtovanja in poročevalskih zahtev (Ernst&Young & Luxembourg Banker's Association, 2014).

Haldane (2013) na primer opozarja na kompleksnost in evolucijsko naravo regulacije in zakonodaje. Krize v preteklosti so se odrazile v kumulativnih posledicah na regulatorno okolje, ki se je odrazilo predvsem v obsežnejših in bolj zapletenih pravilih, ki niso vedno imele pozitivnega učinka. Vsaka kriza je s seboj namreč prinesla nova spoznanja in nove rešitve, pri čemer pa se je sistem regulacije vseskozi dopolnjeval, le redko pa je se sistem postavil na novo.

Haldane (2013) tudi navaja, da je takšen obseg zakonodaje težko obvladljiv tudi z regulatornega vidika. Medtem ko je bilo v tridesetih letih prejšnjega stoletja v ZDA razmerje v številu regulatornih institucij in bank 1:3 je danes razmerje ravno nasprotno. Vse bolj kompleksna in detajlistična zakonodaja vsebuje tudi napake in praznine, ki povzročajo nastanek novih težav. V EU je strošek implementacije novih baselskih standardov ocenjen na več kot 70.000 zaposlenih v privatnem sektorju, hkrati pa so z implementacijo bonitetnih pravil zaposleni tudi v regulatornih institucijah javnega sektorja (Haldane, 2013).

Iz zapisanega gre zaključiti, da je tudi strošek finančne regulacije pomemben element, ki bi moral biti eden izmed mnogih motivov za skrben premislek o primernosti in ustreznosti finančne zakonodaje za posamezna področja delovanja tržnih udeležencev. Kljub temu, da raziskav, posebej fokusiranih na temo stroškov implementacije bonitetne ureditve v investicijskih podjetjih ni bilo opravljenih, pa je mogoče iz navedenega zaključiti, da so stroški implementacije tovrstnih bonitetnih zahtev še posebej obremenilni za manjša

investicijska podjetja, za katera sta implementacija in spoštovanje pravil še posebej zahtevna, tako s finančnega kot tudi s kadrovskega vidika.

5 KOMPLEKSNOST FINANČNE REGULACIJE

Času, kriznim obdobjem in tržnim spremembam je vseskozi skušala slediti tudi regulacija finančnega sistema (Moshirian, 2011). Llewellyn (2006) poudarja, da je tendenca k prekomerni regulaciji oziroma zakonskemu urejanju finančnega področja vseskozi prisotna, saj se regulatorne in nadzorne funkcije oziroma storitve ne zagotavljajo preko mehanizma trga, ampak so uvedene »od zunaj«, pri čemer potrošnik nima izbire, koliko tovrstne regulacije je v resnici tudi pripravljen »plačati«. Regulacija tako vsebuje določen strošek, nima pa cene. Llewellyn (2006) zato navaja, da potrošniki zaznavajo regulacijo kot brezplačno dobroto, iz česar sledi, da jo tudi prekomerno zahtevajo.

Na drugi strani je tveganju nenaklonjena regulatorna oziroma nadzorna institucija, ki se ji pripisuje zgolj odgovornost za sistemske nepravilnosti, ne pa tudi učinkovitost delovanja finančnih trgov, nagnjena k pretiranemu urejanju posameznih področij prav z namenom zmanjšanja verjetnosti nastanka negativnih posledic za trg kot celoto. Posledica obojega je presežno povpraševanje in presežna ponudba, ki seveda rezultira v pretirani regulaciji, stroški zanjo pa se odražajo v ceni storitev na finančnih trgih.

Kljub temu, da je mogoče najti tudi avtorje, ki so skeptični glede regulacije finančnih trgov (Dowd, 1996; Benston, 1999), pa je praksa pokazala, da so finančni trgi nagnjeni k nestabilnostim, finančne krize, vključno z bančnimi, pa povzročajo visoke stroške za narodno gospodarstvo, zaradi česar je regulacija finančnih trgov potrebna.

Osebe, ki sodelujejo pri pripravi in implementaciji finančne zakonodaje ženejo spodbude, ki imajo za posledico pripravo in implementacijo prezapletene zakonodaje. Dodatna kompleksnost zakonodaje namreč zmanjšuje tveganje, da bi bili njeni pripravljavci pretirano izpostavljeni medijem ali pritiskom politike. Omejena človeška sposobnost procesiranja informacij te osebe sili v specializacijo, to pa se odraža v vse večji in natančnejši opredelitvi in določitvi posameznih pravil in postopkov (Berglund, 2014).

Finančna zakonodaja je, na podlagi različnih kriterijev, postala izjemno kompleksna, delno tudi kot posledica napredka v informacijsko telekomunikacijski tehnologiji, slednje pa se odraža tudi v delovanju finančnega sektorja (Haldane & Madouros, 2012). Finančna zakonodaja EU je bila oblikovana z namenom čim večje integracije finančnega sistema, oblikovana pa je bila na podlagi mednarodnih pravil, predvsem že obstoječe ameriške zakonodaje, in ne odraža pomembnih razlik, ki jih vsebuje evropski sistem finančnega nadzora. Navedeno je posledica raznolikosti v nacionalnih pristopih in predvsem prevlade ameriških interesov in idejnih konceptov na tem področju, k temu pa prispeva tudi

regionalno povezovanje in oblikovanje zakonodaje in finančnih institucij (Posner & Véron, 2010).

Kljub dejstvu, da finančni sistem kot tak postaja vse kompleksnejši, vse bolj zapleten in prepleten, pa korak v vse bolj zapleten sistem zakonodaje in regulacije ni nujno prava pot. Nasprotno, bolj kompleksen sistem nadzora in regulacije lahko poveča verjetnost katastrofalnih dogodkov, saj nekonsistentnosti in lukenj v finančni zakonodaji in regulaciji ni mogoče zaznati v celoti oziroma na samem začetku (Haldane, 2013).

Zadnjemu pritruje tudi Jonathan Hill (2016), komisar Evropske Komisije za finančno stabilnost, finančne storitve in kapitalsko unijo, ki je v svojem nagovoru na temo evropske iniciative k izgradnji kapitalske unije (angl. *Capital Markets Union*) pojasnil, da je bilo v zadnjih petih letih, kot odziv na finančno krizo, ki je EU in svet zajela v letu 2008, potrebno sprejeti obsežen sveženj zakonodaje, ki je nedvomno povečala stabilnost finančnega sistema. Kljub temu pa si ni mogoče delati utvar, da je sprejeta zakonodaja v celoti ustrezna oziroma primerna. Prav tako je nemogoče vnaprej predvideti vse medsebojne povezave več kot 40 zakonodajnih aktov, ki so bili v tem času sprejeti.

K razmisleku o spremembi pravil bonitetne regulacije vodi tudi nagovor guvernerja FED Tarulla (2014), ki zagovarja stališče, da mora bonitetna zakonodaja stremeti k zagotavljanju finančne stabilnosti, ne glede na izvor potencialnih nevarnosti. Avtor zagovarja princip proporcionalnosti, kjer bi morala zakonodaja biti prilagojena velikosti, pomembnosti in obsegu storitev, ki jih finančna institucija opravlja. Avtor opozarja, da so bile tudi s pedagoškega vidika zgodovinsko gledano nebančne institucije nadzorovane in regulirane predvsem z vidika varovanja vlagateljev ter manj z vidika bonitetne ureditve, ki omejuje tveganje moralnega hazarda in zagotavlja finančno stabilnost. Kljub temu, da v preteklosti ni bilo danega pretiranega poudarka na zmanjševanje tržnih neučinkovitosti, ki se pojavljajo pri poslovanju investicijskih podjetij, pa navedeno ni povzročalo večjih negativnih sistemskih posledic na delovanje finančnih trgov.

V mnogih državah so kapitalske zahteve investicijskih podjetij implementirane z namenom in na način, da so sredstva vlagateljev ločena od sredstev investicijskih podjetij ter na tak način zaščitena v primeru morebitne likvidacije podjetja. Hkrati morajo investicijska podjetja zagotavljati zadostna likvidna sredstva za nemoteno prenehanje delovanja investicijskega podjetja, vključno s prenosom računov strank na drugo institucijo z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev in poslov (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015).

Pri tem velja omeniti tudi poziv Evropske Komisije h pregledu zakonodajnega okvira EU na področju finančnih storitev iz septembra lanskega leta (Evropska Komisija, 2015).

Evropska Komisija je namreč pozvala zainteresirano javnost, da poda svoje pripombe in gledanja na zakonodajno ureditev finančnega sistema EU, s poudarkom na:

- pravilih, ki vplivajo na sposobnost financiranja ekonomije in njene rasti,
- nepotrebnih zakonodajnih bremenih,
- povezavah, nekonsistentnostih in zakonodajnih luknjah ter
- pravilih, katerih implementacija je nenamerno povzročila nekatere negativne posledice.

Kot odziv na poziv Evropske Komisije je svoje komentarje podalo skoraj 300 podjetij, združenj, fizičnih oseb ter drugih javnih oziroma nadzornih teles znotraj EU. Posebej dejavne so pri tem bile tudi kreditne institucije in nekatera večja investicijska podjetja. Da je regulacija finančnega sistema v EU resnično postala izredno kompleksna priča tudi obseg zakonodaje, ki navedeno področje ureja. Haldane (2012) pri tem primeroma navaja samo del makrobonitetne zakonodaje, ki se nanaša na Baselske standarde, ki pa jih je analogno mogoče prevesti tudi na področje EU.

Relativni stroški zaposlenih so nižji pri večjih družbah, kar lahko pomeni, da dodatna kompleksnost poveča ekonomije obsega velikih družb, dodatno pa kompleksnost zakonodajne ureditve poveča tudi ovire za vstop novih igralcev na ta trg. Verjetnost vstopa nove konkurence se s povečano kompleksnostjo ter negotovostjo znotraj finančnega sistema, ki zahteva nenehno prilagajanje in spoštovanje spreminjajočega zakonodajnega okvira, zmanjšuje. Dodatno pa k temu prispeva tudi koncept medsebojne povezanosti (angl. *too interconnected to fail*), ki ga kompleksnost zakonodajnega okolja le še dodatno spodbuja (Berglund, 2014).

Investicijska podjetja so tako po velikosti, obsegu dejavnosti kot tudi po številu zaposlenih navadno precej manjša tudi od manjših kreditnih institucij. Navedeno pa pomeni, da so relativni stroški implementacije in izvajanja takšne zakonodaje višji, sama kompleksnost pa postavlja visoke ovire za vstop predvsem za manjša podjetja, med katera nedvomno sodijo tudi investicijska podjetja ali pa podjetja, ki bi se z opravljanjem investicijskih storitev in poslov šele začela ukvarjati.

Haldane in Madouros (2012) zato zagovarjata stališče, da je potrebno regulacijo finančnega sistema poenostaviti. Kompleksna zakonodaja naj ne bi bila zgolj draga in zahtevna z vidika implementacije, pač pa tudi neoptimalna za zagotavljanje normalnega in nemotenega delovanja finančnega sistema.

Prvi pozivi k zmanjšanju kompleksnosti bonitetne regulacije in regulatornega bremena za investicijska podjetja so se vrstili že ob sprejetju prve kapitalske direktive v letu 2003. Interesna združenja so že takrat Evropsko Komisijo opozarjala na negativne učinke, ki bi jih sprejetje takšne direktive lahko imelo na delovanje investicijskih podjetij, predvsem z

vidika nekonkurenčnosti napram kreditnim institucijam, ki prav tako lahko opravljajo takšne storitve in so njihova neposredna konkurenca.

Tabela 1: Povečanje obsega zakonodajnega okvira na področju makrobonitetne zakonodaje finančnega sistema od leta 1988 do danes

Dokument	Obseg (število strani)
Basel I (1988)	30
Basel II (2004)	347
Basel III (2010)	616
ZDA	
Glass-Steagal Act (1933)	37
Dodd-Frank Act (2010)	848
Implementacija Dodd-Frank (julij 2012)	8.843
Implementacija Dodd-Frank (zaključeno)	> 30.000
Velika Britanija	
Banking Act (1979)	75
Financial Services Act (1986)	106
Financial Services Market Act (2000)	321
Financial Services Market Act (2012)	534
Slovenija	Število členov
Zakon o vrednostnih papirjih (1989)	46
Zakon o trgu vrednostnih papirjev (1994)	112
Zakon o trgu finančnih instrumentov (2016) ³	590
Zakon o bankah in hranilnicah (1991)	92
Zakon o bančništvu (2004)	246
Zakon o bančništvu (2006)	416
Zakon o bančništvu (2014) ⁴	408

Vir: Povzeto in prirejeno po A. Haldane, & V. Madouros, The dog and the frisbee, 2012, str. 122.

³Zakon o trgu finančnih instrumentov je na tem mestu zajet, saj regulira delovanje investicijskih podjetij pri nas (tj. borznoposredniških družb), vendar se v poglavju o upravljanju s tveganji skoraj v celoti sklicuje na Zakon o bančništvu.

⁴Številka členov v celoti ne odraža obsega zakonodaje, saj poleg zakona področje upravljanja s tveganji ureja tudi Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012 (zajema 929. členov) ter iz nje izpeljane izvedbene in delegirane uredbe.

Združenje upravljalcev premoženja privatnih vlagateljev in borznih posrednikov (angl. *Association of Private Client Managers and Stockbrokers*), danes Združenje upravljalcev premoženja (angl. *Wealth Management Association*) je tako Evropski Komisiji predstavilo vidik investicijskih podjetij, ki opravljajo storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti za posameznike, za katere se uporablja model operativnega, kreditnega in tržnega tveganja in ki je bil razvit za mednarodno dejavne kreditne institucije s strani BCBS.

Model kot tak za investicijska podjetja ni primeren, saj takšna podjetja pogosto niso izpostavljena pravemu kreditnemu tveganju (v smislu, kot ga poznamo pri kreditnih institucijah), le naključno izpostavljena tržnemu tveganju (ali pa je ta izpostavljenost zaradi majhnega obsega trgovalne knjige manj pomembna), glavniko tveganja pa predstavlja operativno tveganje (Association of Private Client Managers and Stockbrokers, 2003). Več o tveganjih bo govora v osmem poglavju te naloge.

6 SISTEM BONITETNEGA NADZORA INVESTICIJSKIH PODJETIJ

V tem delu magistrske naloge se osredotočamo na sistem bonitetnega nadzora investicijskih podjetij, ki velja na področju EU ter torej tudi v Sloveniji. Ker z opisom navedene tematike ne moremo mimo BIS, BCBS ter baselskih standardov, ki so orali ledino na področju bonitetne regulacije, bomo najprej predstavili delovanje te institucije oziroma odbora znotraj nje ter na kratko tudi vsebino vseh treh baselskih standardov, ki so do danes, kljub temu, da so bili prvotno namenjeni mednarodno aktivnim kreditnim institucijam, močno vplivali tudi na manjše (mednarodno neaktivne) kreditne institucije in sistemsko nepomembna investicijska podjetja v EU. Kot bomo videli v nadaljevanju je vsebina nezavezujočih standardov skozi čas postala pravna norma v industriji kreditnih institucij in investicijskih podjetij.

6.1 Baselski standardi

Že leta 1930 je bila v Baslu v Švici ustanovljena BIS z namenom, da sodeluje s centralnimi bankami pri zagotavljanju denarne in finančne stabilnosti ter spodbujati mednarodno sodelovanje ter delovati kot kreditna institucija centralnih bank. BIS med drugim spodbuja sodelovanje in komunikacijo med centralnimi bankami, sodeluje v kolegijih nadzornikov, ki so odgovorni za zagotavljanje finančne stabilnosti, izvaja raziskave in analize s področja monetarne in finančne stabilnosti ter deluje kot nasprotna stranka v transakcijah med centralnimi bankami oziroma kot posrednik v mednarodnih finančnih transakcijah (About the BIS - overview, 2016).

Pod okriljem BIS je bil, prav tako leta 1930, kot poseben odbor, ustanovljen BCBS. BCBS je posvetovalno telo, ki ga sestavljajo bančni strokovnjaki, ki z razvojem smernic in

standardov nudi pomoč pri razvoju in stabilnosti bančnega sistema (About the Basel Committee, 2016). BCBS sestavljajo predstavniki centralnih bank več kot 30 držav sveta, Evropska centralna banka, Evropska Komisija, EBA in IMF. Predstavnikov regulatorjev kapitalskih trgov (ki v nekaterih primerih nadzirajo investicijska podjetja) in ESMA BCBS ne vključuje (Basel Committee Membership, 2016).

Samo delovanje BIS je osredotočeno na delovanje centralnih bank in kreditnih institucij, s čimer se ukvarjajo tudi posamezni odbori ustanovljeni znotraj banke. Posebnih odborov, ki bi obravnavali zgolj delovanje investicijskih podjetij in njihov vpliv na sistemsko pomembnost BIS nima oblikovanih. Prav tako v svoji osnovi baselski standardi, ki so na kratko predstavljeni v nadaljevanju, tovrstnim institucijam niso namenjeni.

6.1.1 Basel I

Leta 1988 je BIS objavila tako imenovani Basel I, prve standarde na temo poenotenja izračuna kapitala in kapitalske ustreznosti. Že uvodni stavki tega standarda opozarjajo na razliko med slednjimi ter zakonodajo EU. Medtem ko je zakonodaja EU grajena na premisi, da se uporablja enakovredno za vse banke, pa so baselski standardi namenjeni predvsem mednarodno aktivnim bankam (Baselski odbor za bančni nadzor, 1988).

Kljub temu, da so prvi baselski standardi zajemali zgolj 30 strani, pa so bili prvi mednarodno sprejeti standardi, h uporabi katerih se je zavezalo deset najbolj razvitih držav G-10. Kljub neobvezujoči naravi standardov, so se članice BCBS zavezale k implementaciji teh standardov v svoje nacionalne zakonodajne okvire. Namen prvih baselskih standardov je bil zagotoviti minimalno raven kapitala za mednarodno aktivne banke ter s tem stabilen mednarodni bančni sistem ter vzpostavitev primernih in konsistentnih pravil, ki jih je mogoče aplicirati na banke v različnih državah ter pri tem zmanjšati obstoječe vire konkurenčnih neenakosti, ki obstajajo med mednarodno aktivnimi bankami.

Standardi urejajo naslednje elemente bančnega poslovanja (Baselski odbor za bančni nadzor, 1988):

- kvaliteto kapitala, vključno z razmejitvijo kapitala na kapital prve in druge kvalitete, opredelitvijo hibridnih in podrejenih oblik kapitala ter odbitnih postavk,
- izračun kreditnega tveganja skozi uporabo petih uteži tveganj za pet kategorij izpostavljenosti in
- določitev minimalnega kapitalskega količnika (razmerje med kapitalom in tveganju prilagojeno aktivo) v višini 8 %, oziroma 4 %, ko gre za količnik kapitala prve kakovosti, ki so ga mednarodno aktivne banke morale zagotoviti skozi štiri in pol letno tranzicijsko obdobje do leta 1992.

Standardi opozarjajo tudi na pomembnost obrestnega in investicijskega (tržnega) tveganja, ki ga naj bi posamezne države upoštevale pri oceni kapitalske ustreznosti posamezne banke (Baselski odbor za bančni nadzor, 1988).

Po vzoru BCBS je podobne nezavezujoče smernice za investicijska podjetja leto kasneje sprejelo tudi Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga (angl. *International Organisation of Securities Commissions*, v nadaljevanju IOSCO). Po vsebini obsežnejše, kot prvi Baselski standard, smernice urejajo izračun kapitalske ustreznosti za investicijska podjetja, upoštevajoč predvsem elemente tržnega tveganja (pozicijsko tveganje, poravalno tveganje), kreditnega tveganja (tveganje nasprotne stranke), likvidnosti in solventnosti, obravnava pa tudi zahteve glede vodenja evidenc ter poročanja (Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 1989). Smernice nikoli niso bile prenesene v obliko direktive oziroma drugega pravno zavezujočega akta, ki bi ga morale posamezne države članice EU prenesti v svoj zakonodajni okvir.

6.1.2 Basel II

Z razvojem finančne industrije se je pojavila potreba po pripravi novih standardov, ki bodo zajemali nove poslovne modele in tveganja, ki jih pred tem standardi oziroma zakonodaja še ni zaobjemala. V ta namen je BCBS v juniju 2004, po obširnem in dolgotrajnem posvetovanju z industrijo, objavil standarde z naslovom *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* oziroma tako imenovani Basel II.

Temeljni cilj novega baselskega sporazuma je bil oblikovanje prenovljenega okvira, ki bi dodatno okrepil trdnost in stabilnost mednarodnega bančnega sistema, pri tem pa zagotovil, da zahteve glede kapitalske ustreznosti ne bodo predstavljale pomembnega vira konkurenčne neenakosti med mednarodno aktivnimi bančnimi institucijami. Standardi predstavljajo strožja pravila glede upravljanja s tveganji, kar naj bi bila tudi njegova največja prednost (Basel II: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, 2016).

Tudi ti standardi so bili prvenstveno namenjeni uporabi mednarodno aktivnim bankam, njegove glavne spremembe v primerjavi s standardi iz leta 1988 pa so se nanašale na naslednje elemente (Basel II: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, 2016):

- poleg že znanega izračuna kapitalske zahteve za kreditno in tržno tveganje standardi prvič uvedejo kapitalsko zahtevo za operativno tveganje,
- standardi uvedejo sistem tako imenovanih »treh stebrov nadzora«, ki ga sestavljajo kapital in kapitalske zahteve ter izračun le teh, interno ocenjevanje kapitala in kapitalske ustreznosti ter nadzorniško pregledovanje, ki od institucij in nadzornikov zahteva

sistematično ocenjevanje (dodatnih) nemerljivih tveganj, ki jim je kreditna institucija poleg kreditnega, tržnega in operativnega tveganja pri svojem poslovanju izpostavljena ter tržna disciplina, ki skozi minimalne poročevalske zahteve in razkritja vpliva na javno podobo kreditnih institucij z idejo tržnega uravnavanja, kjer trg sam nagradi institucije, ki so dobro upravljane in kaznuje tiste, ki to niso,

- v zvezi z izračunom kapitalskih zahtev za kreditno tveganje novi standardi razmejujejo med večjim številom vrst izpostavljenosti, hkrati pa natančneje določajo uteži tveganja za posamezne izpostavljenosti,
- določena je vzporeditev bonitetnih ocen zunanjih bonitetnih institucij s stopnjami kreditne kvalitete posamezne vrste izpostavljenosti kreditne institucije,
- znotraj posameznih pristopov za izračun kapitalskih zahtev za posamezna tveganja so dodatno razviti pristopi, s posebnim poudarkom na notranjih modelih, ki jih kreditne institucije lahko uporabljajo pri izračunih izpostavljenosti in vplivu na njihovo kapitalsko ustreznost oziroma oceno potrebnega notranjega kapitala posamezne kreditne institucije.

Medtem ko so ZDA baselske standarde aplicirale zgolj na 10 največjih kreditnih institucij, za preostalih 6.500 institucij pa so se še naprej uporabljala pravila baselskih standardov iz leta 1988, pa je EU zavzela drugačno stališče ter standarde skozi kapitalski direktivi iz leta 2006⁵ ter skozi nacionalno zakonodajo držav članic postavila kot obvezen standard tako za kreditne institucije kot tudi za investicijska podjetja. Slednje kljub temu, da tudi prenovljeni standardi nikoli niso bili namenjeni niti manjšim, mednarodno neaktivnim kreditnim institucijam niti investicijskim podjetjem, temveč ponovno (in še vedno) zgolj mednarodno aktivnim, večjim kreditnim institucijam (Rubin, 2006).

6.1.3 Basel III

Z nastankom finančne krize ob koncu leta 2007 in še bolj v letu 2008 pa so se začeli ponovni pozivi k prenovi kapitalskih standardov, saj je bilo očitno, da ti (skupaj z drugimi elementi) niso opravljali svoje naloge, hkrati pa so spodbujali procikličnost delovanja finančnega sistema (Gordy & Howells, 2006).

Z namenom zaježitve prihodnjih kriz, omejevanja procikličnosti finančnega sistema, izboljšanja sposobnosti bančnega sektorja, da ta absorbira šoke finančnih in ekonomskih pretresov, z namenom izboljšati upravljanje s tveganji in korporativno upravljanje v kreditnih institucijah ter povečati transparentnost poslovanja teh institucij, so bili v juniju leta 2011 objavljeni novi, tretji kapitalski standardi (International regulatory framework for banks, 2016).

⁵Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij in Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij.

Novi baselski standardi, zapisani v dokumentu z naslovom Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, skupaj z dodatkom v zvezi z količnikom likvidnostnega kritja (angl. *liquidity coverage ratio*) in količnikom neto stabilnega financiranja (angl. *net stable funding ratio*) določajo nova pravila za bonitetno poslovanje in nadzor mednarodno aktivnih kreditnih institucij.

Kot prejšnja standarda je tudi zadnji namenjen mednarodno aktivnim kreditnim institucijam, njegova uporaba pa ni obvezna. Posamezne države se lahko samostojno odločijo, ali bodo ta pravila dejansko implementirala. Basel III predstavlja nadgradnjo prej veljavnega standarda in povečuje njegovo kompleksnost in zapletenost.

V osnovi je mogoče spremembe novega kapitalskega sporazuma strniti v nekaj naslednjih točk (KPMG, 2011):

- izboljšanje kvalitete osnovnega kapitala prve vrste in povečanje količnika le tega iz 2 % na 4,5 %,
- uvedba dodatnih kapitalskih blažilnikov (varovalni kapitalski blažilnik, posamezni instituciji lasten proticiklični kapitalski blažilnik, blažilnik za globalno sistemsko pomembne institucije, blažilnik za druge sistemsko pomembne institucije, blažilnik sistemskih tveganj), ki skupaj povečujejo višino kapitala, ki ga morajo zagotavljati kreditne institucije,
- merjenje, ocenjevanje in omejevanje tveganja prevelikega finančnega vzvoda (razmerje med kapitalom in vsoto bilančne in zunajbilančne aktive ne sme presegati 3 %),
- merjenje oziroma ocenjevanje količnika likvidnostnega kritja, ki zagotavlja zmanjševanje izpostavljenosti kreditne institucije kratkoročnemu, 30-dnevnu, likvidnostnemu tveganju,
- merjenje oziroma ocenjevanje količnika neto stabilnega financiranja, ki zagotavlja stabilnost financiranja kreditne institucije ter s tem zmanjševanje izpostavljenosti tveganju dolgoročne nelikvidnosti oziroma nesolventnosti,
- obsežno poročanje nadzorniku glede kapitala, kapitalskih zahtev ter ostalih finančnih podatkov ter
- dodatna obsežna razkritja javnosti v zvezi z elementi korporativnega upravljanja, upravljanja s tveganji ter načeli in politikami praks prejemkov.

Novi baselski standardi oziroma njihov prenos v nacionalne zakonodajne okvire posameznih držav po svetu je močno vplival na delovanje institucij, ki delujejo v bančnem, še bolj pa v sektorju investicijskih storitev. Allen, Chan, Milne in Thomas (2012) opozarjajo na precejšnje izzive pri implementaciji teh standardov ter na strukturno prilagajanje celotne industrije, ki ima lahko za posledico zmanjšan obseg posojilne dejavnosti kreditnih institucij in na splošno zmanjšan obseg ekonomskih aktivnosti udeležencev na kapitalskih trgih, ki jih tovrstni standardi zadevajo.

Tudi ameriški regulator kapitalskega trga Financial Industry Regulatory Authority je v letu 2015 uvedel dodatne zahteve zoper manjša investicijska podjetja (angl. *broker-dealer*) z bilančno vsoto manj kot milijarda USD, in sicer predvsem na področju likvidnostnega tveganja. Tudi v tem primeru je bil odziv regulatorja posledica dogodkov iz preteklosti, predvsem propad investicijske banke Lehman-Brothers in družbe MF Global, ki sta predstavljala sistemsko tveganje zaradi svoje medsebojne povezanosti s finančnim sistemom (angl. *interconnectedness*) (Satran, 2015).

Navedene zahteve kažejo na to, da so določeni ukrepi potrebni tudi za manjša investicijska podjetja, vendar pa je pri tem potrebno njihovo implementacijo presojati z vidika sistemske pomembnosti in medsebojne povezanosti posameznih institucij in tržnih infrastruktur ter vpliv teh institucij na delovanje finančnega sistema kot takega.

6.1.4 Primerjava Basla III v ZDA / EU

Kljub temu, da tako ameriška kot evropska zakonodaja, ki neobvezujočo naravo baselskih standardov povzemata in jo prenašata v zakonodajni okvir tesno sledita samim standardom, pa obstajajo nekatere pomembne razlike med obema jurisdikcijama. V nadaljevanju na kratko povzemam ugotovitve raziskave iz leta 2013, ki ugotavlja razlike v implementaciji novih baselskih standardov v ZDA in EU (Shearman&Sterling LLP, 2013).

Implementacija baselskih standardov se v obeh območjih razlikuje predvsem v naslednjih poglavjih:

- obravnava kapitalskih instrumentov,
- izračun tveganju prilagojene aktive,
- količnik finančnega vzvoda,
- tveganje nasprotne stranke pri trgovanju z izvedenimi finančnimi instrumenti,
- sklicevanje na zunanje bonitetne ocene ter
- velike izpostavljenosti.

Medtem ko so v ZDA priporočila baselskega odbora, kljub nekaterim drugačnim predlogom (Hart & Zingales, 2011), implementirali v zakon z imenom Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (v nadaljevanju Dodd-Frank), pa je bil postopek na območju EU izveden preko Direktive 2013/36/EU⁶ (v nadaljevanju CRD), ki so jo posamezne države članice morale implementirati v svojo nacionalno zakonodajo do konca leta 2013 ter Uredbo (EU) št. 575/2013⁷ (v nadaljevanju CRR). Pravila so bila v EU

⁶Direktiva 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES.

⁷Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012.

dodatno uokvirjena z delegiranimi in izvedbenimi uredbami Evropske Komisije, ki so tako kot krovna uredba CRR, neposredno uporabljive in pa smernicami in priporočili EBA, ki pa so po svoji vsebini neobvezujoči za posamezne države članice. Te se namreč lahko v skladu z nacionalnimi pristopi in posebnostmi same odločijo o tem ali bodo posamezne smernice in priporočila upoštevale oziroma na kakšen način jih bodo upoštevale.

Evropski prostor je priporočila baselskega odbora po enakem postopku v preteklosti že prenesel v nacionalne zakonodaje držav članic predvsem z implementacijo in spremembami Direktive 2006/48/ES⁸ ter Direktivo 2006/49/ES⁹ (v nadaljevanju skupaj CAD), medtem pa v ZDA tako imenovani Basel II standard ni bil prenesen, pač pa je zakonodajalec iz izvirnega Basel I sporazuma prešel neposredno na Basel III. Z navedenim so bile institucije tako pod vplivom večjih sprememb.

Obseg subjektov, ki jih Baselski standardi zajamejo v EU je precej širši od tistega v ZDA, saj poleg kreditnih institucij direktiva CRD zajame tudi večino investicijskih podjetij. Izjema so lokalna podjetja, tj. podjetja, ki na finančnem trgu poslujejo za svoj račun z izvedenimi finančnimi instrumenti oziroma za klirinške člane tega trga, kjer tveganje poravnave za stranke prevzemajo klirinški člani sami ter investicijska podjetja, ki opravljajo zgolj investicijsko storitev investicijskega svetovanja oziroma sprejemanja in posredovanja naročil v zvezi s finančnimi instrumenti, pri čemer pa ne držijo sredstev strank (denarnega dobroimetja oziroma finančnih instrumentov). Več o kategorizaciji investicijskih podjetij v poglavju o zakonodaji v EU. Strožji so tudi nekateri drugi elementi bonitetnega nadzora kot na primer določbe glede bonitetnih ocen, kapitalskih zahtev in listinjenja (Posner & Véron, 2010).

Poglavitne razlike v implementaciji baselskih standardov, ki so prikazane v Tabeli 2 se tako nanašajo predvsem na strožjo opredelitev kapitala v ZDA, zmanjšanem zanašanju na bonitetne ocene zunanjih bonitetnih agencij (v ZDA se uporablja klasifikacija tveganj posamezne države Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*) (Country Risk Classification, 2016), v EU pa direktiva spodbuja instituciji lastne interne modele ocenjevanja kreditnega tveganja), postavljanju minimalnih kapitalskih zahtev v primeru uporabe notranjih modelov za izračun tveganj, spremembo uteži za izračun tveganju prilagojene aktive ter na različno implementacijo količnika finančnega vzvoda. Medtem ko evropski zakonodajni okvir prenaša tudi določbe glede standardov povezanih z likvidnostnim količnikom, pa ameriška zakonodaja takšnih določb ne vsebuje.

⁸Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij.

⁹Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij.

Tabela 2: Poglavitne razlike pri implementaciji Basel III standarda v EU in ZDA

Tema	EU	ZDA
Obseg	• Kreditne institucije • Investicijska podjetja	• Banke • Bančni holdingi (z več kot 500 mio USD sredstev) • Depozitno-posojilna združenja • Depozitno-posojilni holdingi
Uporaba	Posamična in konsolidirana osnova	Konsolidirana osnova
Uporaba za večje institucije	Uporaba vseh zahtev predvidenih s CRD/CRR	Dodatno se pri uporabi naprednih pristopov uporabljajo: • Napredni pristopi pri izračunu uteži tveganj • Dodatek k finančnemu vzvodu • Dodatna razkritja • Minimalne kapitalske zahteve
Uporaba za manjše institucije	• Določene poenostavljene zahteve za izračun kapitalskih zahtev pri najmanjših institucijah • Nižje zahteve za osnovni kapital	Uporaba standardnih zahtev, za bančne holdinge, ki imajo obseg sredstev na konsolidirani osnovi nižji od 500 mio USD se zahteve ne uporabljajo
Način implementacije	CRD, CRR, delegirane in izvedbene uredbe	Dodd-Frank
Vsebina Basel III		
Kapital	• Razlike v prilagoditvah in odbitkih od temeljnega kapitala • Strožje zahteve za pripoznanje dodatnega kapitala (AT1) v ZDA • Strožja obravnava dodatnega kapitala (T2) v ZDA	
Kapitalski blažilniki	• Posamezne oblike kapitalskih blažilnikov določene s strani EU • Blažilnik za sistemsko tveganje v ZDA ni implementiran • Blažilnik za sistemsko pomembne institucije v ZDA ni implementiran	
Uporaba pristopov	Standardizirani / napredni pristopi v EU kot alternativa eden drugemu, v ZDA kapitalske zahteve iz naslova uporabe standardiziranega pristopa kot osnova pri uporabi naprednih	
Uporaba ECAI	V ZDA uporaba prepovedana	
Likvidnostne zahteve	ZDA ne implementira dodatnih zahtev glede količnika likvidnosti, količnika neto stabilnega financiranja, poročevalskih zahtev	

Vir: Shearman&Sterling LLP, Basel III Framework: US/EU Comparison, 2013, str. 12-36.

ZDA je vsebino novih baselskih standardov implementirala predvsem za večje kreditne institucije ter s tem sledila osnovnemu principu teh standardov, tj. zagotavljanju sistemske stabilnosti finančnega sistema in nadzoru nad večjimi in sistemsko pomembnimi institucijami. EU je ubrala rahlo drugačen pristop, pri čemer je zajela vse kreditne institucije ter skoraj vsa investicijska podjetja.

EU je na takšen način zajela vse institucije, ki opravljajo bančne oziroma bančnim storitvam podobne dejavnosti in še več, zajela je tudi investicijska podjetja, za katera bi v

večini primerov težko govorili, da takšne (bančne in bančnim storitvam podobne) storitve sploh opravljajo ter da so pomembni z vidika zagotavljanja sistemske stabilnosti.

V naslednjem poglavju na kratko najprej opisujem evropski sistem regulacije in nadzora ter v tem delu predstavljam nekatere institucije, ki so pristojne in odgovorne za pripravo, implementacijo in nadzor nad posameznimi institucijami v zvezi z bonitetnim nadzorom. V drugem delu tega poglavja predstavljam drugačnost narave poslovanja investicijskih podjetij od narave poslovanja kreditnih institucij ter iz tega dejstva izhajajočo potrebo po drugačnosti bonitetne ureditve za investicijska podjetja.

7 EVROPSKI SISTEM REGULACIJE IN NADZORA

Finančno področje EU uokvirja niz pravil, ki jih skozi zakonodajni postopek sprejemajo Evropski parlament in posamezne države članice. Pobude za spremembe, dopolnitve, preklice ali novo zakonodajo lahko prihajajo s strani večjega števila različnih deležnikov, odločitve se običajno sprejemajo v rednem zakonodajnem postopku, zakonodajo pa odobri Evropski parlament, skupaj s Svetom, na predlog Evropske Komisije (Sprejemanje odločitev, 2016). Podobne ravni (parlament, različni odbori) sprejemanja zakonodaje imajo tudi posamezne države članice znotraj EU.

V osnovi pravni red evropskega prostora zajema primarno in sekundarno zakonodajo. Primarno zakonodajo EU določajo pogodbe, ki so temelj ukrepanja EU, sekundarna zakonodaja pa izhaja iz direktiv, uredb, sklepov, priporočil, smernic in mnenj (Priprava zakonodaje, 2016).

Direktive so zakonodajni akti o določenem cilju, ki ga morajo doseči posamezne države članice EU na način, da država članica sama sprejme predpise o tem, kako bo cilj, ki ga določa posamezna direktiva, dosegla. V Republiki Sloveniji vsebino in pomen direktiv navadno prenašamo v področne zakone, kjer zakonodajalec lahko podrobneje uredi področje, ki ga posamezna direktiva ureja. Nasprotno je uredba pravno zavezujoč akt, ki jo morajo države članice neposredno uporabljati, njen prenos v domač pravni red pa ni dovoljen. Poleg direktiv in uredb Evropska Komisija, Svet ter drugi evropski nadzorni organi izdajajo tudi sklepe, priporočila, mnenja in smernice, ki pa so običajno neobvezujoče narave (Pravo EU, 2016).

Sistem regulacije in nadzora poleg zakonodajnega okvira sestavljajo tudi regulatorne oziroma nadzorne institucije. Osnovne in univerzalne funkcije, ki jih morajo zagotavljati nadzorne institucije so po Llewellyn (2006) predvsem naslednje:

- makrobonitetna regulacija varnosti in stabilnosti (angl. *soundness*) finančnih institucij,
- stabilnost in integriteta plačilnih sistemov,

- makrobonitetni nadzor finančnih institucij,
- regulacija pravil vodenja poslov finančnih institucij (angl. *conduct of business*),
- nadzor pravil vodenja poslov finančnih institucij,
- ustvarjanje pravil glede zagotavljanja varnostnih mehanizmov (jamstvene depozitne sheme, zajamčene terjatve vlagateljev, vloga centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili),
- likvidnostna pomoč z namenom zagotavljanja systemske stabilnosti finančnega sistema,
- postopki in ukrepi za sanacijo in reševanje finančnih institucij in
- ostala področja povezana z ohranjanjem integritete finančnih trgov.

Z vidika učinkovitosti delovanja finančnega sistema je pomembno, kako so tovrstne naloge razdeljene med posamezne finančne nadzorne institucije. Institucionalna porazdelitev del in nalog med posameznimi regulatornimi oziroma nadzornimi institucijami je pomembna predvsem z vidika same učinkovitosti delovanja regulacije in nadzora, jasnosti glede odgovornosti za posamezne vidike regulacije, stroškov vzpostavitve in delovanje takšnega okvira, mogočega prekrivanja del, nalog in odgovornosti ter nenazadnje tudi z vidika javne percepcije in kredibilnosti delovanja finančnega sistema kot celote (Llewellyn, 2006).

Ključni cilj vsake nadzorne institucije mora biti zagotavljanje učinkovite in učinkovite regulacije, pri čemer se učinkovitost nanaša na doseganje ciljev regulacije, medtem ko se učinkovitost nanaša na to ali so cilji regulacije doseženi na smotrni in učinkovit način, brez povzročanja nepotrebnih stroškov tako potrošnikom kot tudi nadzorovanim finančnim institucijam (Llewellyn, 2006).

Medtem ko je bilo za regulacijo v preteklosti značilno, da je bila ta sektorsko usmerjena, posamezne države so imele nadzorne institucije, ki so nadzirale posamezno vrsto finančnih institucij (bančni regulator, regulator kapitalskega trga, regulator zavarovalništva, ipd.), pa danes velja trend združevanja posameznih nadzornikov in usmerjanje le teh k posameznim funkcijam, ki jih mora zagotavljati finančni sistem ter tveganjem, ki se pri delovanju institucij pojavljajo. Predvsem zaradi medsebojne povezanosti finančnih trgov in finančnih institucij (angl. *interconnectedness*) in prelivanja (negativnih) učinkov (angl. *spillover effect*) pa se je izkazalo, da je poseben poudarek potrebno dati tudi makrobonitetnemu nadzoru sistemsko pomembnih institucij in struktur finančnih trgov.

Na ravni EU področje finančnih trgov in instrumentov ter pravila ravnanj poslovanja iz naslova opravljanja storitev povezanih s tem pokriva ESMA, področje bančnega sektorja in bonitetne regulative EBA ter področje zavarovalništva in pokojninskega sistema Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (v nadaljevanju EIOPA). Navedene nadzorne institucije skupaj z JC, ESRB ter nacionalnimi nadzornimi organi, ki v Sloveniji predstavljajo ATVP, Banko Slovenije in Agencijo za zavarovalni nadzor, tvorijo evropski

sistem finančnega nadzora. V sliki 3 je sistem evropskega finančnega nadzora prikazan tudi shematsko.

Slika 3: Evropski sistem finančnega nadzora (ESFS)



V nadaljevanju bom na kratko pojasnil vlogo in pomen nekaterih izmed teh institucij, ki posredno in neposredno pomembno vplivajo na določanje bonitetnih standardov in pravil za investicijska podjetja, ki so predmet proučevanja v tej nalogi. V Republiki Sloveniji je regulacija bonitetnega nadzora za razliko od večine preostalega evropskega prostora razdeljena med dve ločeni instituciji, in sicer Banko Slovenije in Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Ker Banka Slovenije nadzira kapitalsko urejenost kreditnih institucij in ker te prvenstveno niso predmet te naloge je v tej nalogi posebej ne bom izpostavljajal.

7.1 Evropski bančni organ (EBA)

EBA je bila kot nadzorni organ ustanovljena 1. januarja 2011 z Uredbo (EU) št. 1093/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski bančni organ) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/78/ES kot del evropskega sistema finančnega nadzora. Kot organ je prevzel naloge in pooblastila prej obstoječega komiteja evropskih bančnih nadzornikov (angl. *Committee of European Banking Supervisors*). Poleg glavne naloge, to je prispevati k oblikovanju enotnega trga za bančni sektor, pa je EBA pristojna in odgovorna tudi za oblikovanje bonitetnih standardov in njegovo implementacijo znotraj področja EU ter s tem zblíževati politike in prakse posameznih držav članic evroobmočja (Missions and tasks, 2016).

EBA je sestavljena iz predstavnikov bančnih nadzornikov 28 držav članic EU. V tako imenovanem odboru nadzornikov (angl. *Board of Supervisors*) pa poleg nacionalnih

predstavnikov bančnih nadzornikov sodelujejo tudi člani Evropske Komisije, EIOPA, ESMA in nekateri drugi člani (About us, 2016).

Cilje, naloge in pooblastila EBA določa Uredba (EU) št. 1093/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski bančni organ) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/78/ES v 8. členu. Naloge EBA so, da med drugim (Uredba (EU) št. 1093/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski bančni organ) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/78/ES):

- prispeva k oblikovanju visoko kakovostnih skupnih regulativnih in nadzornih standardov in praks, zlasti s pripravo mnenj za institucije EU ter z razvojem smernic, priporočil in osnutkov regulativnih in izvedbenih tehničnih standardov,
- prispeva k dosledni uporabi pravno zavezujočih aktov evropske skupnosti, zlasti s prizadevanjem za skupno kulturo na področju nadzora, zagotavljanjem usklajene, uspešne in učinkovite uporabe aktov, zagotavljanjem učinkovitega in skladnega nadzora nad finančnimi institucijami, zagotavljanjem skladnega delovanja kolegijev nadzornikov in sprejemanjem ukrepov, med drugim tudi v izrednih razmerah,
- spodbuja varstvo vlagateljev in investitorjev,
- prispeva k skladnemu in doslednemu delovanju kolegijev nadzornikov,
- prispeva k spremljanju, ocenjevanju in merjenju systemskega tveganja, razvijanju ter usklajevanju načrtov reševanja in sanacije ter
- zagotavlja visoko raven zaščite vlagateljev in investitorjev.

Velik del napora delovanja EBA je trenutno usmerjen predvsem v oblikovanje enotnih pravil in postopkov (angl. *single rulebook*) v zvezi z bonitetnimi pravili za kreditne institucije in investicijska podjetja, ki vključujejo tako pravila, ki se nanašajo na kapital in kapitalsko ustreznost, različne vrste tveganj, korporativno upravljanje, nagrajevanje, nadzorniško poročanje ter razkritja-vse povezano z implementacijo direktive o bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij (Regulation and policy, 2016).

V temah, ki se dotikajo tudi drugih sektorjev, EBA tesno sodeluje z drugimi nadzornimi organi v okviru JC, v delu, ki pa se nanaša na systemsko pomembne institucije pa se posvetuje z ESRB, IOSCO oziroma drugimi mednarodnimi institucijami.

Šele v zadnjem času je se delo EBA osredotočilo tudi na delovanje investicijskih podjetij. V ta namen je bila v okviru EBA ustanovljena tudi posebna delovna skupina, ki obravnava bonitetno regulacijo teh vrst finančnih institucij in je bil posebej v ta namen objavljen tudi del spletnih strani, kjer uporabniki lahko najdejo več koristnih informacij o tekočih aktivnostih EBA, vezanih na aktivnosti povezane z investicijskimi podjetji. Do sedaj je EBA na svojih spletnih straneh v decembru lanskega leta objavila poročilo o primernosti

bonitetne ureditve za investicijska podjetja, o katerem bo več govora tudi v zadnjem delu te naloge (Investment Firms, 2016).

7.2 Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB)

Naloge in odgovornosti ESRB so, tako kot za EBA, določene z Uredbo (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja. Odbor je bil ustanovljen 16. decembra 2010, kot del odgovora na dogajanje povezano s finančno krizo iz leta 2008, odboru pa predseduje predsednik Evropske centralne banke (Organisation, 2016).

ESRB je odgovoren za makrobonitetni nadzor nad finančnim sistemom v EU, vključno s kreditnimi institucijami in investicijskimi podjetji, da bi pripomogel k preprečitvi ali ublažitvi sistemskih tveganj za finančno stabilnost v EU, ki so posledica razvoja znotraj finančnega sistema, upošteva makroekonomski razvoj, da bi se tako izognili obdobjem obsežnejših finančnih težav. Prispeva k nemotenemu delovanju notranjega trga in s tem zagotavlja trajnostni prispevek finančnega sektorja h gospodarski rasti (Uredba (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja).

ESRB na podlagi Uredbe (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja opravlja tudi naslednje naloge (Uredba (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja):

- ugotavlja sistemska tveganja in jih razvršča po pomembnosti,
- izdaja opozorila in priporočila kot odziv na ugotovljena tveganja in jih po potrebi objavi ter spremlja njihovo izvajanje ter
- tesno sodeluje z vsemi drugimi udeleženci v ESFS v zvezi z zagotavljanjem informacij o sistemskih tveganjih.

Delo tako EBA kot tudi ESRB je zelo bančno naravnano. Deloma to izhaja iz samega namena za katerega sta bili ti dve instituciji ustanovljeni, njunih misij in ciljev ter tudi zaradi pomembnosti kreditnih institucij in vpliva, ki ga te imajo na delovanje finančnega sistema in zagotavljanje sistemske stabilnosti.

K osredotočenosti na bančni sektor nenazadnje pripomore tudi sama sestava članov teh dveh institucij. Tako prvo, kot tudi drugo institucijo namreč predstavljajo predvsem strokovnjaki iz bančnega sektorja ter predstavniki centralnih bank posameznih držav.

Zadnjemu pa sledi tudi vsebina dokumentov, ki jih tovrstni instituciji pripravljata in objavljata. Tudi iz tega razloga se tehnični standardi, smernice, priporočila in ostali dokumenti osredotočajo predvsem na delovanje kreditnih institucij, manj pa na delovanje agentskih finančnih institucij kot so investicijska podjetja ter ne upoštevajo specifik delovanja slednjih.

7.3 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)

ATVP je bila kot pravna oseba javnega prava, zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov, ustanovljena leta 1994 z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS, št. 51/2006-ZTVP-1-UPB2, 114/2006-ZUE). Agencija danes med drugim izvršuje vse naloge in pristojnosti, določene z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS, št. 108/2010-ZTFI-UPB3, 78/2011, 55/2012, 105/2012-ZBan-1J, 63/2013-ZS-K, 30/2016, v nadaljevanju ZTFI), ki ureja tudi delovanje investicijskih podjetij v Sloveniji, to je delovanje borznoposredniških družb, ki za svoj račun oziroma za račun strank opravljajo investicijske storitve in posle (Naloge in pristojnosti, 2016).

Kljub temu, da je ATVP pri svojem delu samostojna in neodvisna, pa stroka opozarja, da je potrebna dodatna ureditev položaja agencije na način, da bo ta po finančni, personalni, organizacijski in operativni neodvisnosti primerljiva z Banko Slovenije in položajem podobnih institucij v drugih državah članicah EU. ATVP je sicer pri opravljanju svojih del in nalog samostojna in neodvisna, področje zaposlovanja pa ureja zakonodaja, ki velja za celoten javni sektor, direktorja agencije pa na predlog Vlade Republike Slovenije imenuje Državni zbor. K opredelitvi ustrezne ureditve nadzornih funkcij in k njihovem ustreznemu strokovnemu in neodvisnemu delovanju je pozval tudi Svet za pripravo strategije razvoja slovenskega finančnega sistema (Štiblar, 2013).

ATVP je na podlagi ZTFI pristojna in odgovorna za nadzor nad poslovanjem vseh borznoposredniških družb ter za nadzor nad opravljanjem investicijskih storitev in poslov na območju Republike Slovenije. Medtem ko je za bonitetni nadzor kreditnih institucij pri nas pristojna in odgovorna Banka Slovenije, pa je, vezano na poslovanje borznoposredniških družb, zakonodajalec pooblastilo za bonitetni nadzor borznoposredniških družb podelil ATVP.

ATVP opravlja nadzor nad investicijskimi podjetji v okviru zakonskih pristojnosti in pooblastil, ki ji jih daje ZTFI, in sicer (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2015):

- s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil subjektov nadzora, med njimi investicijska podjetja, o posameznih dejstvih in okoliščinah, ki med drugim vključuje tudi podatke o kapitalu in kapitalski ustreznosti, likvidnosti, izpostavljenosti in naložbah v kvalificirane deleže v osebah izven finančnega sektorja, priloge k

- nenumeričnim poročilom v zvezi z računovodskimi izkazi investicijskih podjetij ter druga obvestila o izpolnjevanju pogojev v zvezi z upravljanjem s tveganji,
- z opravljanjem pregledov poslovanja v okviru rednih in izrednih nadzornih postopkov ter
 - z izrekanjem ukrepov nadzora.

ATVP je na podlagi novele ZTFI-F postala pristojna in odgovorna tudi za izvajanje določb direktive CRD in uredbe CRR, ki skupaj z ostalimi delegiranimi in izvedbenimi akti Evropske Komisije in Sveta ter priporočili, smernicami in mnenji EBA tvorijo bonitetna pravila, ki se uporabljajo za investicijska podjetja oziroma borznoposredniške družbe pri nas. S prej navedeno novelo zakona je zakonodajalec preklical velik del podzakonskih aktov ATVP, ki so se nanašali na upravljanje s tveganji v borznoposredniških družbah ter ATVP podelil pooblastilo, da, ob upoštevanju podzakonskih aktov, ki jih na podlagi pravil o upravljanju s tveganji za banke oziroma kreditne institucije predpiše Banka Slovenije, za borznoposredniške družbe pripravi nova pravila, ki bodo med drugim urejala tudi bonitetni nadzor investicijskih podjetij pri nas, tj. borznoposredniških družb.

ATVP si kot nadzorni organ na podlagi podpisanih bilateralnih ali multilateralnih pogodb o sodelovanju izmenjuje mnenja in sodeluje tudi z drugimi nadzornimi organi EU, EBA in ESMA. Na področju sprejemanja bonitetne zakonodaje ATVP preko različnih delovnih skupin in odborov sodeluje pri pripravi predlogov in stališč, ki pripomorejo k poenotenju evropske zakonodaje in ustvarjanju tako imenovanega enotnega finančnega prostora na območju EU. Slednje poleg pravil o opravljanju investicijskih storitev in poslov, vključuje tudi sodelovanje v odborih, ki se ukvarjajo z obravnavo bonitetne regulacije investicijskih podjetij, ki pa so ustanovljeni v okviru EBA (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2015).

8 REGULATORNI OKVIR BONITETNEGA NADZORA

V tem delu bo predstavljen regulatorni okvir bonitetnega nadzora investicijskih podjetij v EU. Pri tem bo na kratko prikazan prehod bonitetne ureditve investicijskih podjetij od leta 1993 pa do danes, ko zanje velja direktiva CRD, ki prenaša določbe Basla III. Prikazane bodo nekatere specifičnosti poslovanja investicijskih podjetij, ki zaradi navedenega zahtevajo tudi temu primerno regulatorno obravnavo. S tem v zvezi bodo predstavljene nekatere vrste tveganj, ki so jim investicijska podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena ter razlikovanje njihove narave poslovanja in izpostavljenosti tveganjem v primerjavi s poslovanjem kreditnih institucij.

V zadnjem delu tega poglavja predstavljam nekatere nove poglede na bonitetno zakonodajo investicijskih podjetij na področju EU.

8.1 Opredelitev investicijskega podjetja

Investicijska podjetja so za potrebe bonitetnega in sistemskega nadzora opredeljene v direktivi CRD oziroma uredbi CRR, medtem ko so za potrebe pravil opravljanja investicijskih storitev in poslov ter pomožnih investicijskih storitev investicijska podjetja opredeljena z Direktivo 2004/39/ES¹⁰ oziroma Direktivo 2014/65/ES¹¹, ki bo prvo predvidoma nadomestila 3. januarja 2018. Medtem ko CRR opredeli kreditno institucijo kot družbo katere dejavnost je sprejemanje vlog ali drugih vračljivih sredstev od javnosti in dajanje kreditov za svoj račun, pa so investicijska podjetja opredeljena kot osebe iz prve točke prvega odstavka 4. člena Direktive 2004/39/ES, za katero veljajo zahteve, določene z navedeno direktivo, razen:

- kreditnih institucij,
- lokalnih podjetij in
- podjetij, ki niso pooblaščen za opravljanje pomožne investicijske storitve hrambe in upravljanja finančnih instrumentov za račun strank, vključno s skrbništvom in sorodnimi storitvami, kot je upravljanje gotovine/zavarovanja in opravljajo le eno ali več naslednjih investicijskih storitev ali dejavnosti (i) sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti (ii) izvrševanje naročil za račun strank (iii) gospodarjenje s finančnimi instrumenti in (iv) investicijsko svetovanje ter ne smejo upravljati denarja ali vrednostnih papirjev svojih strank in zato ne morejo nikoli stopiti v dolžniško razmerje z njimi (Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012).

Na drugi strani Direktiva 2004/39/ES in kasneje Direktiva 2014/65/ES opredeljujeta pojem investicijskega podjetja kot katero koli pravno osebo, katere redna dejavnost ali posel je poklicno opravljanje ene ali več investicijskih storitev za tretje stranke in/ali opravljanje ene ali več investicijskih dejavnosti (Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS). Pojem investicijskega podjetja je bil z Direktivo 2004/39/ES prenesen tudi v slovenski pravni red, in sicer v ZTFI.

Navedeni zakon v 11. členu investicijsko podjetje opredeljuje kot pravno osebo, ki profesionalno kot svojo redno dejavnost opravlja investicijske storitve za druge osebe ali investicijske posle. V Sloveniji lahko v splošnem investicijske storitve in posle tako

¹⁰Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS.

¹¹Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU.

opravljajo banke (kreditna institucija s sedežem v Republiki Sloveniji), kreditne institucije držav članic, kreditne institucije tretjih držav (preko podružnice), borznoposredniške družbe, investicijska podjetja držav članic EU ter investicijska podjetja tretjih držav (prav tako zgolj preko podružnice). Investicijsko podjetje, ustanovljeno v Republiki Sloveniji ZTFI opredeli kot družbo, ki ni banka in je pridobila dovoljenje ATVP za opravljanje investicijskih storitev in poslov ter jo poimenuje kot borznoposredniška družba.

Medtem ko je banka lahko na podlagi določb Zakona o bančništvu (Ur.l. RS, št. 25/2014, v nadaljevanju ZBan-2) organizirana zgolj v obliki delniške družbe ali evropske delniške družbe, pa je skladno z ZTFI veljavna pravno organizacijska oblika investicijskega podjetja, ustanovljenega v Republiki Sloveniji lahko tudi družba z omejeno odgovornostjo. Kot bomo videli v nadaljevanju posredno iz pravno organizacijske oblike institucije izhaja tudi potreba po razkritjih, ki pa je za investicijska podjetja navadno manj relevantna.

Tudi zahteve glede minimalne višine osnovnega kapitala za banke se močno razlikujejo od zahtev, ki veljajo za investicijska podjetja. Medtem ko za banke velja, da najnižji znesek ustanovnega kapitala ne sme biti nižji od 5 milijonov EUR, pa na splošno za investicijska podjetja velja pravilo, da mora imeti vsaj 730.000 EUR osnovnega kapitala, v nekaterih posebnih primerih, pa je ta znesek lahko tudi nižji.

V zvezi s storitvami, ki jih lahko posamezna vrsta institucije opravlja velja, da lahko banka oziroma kreditna institucija opravlja veliko večji nabor storitev in poslov¹², med katerimi zgolj eno vrsto predstavlja opravljanje investicijskih storitev in poslov. Na drugi strani je opravljanje investicijskih storitev in poslov (poleg opravljanja pomožnih investicijskih storitev) glavna vrsta storitev, ki jih lahko opravlja investicijsko podjetje pri nas in mora za to pridobiti tudi ustrezno dovoljenje nadzornega organa.

Že iz same opredelitve tako izhaja, da je obseg storitev, ki jih lahko opravljajo kreditne institucije oziroma banke precej večji, kot je obseg storitev, ki jih lahko opravljajo investicijska podjetja oziroma borznoposredniške družbe. Iz navedenega tako posredno izhaja tudi, da se izpostavljenost tveganjem pri poslovanju bank lahko (in se) razlikuje od izpostavljenosti tveganjem borznoposredniških družb.

¹²Banka lahko skladno z določbami ZBan-2 opravlja vse naslednje storitve a) sprejemanje depozitov in drugih vračljivih sredstev, b) dajanje kreditov, faktoring in forfeiting, c) finančni zakup, d) plačilne storitve in storitve izdajanja elektronskega denarja in izdajanje in upravljanje drugih plačilnih instrumentov, e) izdajanje garancij in drugih jamstev, f) trgovanje za svoj račun ali za račun strank, g) sodelovanje pri izdaji vrednostnih papirjev in storitve, povezane s tem, h) svetovanje podjetjem glede kapitalske strukture, poslovne strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združitvami in nakupom podjetij, i) denarno posredništvo na medbančnih trgih, j) upravljanje naložb in svetovanje v zvezi s tem, k) hramba vrednostnih papirjev in druge storitve, povezane s hrambo, l) kreditne bonitetne storitve, m) oddajanje sefov, n) investicijske storitve in posli ter pomožne investicijske storitve po ZTFI ter o) dodatne in druge finančne storitve, ki imajo glede načina opravljanja in tveganj, ki jim je banka pri opravljanju izpostavljena, podobne značilnosti kot storitve opisane zgoraj.

Banke oziroma kreditne institucije, ki poleg bančnih storitev opravljajo tudi investicijske storitve so tako neposredna konkurenca navadno manjšim investicijskim podjetjem. Obratno sklepanje je manj verjetno, saj investicijska podjetja ne smejo opravljati bančnih storitev in za to niti ne morejo pridobiti dovoljenja nadzornega organa. Tudi Berk Skok ugotavlja (2010), da bodo morale borznoposredniške družbe, če bodo želele biti uspešne, svojo dejavnost po eni strani usmeriti v posredništvo na tujih trgih s povezavami prek svojih podjetij in predvsem okrepiti storitveni del poslovanja, kot so izdaje finančnih instrumentov oziroma pridobivanje finančnih virov, svetovanje pri prevzemnih aktivnostih, zagotavljanje premostitvenega financiranja, svetovanje na področju strateškega pozicioniranja, davčno svetovanje, ipd.

Borznoposredniške družbe imajo namreč poleg investicijskih bank in specializiranih oddelkov znotraj univerzalnih bank, ključno vlogo pri zagotavljanju financiranja podjetij na primarnem trgu. Izjemnega pomena za njihovo uspešnost je poznavanje lokalnih predpisov, sodobne finančne teorije in prakse, poznavanje baze potencialnih strank in poslovnih partnerjev, temeljnih razvojnih vprašanj in lobistična moč nasproti zakonodajalcem oziroma regulatorjem (Berk Skok, 2010).

Ker investicijska podjetja ne opravljajo bančne storitve sprejemanja depozitov od javnosti in dajanja kreditov za svoj račun, ne opravljajo funkcije ročnostne transformacije sredstev, ki je tako značilna za bančni sektor in sektor skladov denarnega trga (angl. *money market funds*). Narava financiranja kratkoročnih obveznosti (depoziti pri bankah) z dolgoročnimi viri (dani krediti) tovrstne institucije vseskozi izpostavlja predvsem kreditnemu in likvidnostnemu tveganju. Predvsem slednje ima za posledico specifiko tveganja navala na banke (angl. *bank run*) in ki zaradi medsebojne povezanosti kreditnih institucij lahko vodi v sistemska tveganja za finančni sistem. Kot bomo to videli v poglavju o sistemskem tveganju je ta del za investicijska podjetja navadno manj pomemben.

8.2 Drugačnost narave poslovanja investicijskih podjetij

Priporočila glede bonitetnega nadzora investicijskih podjetij sicer v sami osnovi daje IOSCO, kot združenje nacionalnih regulatorjev kapitalskega trga. Cilji in principi regulacije kapitalskih trgov, ki temeljijo na zaščiti vlagateljev, zagotavljanju poštenega, učinkovitega in preglednega delovanja finančnih trgov in zmanjševanju sistemskega tveganja v splošnem zahtevajo tudi spoštovanje minimalnih kapitalskih in bonitetnih zahtev, ki odražajo tveganja, ki so jim takšne institucije izpostavljene pri svojem delovanju. Polega navedenega morajo obstajati tudi mehanizmi, ki zagotavljajo urejeno prenehanje delovanja takšnih institucij s ciljem čim manjše škode za vlagatelje in omejitev sistemskega tveganja (Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2010).

Narava poslovanja ter tveganj, ki iz njihovega poslovanja izhaja se med kreditnimi institucijami in investicijskimi podjetji navadno precej razlikuje. Za investicijska podjetja tako velja, da (Llewellyn, 1999b):

- je sistemsko tveganje pri tovrstnih institucijah navadno precej manjše kot pri kreditnih institucijah oziroma ta pogosto celo ne obstaja,
- je verjetnost okužbe drugih družb znotraj sistema (angl. *contagion*) zaradi vsebine pogodb, sklenjenih s tovrstnimi finančnimi institucijami manjša,
- njihovo poslovanje nima neposrednega vpliva na nedelovanje plačilnih sistemov,
- moralni hazard navadno ni tolikšen kot pri kreditnih institucijah, saj investicijskim podjetjem pomoč centralne banke, kot posojilodajalca v skrajni sili ni na voljo, prav tako pa investicijska podjetja ne sprejemajo depozitov od javnosti, za katere bi veljale garancijske sheme¹³,
- imajo večja investicijska podjetja v svoji bilanci tudi likvidna sredstva, s katerimi je mogoče trgovati na sekundarnih kapitalskih trgih, njihovo bilančno prilagajanje pa je pogosto veliko hitrejšo kot bilančno prilagajanje kreditnih institucij, ki imajo na eni strani izrazito kratkoročne obveznosti v obliki depozitov ter na drugi strani izrazito dolgoročna sredstva v obliki danih kreditov,
- se nebančne finančne institucije dodatno, za razliko od kreditnih institucij, bolj izdatno financirajo z dolgoročnimi viri in tako niso tako močno odvisne od kratkoročnih virov financiranja, kot je to navadno značilno za kreditne institucije,
- sredstva nebančnih finančnih institucij pogosto predstavljajo tržno obliko premoženja, ki se času delovanja takšne institucije (angl. *going concern*) ne razlikuje bistveno od vrednosti tega premoženja v času likvidacije oziroma prenehanja te institucije (angl. *gone concern*).

Kljub razlikam pa so na določitev bonitetnih zahtev za investicijska podjetja in regulacije povezane s tem ključno vplivali baselski standardi oziroma kasneje sprejete kapitalske direktive, ki so področje bonitetnega nadzora prenesli na poslovanje kreditnih institucij in investicijskih podjetij.

Prve bonitetne standarde je v EU za investicijska podjetja vzpostavila Direktiva 93/6/EGS Parlamenta in Sveta¹⁴. Navedena direktiva v osnovi za investicijska podjetja prenaša pravila prvih baselskih standardov iz leta 1988, pri čemer določa pravila za izračun kreditnega tveganja (z navezovanjem na direktivo, ki na tem področju velja za kreditne institucije), izračun tržnega tveganja, ki vključuje tveganja iz naslova trgovanja z lastniškimi in dolžniškimi finančnimi instrumenti ter valutno tveganje ter dodatno na novo določa minimalno višino osnovnega kapitala investicijskih podjetij v višini 730.000 EUR,

¹³Kljub temu velja že na tem mestu opozoriti, da za investicijska podjetja veljajo tudi določbe glede sheme zajamčenih terjatev vlagateljev, ki na podoben način kot depozitne sheme pri kreditnih institucijah, lahko (dodatno) spodbuja moralni hazard.

¹⁴Direktiva Sveta 93/6/EGS o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij.

125.000 EUR oziroma 50.000 EUR, v odvisnosti od obsega storitev, ki jih investicijsko podjetje opravlja in ki je namenjena stabilnemu poslovanju investicijskih podjetij (angl. *going concern*) in zaščiti investitorjev. Bonitetna pravila so bila za investicijska podjetja določena, ker naj bi si investicijska podjetja in kreditne institucije neposredno konkurirali, ker lahko oboji opravljajo enake storitve in ker naj bi bile obe vrsti institucij izpostavljeni podobnim tveganjem (Direktiva 93/6/EGS Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij).

Prenos Basla II v zakonodajo EU je nadaljeval sklop dveh direktiv, poznani pod skupnim imenom CAD. Obe direktivi sta v celoti nadomestili direktivo iz leta 1993 ter za investicijska podjetja kot obvezujoče implementirala že tedaj precej zahtevne standarde Basla II. Direktiva CAD je bila v slovenski finančni prostor za investicijska podjetja prenesena z ZTFI. Z implementacijo ter uporabo tega zakona so investicijska podjetja pri nas bile prvič deležne bonitetnih standardov, kot so jih pred tem poznale samo kreditne institucije oziroma banke. Slovenska zakonodaja je na tem področju praktično v celoti, z izjemo redkih posebnosti¹⁵, že takrat sledila bančnemu zakonu oziroma podzakonskim aktom Banke Slovenije, ki jih je ta na področju bonitetnih zahtev predpisala za banke.

Vsebina direktive CAD je v precejšnji meri sledila vsebini Basla II, prav tako tudi slovenska zakonodaja. Ker je vsebina drugih baselskih standardov pojasnjena v enem izmed prejšnjih poglavij, vsebine direktiv na tem mestu ne podajamo ponovno.

Ob sprejemanju obeh prej navedenih direktiv študije učinkov (angl. *impact study*) implementacije bonitetne zakonodaje na investicijska podjetja Evropska Komisija ni nikoli opravila. Na navedeno je opozorilo tudi Združenje upravljavcev premoženja (angl. *Wealth Management Association*) (Association of Private Client Managers and Stockbrokers, 2003), v nadaljevanju pa so se vrstili tudi pozivi k večji proporcionalnosti bonitetne regulacije za investicijska podjetja. V odgovoru na poziv Evropske Komisije k pregledu zakonodajnega okvira EU na področju finančnih storitev iz septembra lanskega leta je na problematiko bonitetne regulacije investicijskih podjetij opozorilo več držav članic, med njimi Švedsko in Finsko ministrstvo za finance, Španski nadzornik kapitalskega trga, Avstrijski nadzorni organ kapitalskega trga, ministrstvo za finance ter centralna banka ter Češka centralna banka (Published Results: financial-regulatory framework review, 2016).

S težavami pri implementaciji nove kapitalske direktive pa so se na področju investicijskih podjetij srečevale tudi nekatere manjše države članice. Bonitetna zakonodaja v obliki nacionalnih pravil, ki zajamejo tudi manjša in srednje velika investicijska podjetja naj bi namreč vplivala predvsem na pretirano regulacijo takšnih družb, povečevala vstopne ovire

¹⁵Izjema je na primer Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti, ki ga mora zagotavljati borznoposredniška družba (Ur.l. RS, št. 106/07), ki je področje likvidnostnih zahtev in tveganj urejal drugače, kot je bilo to urejeno za kreditne institucije.

ter posledično zmanjševala konkurenčnost finančnega trga posamezne države članice EU (Buttigieg, 2012).

Med regulatornimi organi je že takrat prevladovalo soglasje, da je strožja bonitetna zakonodajna ureditev primerna in potrebna za finančne institucije, ki so velike, medsebojno povezane in poslujejo z visokim finančnim vzvodom in tako predstavljajo sistemsko tveganje za finančni sistem (Tarullo, 2014). Medtem ko se je ZDA na krizo v letu 2008 odzvala s sprejetjem zgolj določenih elementov novega baselskega standarda (Basel III) in na način, kot je to pojasnjeno v poglavju 6.1.4., pa je EU zavzela strožje stališče ter priporočila BCBS implementirala skorajda v celoti tako za kreditne institucije kot tudi za investicijska podjetja, in sicer skozi direktivo CRD in uredbo CRR. Neobvezujoče standarde Basla III, namenjene mednarodno aktivnim kreditnim institucijam, direktiva in uredba preoblikujeta v zavezujoča pravila, ki se uporabljajo za vse kreditne institucije ter investicijska podjetja¹⁶. Na kompleksnost direktive CRD že v začetku kaže ločitev na tipe investicijskih podjetij, za katere se uporabljajo različni pristopi pri ugotavljanju, ocenjevanju ali izračunavanju ter poročanju o tveganjih. Direktiva loči med 11. vrstami investicijskih podjetij, za katere se uporablja različen obseg bonitetnega nadzora. Vrste investicijskih podjetij po direktivi CRD so prikazane v Tabeli 3.

Iz Tabele 3 tako na primer izhaja, da se za institucije, ki so pridobile dovoljenje nadzornega organa za opravljanje vseh investicijskih storitev in poslov, enako kot za kreditne institucije, uporabljajo določbe CRD in CRR v celoti. Enako velja tudi za investicijska podjetja, ki upravljajo z obliko večstranskega sistema trgovanja.

Za nekatere druge vrste investicijskih podjetij, ki ne opravljajo celotnega nabora investicijskih storitev in poslov se določbe CRD in CRR uporabljajo zgolj v nekaterih delih. Navedeno še posebej velja za investicijska podjetja, ki nimajo dovoljenja pristojnega organa za poslovanje za svoj račun oziroma opravljanja investicijske storitve izvedbe prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa.

Iz posameznih vrst storitev, ki jih opravljajo investicijska podjetja pa izhajajo tudi drugačna tveganja, ki so jim pri svojem poslovanju ta izpostavljena. Iz navedenega razloga je tudi zakonodajalec do določene mere nekatere dele bonitetne ureditve investicijskim podjetjem prilagodil, še vedno pa pozoren bralec takšne ureditve zasluti, da takšna ureditev močno temelji na poslovanju kreditnih institucij ter da v mnogih delih zahteva drugačno obravnavo investicijskih podjetij. V nadaljevanju so predstavljeni nekateri elementi, ki bi takšno prilagojeno obravnavo nedvomno potrebovali.

¹⁶Direktiva CRD in uredba CRR za nekatera investicijska podjetja, ki jih je mogoče uvrstiti v kategorijo malih in srednje velikih podjetij določata tudi nekatere opcije in diskrecije, ki jih država članica oziroma pristojni nadzorni organ lahko uveljavita. Slednje na primer velja za uporabo dela 6 uredbe CRR, ki se nanaša na uporabo določb povezanih s količnikom likvidnostnega kritja in količnikom neto stabilnega financiranja ter uporaba določb, vezanih na spoštovanje pravil glede kapitalskih blažilnikov.

Tabela 3: Vrste investicijskih podjetij na podlagi določb Direktive 2013/36/EU

	Kategorija	Začetni kapital	Kapitalske zahteve
1	Lokalna podjetja (CRR 4(1)(4))	50.000 EUR (CRD 30)	Se ne uporablja
2	Družbe iz CRR 4(1)(2)(c), ki opravljajo zgolj investicijsko storitev sprejemanja in posredovanja naročil in/ali investicijsko svetovanje	50.000 EUR (CRD 31(1))	Se ne uporablja
3	Družbe iz CRR 4(1)(2)(c), ki opravljajo zgolj investicijsko storitev sprejemanja in posredovanja naročil in/ali investicijsko svetovanje in so licencirane v okviru IMD direktive	25.000 EUR (CRD 31(2))	Se ne uporablja
4	Družbe iz CRR 4(1)(2)(c), ki opravljajo vsaj investicijsko storitev izvrševanja naročil strank in/ali upravljanje premoženja s finančnimi instrumenti	50.000 EUR (CRD 31(1))	CRR 95(2)
5	Investicijska podjetja, ki nimajo dovoljenja za poslovanje za svoj račun in/ali izvedbo prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa in ne držijo denarnih sredstev/finančnih instrumentov strank	50.000 EUR (CRD 29(3))	CRR 95(1)
6	Investicijska podjetja, ki nimajo dovoljenja za poslovanje za svoj račun in/ali izvedbo prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa in držijo denarna sredstva/finančne instrumente strank	125.000 EUR (CRD 29(1))	CRR 95(1)
7	Investicijska podjetja, ki upravljajo MTF	730.000 EUR (CRD 28(2))	CRR 95(1)
8	Investicijska podjetja, ki izvajajo posle za svoj račun ter pri tem izvršujejo naročila strank	730.000 EUR (CRD 28(2))	CRR 96(1)(a)
9	Investicijska podjetja, ki ne držijo denarnih sredstev/finančnih instrumentov strank, opravljajo samo storitev trgovanja za svoj račun in nimajo zunanjih strank	730.000 EUR (CRD 28(2))	CRR 96(1)(b)
10	Družbe, ki trgujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago in niso izvzete iz direktive 2004/39/ES	Od 50.000 do 730.000 EUR (CRD 28 do 29)	CRR 493 in 498
11	Druga investicijska podjetja	730.000 EUR (CRD 28(2))	CRR 92

Vir: Evropski bančni organ, Report on Investment Firms - Response to the Commission's Call for Advice of December 2014, 2015, str. 15.

8.3 Kapital in kapitalske zahteve

Kapital investicijskih podjetij je za potrebe bonitetnih standardov določen na dva načina. Prvi je opredeljen kot minimalni osnovni kapital in je določen v višini 730.000 EUR, 125.000 EUR oziroma 50.000 EUR, v odvisnosti od storitev, ki jih investicijsko podjetje sme opravljati. Višina osnovnega kapitala za investicijska podjetja je bila določena že davnega leta 1993 s prvo kapitalsko direktivo¹⁷ in se od takrat njegov nivo ni spreminjal.

¹⁷3. člen Direktive Sveta 93/6/EGS o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij.

Višina potrebnega kapitala investicijskega podjetja pa se določa tudi skozi višino kapitalskih zahtev, ki skupaj z minimalnim osnovnim kapitalom določajo njegovo višino.

Višina osnovnega kapitala je bila že leta 1993 določena arbitrarno, brez opravljene poprejšnje analize oziroma študije učinkov. Na navedeno kaže tudi primerjava pri določanju višine kapitala, vezano na Tabelo 3 te naloge. Višina osnovnega kapitala investicijskega podjetja, ki upravlja večstranski sistem trgovanja (angl. *multilateral trading facility*) je enaka višini osnovnega kapitala investicijskega podjetja, ki opravlja ves nabor investicijskih storitev in poslov. Podobno velja tudi za primerjavo med nekaterimi drugimi vrstami investicijskih podjetij iz te tabele.

Višina osnovnega kapitala posredno kaže tudi na to, da je zakonodajalec že ob sprejemu zakonodaje leta 1993 pripoznal investicijska podjetja kot manj (sistemsko) pomembne institucije. Medtem ko je bila za kreditne institucije predvidena minimalna višina osnovnega kapitala v višini 5 milijonov EUR, pa je bila ta za investicijska podjetja določena v višini največ 730.000 EUR. Višina kapitala, ki ga mora zagotavljati posamezna institucija v finančnem sektorju, naj bi namreč odražala tudi sposobnost prevzemanja tveganja takšne institucije, razmerja v višini osnovnega kapitala med investicijskimi podjetji in kreditnimi institucijami pa ostajajo enaka tudi danes.

Dodatno je mogoče v zvezi s kapitalom izpostaviti tudi nivo kompleksnosti njegove določitve oziroma izračuna. Medtem ko kapitalna direktiva določa lastnosti in specifične posameznega elementa kapitala, njegove odbitne postavke in ostale elemente, ki se vežejo na stalnost, fleksibilnost in sposobnost pokrivanja izgub, pa je z vidika predvsem manjših investicijskih podjetij takšna sistematizacija pogosto preveč kompleksna in ne upošteva specifik, ki veljajo za takšna investicijska podjetja.

Mnoga investicijska podjetja namreč niso organizirana kot delniške družbe, kot to velja za kreditne institucije, ki morajo na takšen način biti organizirane že na podlagi relevantne zakonodaje. Tudi v Sloveniji smo v preteklosti imeli primere borznoposredniških družb, ki so bile organizirane kot družbe z omejeno odgovornostjo, kjer je pojem kapitala (in ne deležev) in njegovih karakteristik težko aplicirati na njihovo poslovanje. V tujini so pogosta tudi investicijska podjetja oblikovana kot samostojni podjetniki z izjemno poenostavljenim sistemom poslovanja in enostavnimi modeli upravljanja s tveganji, zato so načini upoštevanja kapitalskih instrumentov, izvzetja in njegov izračun za investicijska podjetja pogosto nepotrebno prekompleksna (Evropski bančni organ, 2015).

8.4 Operativno tveganje

Operativno tveganje je v ZBan-2 opredeljeno kot tveganje nastanka izgube, vključno s pravnim tveganjem, zaradi naslednjih okoliščin:

- zaradi neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov,
- zaradi drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe,
- zaradi neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe ali
- zaradi zunanjih dogodkov ali dejanj.

Kot za kreditne institucije je tudi za investicijska podjetja na voljo več različnih pristopov za izračun kapitalske zahteve za operativno tveganje. Investicijska podjetja lahko tako izbirajo med osnovnim, standardiziranim ter naprednim pristopom.

Enostavni pristop za izračun kapitalske zahteve za operativno tveganje temelji na triletnem povprečju vsote čistih obrestnih in neobrestnih prihodkov investicijskega podjetja, pri čemer se upoštevajo samo pozitivne vrednosti posameznega poslovnega leta. Uredba CRR podrobneje določa postavke, ki morajo biti vključene v izračun. Te so predvsem naslednje: prihodki in odhodki iz obresti, prihodki od delnic in drugih vrednostnih papirjev z variabilnim oziroma fiksnim donosom, prejete in dane opravnine oziroma provizije, čisti dobiček ali izguba iz finančnih poslov ter drugi poslovni prihodki.

Standardizirani pristop je osnovan na enakih postavkah za izračun kapitalske zahteve, vendar pa mora investicijsko podjetje pri tem svoje poslovanje razdeliti v osem poslovnih področij, ki so jim dodeljene posebne uteži tveganja, s katerimi investicijsko podjetje uteži višino čistih obrestnih in neobrestnih prihodkov iz posameznega poslovnega področja. Kapitalska zahteva predstavlja povprečje letnih kapitalskih zahtev za zadnja tri poslovna leta pred letom, za katerega se izračuna kapitalska zahteva kot vsota kapitalskih zahtev za posamezno poslovno področje. V Tabeli 4 so prikazana poslovna področja z opisi dejavnosti in utežmi za posamezno področje.

Napredni pristop za izračun kapitalske zahteve za kreditno tveganje temelji na instituciji lastnem sistemu merjenja operativnega tveganja. Investicijsko podjetje mora poleg nekaterih splošnih standardov upravljanja z operativnim tveganjem izpolnjevati tudi dodatne, kvalitativne in kvantitativne kriterije, kjer se prvi nanašajo predvsem na sistem merjenja operativnega tveganja, neodvisnost funkcije upravljanja z operativnim tveganjem, poročanjem o izpostavljenosti iz tega naslova ter dokumentiranostjo samega poslovnega procesa, drugi pa na podrobne sisteme merjenja in opazovanja in izdelave scenarijev (Sklep o izračunu kapitalske zahteve za operativno tveganje za borznoposredniške družbe Ur.l. RS, št. 106/2007, 80/2011). Tako standardizirani kot tudi napredni pristop sta pri investicijskih podjetjih tudi na ravni EU izjemno redko uporabljana pristopa (Evropski bančni organ, 2015).

Tabela 4: Poslovna področja za izračun kapitalske zahteve za operativno tveganje po standardiziranem pristopu

	Poslovno področje	Seznam dejavnosti	Utež tveganja
1	Podjetniške finance	- Prva prodaja finančnih instrumentov (FI) z obveznostjo odkupa ter storitve povezane s tem - Investicijsko svetovanje - Svetovanje podjetjem glede kapitalske strukture, poslovne strategije, združitve in nakupov podjetij ter sorodnih zadev - Finančne analize ter splošna priporočila v zvezi s posli s FI	18 %
2	Trgovanje in prodaja	- Poslovanje za svoj račun - Posli posredovanja na denarnem trgu - Sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več FI - Izvrševanje naročil za stranke - Ponudba FI brez obveznosti odkupa - Upravljanje MTF	18 %
3	Posli z vrednostnimi papirji na drobno	- Sprejemanje in prenos naročil v zvezi z enim ali več FI - Izvrševanje naročil za stranke - Ponudba FI brez obveznosti odkupa	12 %
4	Komercialno bančništvo	- Zbiranje vlog in drugih vračljivih sredstev - Kreditiranje - Finančni zakup - Jamstva in prevzete obveznosti	15 %
5	Bančništvo na drobno	- Zbiranje vlog in drugih vračljivih sredstev - Kreditiranje - Finančni zakup - Jamstva in prevzete obveznosti	12 %
6	Plačilo in poravnava	- Storitve plačilnega prometa - Izdajanje in upravljanje plačilnih instrumentov	18 %
7	Agencijske storitve	- Hramba in administrativne storitve povezane s FI za račun strank, skrbništvom in sorodnimi storitvami	15 %
8	Upravljanje premoženja	- Upravljanje portfeljev - Upravljanje KNPVP - Druge oblike upravljanja premoženja	12 %

Vir: Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012, str. 196-197.

Iz že zapisanega je torej razvidno, da je osnova pri izračunu kapitalske zahteve za operativno tveganje po osnovnem in standardiziranem pristopu prilagojena predvsem bančnemu sektorju, saj osnovo predstavljajo obrestni in neobrestni prihodki, tj. termin, ki je značilen za poslovanje kreditnih institucij. Delovanje investicijskih podjetij je namreč agentske narave, njihovo poslovanje pa ne temelji na dajanju kreditov in sprejemanju depozitov (oziroma drugih vrst vračljivih sredstev) od javnosti, pač pa temelji na opravljanju investicijskih storitev in poslov ter zaračunavanju provizij in opravnin iz tega

naslova. Obrestni prihodki, ki jih kreditne institucije ustvarjajo iz naslova danih kreditov oziroma posojil so značilni predvsem za bančno poslovanje, investicijska podjetja pa lahko posojila strankam dajejo zgolj z namenom, da ta opravi enega ali več poslov s finančnimi instrumenti in je investicijsko podjetje, ki je dalo posojilo, udeleženo pri teh poslih.

Dodatno so čisti obrestni prihodki v primeru poslovanja investicijskih podjetij prav zaradi zgoraj omenjenega lahko zgolj zelo grob približek oceni operativnega tveganja, ki izhaja iz poslovanja investicijskih podjetij. Višina čistih obrestnih prihodkov (razlika med obrestnimi prihodki in odhodki) namreč posredno kaznuje tudi tista investicijska podjetja, ki optimizirajo svojo prihodkovno strukturo poslovanja in so uspešna hkrati pri zniževanju odhodkov in povečevanju prihodkov.

Višina čistih obrestnih prihodkov namreč nujno ne kaže tveganosti poslovanja investicijskega podjetja, saj se lahko operativna tveganja skrivajo tudi v področjih, ki jih postavke prihodkov in odhodkov ne zajemajo (na primer zlorabe pri prodaji (*angl. mis-selling*), ukrepi nadzornega organa ter s tem povezano tveganje ugleda, različna kazniva dejanja zaposlenih in zunanjih oseb v obliki nedovoljenih ravnanj na trgu kot sta tržna manipulacija in zloraba notranjih informacij, kraja, ipd.). Izpostavljenosti, ki jih investicijska podjetja opredeljujejo v okviru tretjega stebra kot del razkritij iz naslova izpostavljenosti operativnemu tveganju se nanašajo predvsem na zaposlene, tveganje skladnosti poslovanja, nadzor nad čezmejnem poslovanjem in zunanjimi izvajalci, goljufije, natančnost podatkov, napake pri trgovanju, tožbe, ipd. (Evropski bančni organ, 2015).

Prav tako na prilagojenost bančnemu sektorju, ter s tem na neprilagojenost sektorju investicijskih podjetij, kaže tudi nabor poslovnih področij, kjer je mogoče investicijska podjetja (delno) uvrstiti v pet od skupno osmih poslovnih področij navedenih v Tabeli 4, nekatera izmed njih (komercialno bančništvo, bančništvo na drobno ter deloma tudi plačilo in poravnava) pa na poslovanje investicijskih podjetij ni mogoče aplicirati.

Investicijska podjetja, ki nimajo dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev poslovanja za svoj račun in izvedbe prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa ter pri tem lahko sprejmejo v hrambo denarno dobroimetje in finančne instrumente strank kapitalske zahteve za operativno tveganje neposredno ne izračunavajo, pač pa mora kapital takšnih investicijskih podjetij vedno dosegati vsaj znesek, ki je enak 25 % vseh rednih operativnih (poslovnih) stroškov preteklega poslovnega leta.

Navedeno povedano drugače pomeni, da mora investicijsko podjetje vzdrževati višino kapitala, ki zadostuje 3-mesečnim stroškom za primer prenehanja opravljanja investicijskih storitev in poslov. Navedeni odstotek je očitno prenizek, saj je Evropska Komisija v svojem poročilu Evropskemu Svetu, parlamentu in Komisiji za ekonomske in socialne zadeve že junija 2008 pojasnila, da so stečajni postopki zapleteni in dolgotrajni ter da

povprečen čas za dokončanje stečajnega postopka v EU znaša med 4 meseci in 9 leti (Evropska Komisija, 2008).

Ker delež kapitalske zahteve za operativno tveganje predvsem pri manjših in sistemsko manj pomembnih investicijskih podjetjih, ki jih je tudi po številu v EU največ, predstavlja več kot polovico vseh kapitalskih zahtev je pomembnost ustreznosti in pravilnosti izračuna takšne zahteve še toliko bolj očitna in pomembna.

8.5 Kreditno tveganje

Kreditno tveganje ZBan-2 opredeljuje kot tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do kreditne institucije oziroma v našem primeru do investicijskega podjetja. Za ugotavljanje, merjenje, izračun in poročanje morajo investicijska podjetja spoštovati določbe Sklepa o izračunu kapitalske zahteve za kreditno tveganje po standardiziranem pristopu za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, 74/2009 (81/2009 popr., 10/2010 popr.), 80/2011, 33/2012) in Sklepa o poročanju o kapitalu in kapitalskih zahtevah borznoposredniških družb (Ur.l. RS, št. 74/2009, 80/2011 (90/2011 popr.), 33/2012).

Poleg uporabe standardiziranega pristopa, lahko investicijsko podjetje za izračun kapitalske zahteve za kreditno tveganje uporablja tudi napredne, notranje pristope, za katere pa se zahteva predhodno dovoljenje nadzornega organa. V Sloveniji vsa investicijska podjetja za izračun kapitalske zahteve za kreditno tveganje uporabljajo standardiziran pristop, ki določa 16 kategorij izpostavljenosti, katerih kapitalsko zahtevo mora investicijsko podjetje izračunavati na podlagi vnaprej določene vzporeditve bonitetnih ocen zunanjih bonitetnih agencij, uteži tveganja in vrednosti posamezne izpostavljenosti.

Kot že ugotovljeno prej, dajanje kreditov ni glavna dejavnost investicijskih podjetij. Temu sledijo tudi zakonske določbe ZTFI, ki storitev dajanja posojil vlagateljem, da bi ti lahko opravili eno ali več poslov s finančnimi instrumenti uvrščajo zgolj med pomožne investicijske storitve, dodatno pa mora biti investicijsko podjetje, ki daje takšno posojilo, pri teh poslih udeleženo.

Kljub temu, da seveda tudi pri poslovanju investicijskih podjetij obstajajo posamezne vrste kreditnega tveganja (na primer kreditno tveganje, ki se pojavlja pri dajanju posojil, in poravnalno tveganje), pa študija EBA ugotavlja, da kreditno tveganje pri investicijskih podjetjih v EU izhaja predvsem iz pozicij povezanih z denarnimi dobroimetji, ki jih investicijska podjetja hranijo pri kreditnih in finančnih institucijah ter denarnih skladih in so namenjena zagotavljanju ustrezne likvidnostne pozicije ter še neporavnan oziroma

neizterjan dolg strank (provizije in opravnine), ki izhaja iz opravljenih storitev in poslov (Evropski bančni organ, 2015).

Navedeno kaže na to, da obstajajo zelo različni viri kreditnega tveganja, ki pa zaradi svoje vsebine ne bi smeli predstavljati enakega pomena, kot to velja za kreditne institucije, katerih osnovna dejavnost (in tudi glavno tveganje) predstavlja predvsem dajanje kreditov za svoj račun. Temu pa morala biti prilagojena tudi metodologija za ugotavljanje, ocenjevanje oziroma izračunavanje kapitalske zahteve za to vrsto tveganja.

8.6 Tržno tveganje

Pod pojmom tržno tveganje ZBan-2, na katerega se v delu upravljanja s tveganji sklicuje tudi ZTFI, združuje različne vrste tveganj, in sicer:

- pozicijsko tveganje,
- valutno tveganje,
- tveganje spremembe cene blaga,
- tveganje poravnave ter kreditno tveganje nasprotne stranke in
- tveganje preseganja največjih dopustnih izpostavljenosti na podlagi trgovanja.

Pozicijsko tveganje je najbolj tipično tržno tveganje in obsega splošno in posebno pozicijsko tveganje, to je tveganje nastanka izgube zaradi spremembe cen finančnih instrumentov. Medtem ko je splošno pozicijsko tveganje tveganje spremembe cene finančnega instrumenta pri dolžniškem finančnem instrumentu zaradi spremembe ravni obrestnih mer oziroma pri lastniškem finančnem instrumentu cenovnih gibanj na kapitalskem trgu, ki niso povezana s posebnimi lastnostmi teh finančnih instrumentov, pa je posebno pozicijsko tveganje tveganje spremembe cene finančnega instrumenta zaradi dejavnikov v zvezi z njegovim izdajateljem. Pomen drugih vrst tržnih tveganj je jasen že iz njegovega naziva.

Ugotavljanje, merjenje in poročanje tržnih tveganj za investicijska podjetja podrobneje določa Sklep o izračunu kapitalske zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, 74/2009, 97/2010, 80/2011, 33/2012). Sklep namreč določa, da je kapitalska zahteva za tržno tveganje seštevka kapitalskih zahtev za postavke trgovalne¹⁸ in netrgovalne knjige.

¹⁸Trgovalna knjiga pri investicijskem podjetju po 9. členu Sklepa o izračunu kapitalske zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, 74/2009, 97/2010, 80/2011, 33/2012) zajema vse pozicije v finančnih instrumentih in blagu, ki so namenjene varovanju drugih postavk trgovalne knjige, in pri katerih ni nobenih ovir za prosto trgovanje ali za katere obstaja možnost varovanja pred tveganji.

Za vsako posamezno vrsto tržnega tveganja sklep podrobneje določa tudi pristope izračuna kapitalске zahteve iz naslova tega tveganja, dodatno pa samo poročanje, skupaj z obrazci in navodili, določa Sklep o poročanju o kapitalu in kapitalskih zahtevah borznoposredniških družb (Ur.l. RS, št. 74/2009, 80/2011 (90/2011 popr.), 33/2012). Investicijsko podjetje mora tako pri izračunu kapitalске zahteve za tržno tveganje¹⁹ upoštevati zapletena pravila in pristope k izračunu za posamezne vrste finančnih instrumentov ter na enak način, kot to velja za kreditne institucije, upoštevati pravila izračunavanja in poročanja nadzornemu organu.

Medtem ko pri investicijskih podjetjih z večjim obsegom trgovalne knjige, to je lastnih postavk, namenjenih za trgovanje, obstaja očitna potreba za izračun tveganj, ki izhajajo iz teh pozicij, pa je to manj očitno za investicijska podjetja, kjer je takšen obseg trgovalnih pozicij manjši ali kjer te pozicije niso namenjene trgovanju, pa vendarle obstajajo (na primer pozicije, ki izhajajo iz napak pri sklenjenih poslih, pozicije, ki jih investicijska podjetja beležijo v svojih poslovnih knjigah v obliki finančnih instrumentov, ipd.). Kljub temu morajo investicijska podjetja v ta namen vzpostaviti kompleksne sisteme ugotavljanja, merjenja in poročanja tržnih tveganj tudi iz naslova takšnih pozicij.

Za primer lahko vzamemo kapitalsko zahtevo za valutno tveganje. Investicijsko podjetje je sicer na podlagi 75. člena Sklepa o izračunu kapitalске zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, 74/2009, 97/2010, 80/2011, 33/2012) izvzeto iz izračuna za kapitalsko zahtevo iz tega naslova kadar skupna neto pozicija v tujih valutah in neto pozicija v zlatu, izračunana v skladu s tem sklepom, ne presega 2 % kapitala investicijskega podjetja.

Navedeno implicitno sicer pomeni, da investicijsko podjetje, ki prej navedenega praga ne dosega o tovrstnem tveganju ni zavezano poročati pristojnemu nadzornemu organu na posebej za to določenih obrazcih in v rokih, ki jih določa nadzorni organ. Kljub temu pa to pomeni, da mora investicijsko podjetje, takoj ko se izpostavi najmanjšemu obsegu valutnega tveganja, interno izračunavati svojo izpostavljenost do tega tveganja. Navadno so postopki in procesi v zvezi s tem smiselno podobni, kot bi bili v primeru, da bi investicijsko podjetje prag, ki ga določa Sklep o izračunu kapitalске zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe, dosegalo in bi o tem moralo poročati nadzornemu organu.

¹⁹Izjemo od navedenega pravila predstavlja določba 7. člena Sklepa o izračunu kapitalске zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, 74/2009, 97/2010, 80/2011, 33/2012), ki investicijskemu podjetju, katerega posli trgovanja ne presegajo 5 % njegovega celotnega poslovanja, kjer skupna pozicija iz postavk trgovalne knjige običajno ne presega 15 milijonov EUR in posli trgovanja nikoli ne presežejo 6 % njegovega celotnega poslovanja ter njegova skupna pozicija iz trgovalne knjige nikoli ne presega 20 milijonov EUR, dovoljuje, da namesto pristopa za izračun tržnih tveganj uporablja pristop za izračun kapitalске zahteve za kreditno tveganje po standardiziranem pristopu.

Investicijska podjetja bi se načeloma lahko zatekla k uporabi naprednih, internih pristopov, v okviru katerih bi lahko tovrstna specifična tveganja tudi ugotavljala, merila in poročala, vendar so regulatorne zahteve ter sama vzpostavitev takšnega sistema (glej na primer sistem poročanja, ki v tem delu velja za investicijska podjetja) prezahtevni za manjša investicijska podjetja. Primeroma lahko navedemo, da v Sloveniji napredni pristop za izračun kapitalske zahteve za tržno tveganje uporabljata zgolj dve kreditni instituciji, ki sta del mednarodne bančne skupine, ostale kreditne institucije in investicijska podjetja pa uporabljajo osnovne pristope, ki so določeni z direktivo CRD oziroma uredbo CRR (Nadzorniška razkritja, 2016).

V okviru BCBS je v procesu tudi pregled in sprememba tržnih tveganj (angl. *Fundamental Review of the Banking Book*), ki v osnovi spreminja pristop k izračunu kapitalske zahteve za tržna tveganja tudi za manjše kreditne institucije. Glede na dosedanji pristop, ko so bila priporočila BCBS skorajda v celoti implementirana v evropsko in tudi nacionalne zakonodaje držav članic, je mogoče pričakovati, da se bodo tudi ti standardi smiselno uporabljali za investicijska podjetja. Tudi EBA ugotavlja, da tovrstne spremembe še vedno niso primerne za implementacijo pri investicijskih podjetjih, predvsem tistih manjših, ki niso mednarodno aktivna in niso sistemsko pomembna, pri čemer že ponuja alternativne pristope (Evropski bančni organ, 2015). Mogoči pristopi bodo na kratko predstavljeni na koncu te naloge.

8.7 Sistemsko tveganje

Pojem sistemskega tveganja v literaturi ni enoznačno opredeljen. BIS ga opredeli kot tveganje motenj v delovanju finančnih storitev, ki jih povzroči nedelovanje dela ali celotnega finančnega sistema in ima lahko resne negativne posledice na delovanje realnega sektorja (Systemic risk: how to deal with it?, 2016). Spet drugi avtorji sistemsko finančno tveganje širše opredelijo kot tveganje nastanka škode ali izgube zaupanja oziroma povečanja negotovosti v zvezi s pretežnim delom finančnega sistema in je hkrati vpliv dovolj velik, da bi imel lahko za posledico pomembne negativne posledice na delovanje realnega sektorja (Gerlach, 2009).

Zmanjševanje sistemskega tveganja je mogoče doseči prav z zmanjševanjem vstopnih oziroma izstopnih ovir, zmanjševanjem negativnih eksternalij ter zagotavljanjem javnega dobra in integritete finančnih trgov. Vse navedene dejavnike je mogoče uresničiti z ustrezno makrobonitetno zakonodajo. Sistemsko tveganje navadno nastane, ker so kreditne institucije podvržene fenomenu navala na banke, ki vpliva na delovanje drugih kreditnih in nekreditnih finančnih subjektov znotraj finančnega sistema in lahko povzroči resne posledice na delovanje tako finančnega kot realnega dela gospodarstva (Chaudary & Salvador-Adebayo, 2014).

Sistemsko tveganje je funkcija velikosti in prepletenosti. Propad majhne a zelo prepletene finančne družbe, kot je bil Lehman Brothers, ima zelo negativne posledice na delovanje finančnih trgov. Na drugi strani težave velike, vendar ne medsebojno prepletene institucije nima nujno velikega negativnega učinka na delovanje trgov. Chaudary in Salvador-Adebayo (2014) kot primer prve navajata tudi investicijsko banko Northern Rock, kot primer druge pa banko Barclays.

Na podlagi 131. člena direktive CRD morajo države članice imenovati organ, ki je pristojen, da določi globalno sistemsko pomembne institucije (v nadaljevanju GSPI) ter druge sistemsko pomembne institucije (v nadaljevanju DSPI). Direktiva CRD pri tem določa, da se za imenovanje GSPI in DSPI uporabljajo naslednji kriteriji (Direktiva 2013/36/ES Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES):

- velikost,
- medsebojna povezanost s finančnimi sistemom oziroma pomen za gospodarstvo EU ali zadevne države članice,
- nadomestljivost storitev ali finančne infrastrukture, ki jo družba zagotavlja,
- zapletenost poslovanja ter
- pomen čezmejnih dejavnosti, ki vključuje čezmejno dejavnost med državami članicami ter med državo članico in tretjo državo.

Vsaka kategorija mora imeti enako težo ter vključevati merljive kazalnike, ki skozi postopek, opisan v direktivi omogoča razvrstitev posameznih institucij (Direktiva 2013/36/ES Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES). Dodatno je EBA decembra 2014 objavila Smernice o merilih za določitev pogojev uporabe iz prej omenjenega člena direktive CRD v zvezi z oceno DSPI, ki natančneje določajo izračun sistemske pomembnosti posamezne institucije oziroma skupine, če je ocena opravljena na konsolidirani osnovi (Evropski bančni organ, 2014a).

Sistemska pomembnost posamezne institucije oziroma skupine se tako opravi na podlagi štirih kriterijev (velikost, pomen za gospodarstvo, vključno z nadomestljivostjo finančne institucije, zapletenost in medsebojna povezanost). Za posamezen kriterij se uporablja eden ali več kazalnikov, ki so prikazani v Tabeli 5. Vsa merila so ponderirana z utežjo 25 %, enakovredno utež pa pridobijo tudi kazalniki, uporabljeni v okviru posameznega merila. Investicijska podjetja so lahko iz izračuna izvzeta, če pristojni organi držav članic ocenijo, da posamezni kazalniki zanje niso primerni. Takšna podjetja so, ne glede na postavljene

kriterije, lahko opredeljena kot DSPI, in sicer ko presežejo, s smernicami določeno vrednost.

Poleg kazalnikov iz Tabele 5 lahko države članice izberejo tudi druge neobvezne kazalnike, ki pa jih je potrebno prilagoditi vsem subjektom finančnega sektorja, za katere se smernice ter direktiva CRD uporabljajo ter tako zagotoviti poenoten sistem določanja DSPI.

Tabela 5: Merila in kazalniki za določitev drugih sistemsko pomembnih institucij

Merilo	Kazalnik	Utež
Velikost	Bilančna vsota	25,00 %
Pomen (vključno z nadomestljivostjo/infrastrukturo finančnega sistema)	Vrednost domačih plačilnih transakcij	8,33 %
	Vloge zasebnega sektorja od vlagateljev v EU	8,33 %
	Kreditni zasebnega sektorja za prejemnike v EU	8,33 %
Zapletenost/čezmejna dejavnost	Nominalna vrednost izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje na prostem trgu	8,33 %
	Obveznosti v jurisdikciji druge države	8,33 %
	Terjatev v jurisdikciji druge države	8,33 %
Medsebojna povezanost	Obveznosti znotraj finančnega sistema	8,33 %
	Sredstva znotraj finančnega sistema	8,33 %
	Neporavnani dolžniški vrednostni papirji	8,33 %

Vir: Evropski bančni organ, Smernice o merilih za določitev pogojev uporabe člena 131(3) Direktive 2013/36/EU (CRD) v zvezi z oceno drugih sistemsko pomembnih institucij (DSPI), 2014a, Priloga 1.

Med neobvezne kazalnike tako sodijo tudi vsota izpostavljenosti, zunajbilančne postavke, tržna kapitalizacija, kazalniki vezani na vrednost danih kreditov različnim sektorjem, kazalniki prejetih vlog, vrsta komitentov, število depozitnih računov, možnost širjenja negativnih učinkov, neobrestni prihodki, ipd. (Evropski bančni organ, 2014a).

Kljub dokaj jasnim navodilom pa tudi smernice vsebujejo nekatere elemente, ki jasno kažejo na nekonsistentnost uporabe smernic za investicijska podjetja. Te se kažejo predvsem v opredelitvi posameznih kriterijev oziroma meril, kot so na primer vrednost plačilnih transakcij, vloge zasebnega sektorja od vlagateljev v EU, ki niso prilagojeni poslovanju investicijskih podjetij, navedbi posameznih neobveznih kazalnikov, ki prav tako niso primerni za uporabo pri investicijskih podjetjih, uporabi pojma »bančni sektor« v katerega naj bi tako sodila tudi investicijska podjetja ter druge manjše nekonsistentnosti oziroma dvoumnosti (glej na primer točko (c) odstavka 17 smernic)²⁰, ki vsi kažejo na to,

²⁰Kadar je institucija določena kot DSPI, kljub končnemu rezultatu, ki je nižji od s smernicami določenega, mora zadevni organ za vsako banko objaviti kratko izjavo z obrazložitvijo, ki vsebuje tudi razloge za pomembnost banke v smislu posebnega(-ih) kazalnika(-ov).

da so tudi smernice pripravljene in naravnane predvsem na poslovanje kreditnih institucij, manj pa na poslovanje investicijskih podjetij.

Dodatno so posamezni kazalniki definirani s tako imenovanim finančnim poročanjem (angl. *financial reporting*), ki pa se uporablja samo za institucije, katerih finančni instrumenti so uvrščeni na enega izmed organiziranih trgov EU in se z njimi trguje. Slednje je za investicijska podjetja prej izjema kot pravilo, saj so to pogosto manjša podjetja s skoncentriranim lastništvom, ki svoje financiranje urejajo predvsem preko bančnega sektorja, sredstva pa preko kapitalskega trga (tj. z izdajo lastniških ali dolžniških finančnih instrumentov) iščejo bolj redko.

8.7.1 Globalno sistemsko pomembne nebančne in nezavarovalne finančne institucije

Dodatno se s stabilnostjo finančnega sistema kot celote ukvarja tudi Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*, v nadaljevanju FSB), ki je bil ustanovljen aprila 2009 in ima sedež v Baslu v Švici. Skupaj z IOSCO-om je FSB marca lani objavil drugi posvetovalni dokument v zvezi z oceno metodologij za določanje nebančnih in nezavarovalnih globalno sistemsko pomembnih finančnih institucij (angl. *Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*).

Posvetovalni dokument razlikuje med bančnimi, zavarovalnimi in drugimi institucijami finančnega sistema. Prav zadnja kategorija je tako po številu kot raznovrstnosti poslovnih modelov zelo obsežna in raznolika ter med drugim vsebuje institucije kot so investicijska podjetja, investicijske družbe (v pomenu kot ga pri nas predstavljajo družbe za upravljanje), investicijski skladi ter družbe za financiranje (angl. *finance companies*). Tudi tovrstne institucije lahko preko prenosa različnih tveganj vplivajo na delovanje finančnega sistema kot celote in tako zamajajo njegovo delovanje. Poročilo FSB ugotavlja, da je to mogoče predvsem skozi tri kanale, in sicer (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015):

- izpostavljenost institucije, kjer lahko likvidacija slednje vpliva na njene posojilodajalce, nasprotne stranke, vlagatelje ali druge udeležence finančnih trgov in skozi kaskadne učinke vpliva na delovanje celotnega finančnega sistema,
- likvidacijo premoženja; V primeru stresnih situacij morajo institucije hitro odprodati sredstva, kar lahko vpliva na tržne cene ter ovira financiranje ključnih trgov, kar lahko ponovno povzroči negativne posledice na poslovanje preostalih udeležencev. Velik finančni vzvod finančne institucije takšne negativne posledice dodatno poglobi, hkrati pa navedeno lahko ustvarja tudi izgube pri vlagateljih, strankah investicijskih podjetij, zadnje pa zmanjšuje zaupanje vlagateljev ter ogroža integriteto ter stabilno delovanje finančnega sistema ter

- izvajanje storitev/dejavnosti, ki jih je težko nadomestiti in kjer prenehanje delovanja posameznega subjekta lahko negativno vpliva na ostale udeležence.

Tudi to poročilo FSB za izdelavo metodologije uporablja kriterije velikosti institucije, njene medsebojne povezanosti, nadomestljivosti storitev/dejavnosti, kompleksnosti in komponente mednarodnega delovanja in se osredotoča pretežno na vpliv, ki bi ga imel propad takšne institucije na delovanje finančnega sistema ter manj na verjetnost prenehanja delovanja takšne institucije. Kazalniki v zvezi s tem so prikazani v Tabeli 6.

Na področju investicijskih podjetij (posvetovalni dokument takšne institucije opredeli kot »market intermediaries« oziroma »securities broker-dealers«) dokument predlaga začetni prag (angl. *materiality level*) bilančne aktive v višini 100 milijard USD. V zvezi z upravljavci premoženja, kamor lahko v nekaterih primerih uvrstimo tudi investicijska podjetja, ki opravljajo investicijsko storitev upravljanja premoženja s finančnimi instrumenti, pa dokument poleg višine bilančne aktive vzpostavlja tudi minimalno višino sredstev v upravljanju (angl. *assets under management*) v višini 1 milijarde USD (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015).

V nekaterih primerih, se lahko za investicijska podjetja, ki (med drugim) opravljajo tudi investicijsko storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti, uporabljajo tudi nekatera merila oziroma kriteriji, ki so v posvetovalnem dokumentu FSB in IOSCO prvenstveno namenjeni določanju globalno sistemsko pomembnih upravljavcev premoženja (angl. *asset manager*) (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015).

V navedenem primeru se lahko poleg v Tabeli 6 navedenih meril/kriterijev za določitev globalne pomembnosti investicijskega podjetja uporabljajo tudi višina sredstev v upravljanju, višina izvenbilančnih obveznosti in ovire pri prenosu premoženja na drugega upravljavca (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015).

Pri opravljanju investicijske storitve upravljanja premoženja gre za upravljanje portfeljev, ki vključujejo finančne instrumente, v skladu s pooblastili strank na podlagi posamične presoje za vsako od strank. Upravljanje portfeljev strank na podlagi pooblastil slednjih navadno rezultira v majhnem bilančnem obsegu takšnih institucij, v primeru težav likvidacija takšnih institucij navadno ne povzroči tržnih neravnovesij, njihovo prenehanje pa navadno nima večjega vpliva na sistemsko tveganje. Kljub zadnjemu, lahko prenehanje takšne institucije vpliva na operativno tveganje ter tveganje ugleda, ki se lahko prenese tudi na druge institucije znotraj finančnega sistema.

Tabela 6: Merila in kazalniki za določitev nebančnih in nezavarovalnih globalno sistemsko pomembnih finančnih institucij

Merilo	Kazalnik
Velikost	Konsolidirana bilančna vsota
	Konsolidirana zunajbilančna izpostavljenost
	Višina sredstev strank
Medsebojna povezanost	Sredstva znotraj finančnega sistema ²¹
	Obveznosti znotraj finančnega sistema ²²
	Količnik finančnega vzvoda (angl. <i>leverage ratio</i>) ²³
	Količnik kratkoročne zadolženosti ²⁴
	Vrednost sredstev in obveznosti iz naslova netržnih (OTC) IFI
	Vrednost kritja, ki je zahtevan pri klirinških hišah in CCP
Nadomestljivost storitev	Kvalitativna ocena zanašanja trga na storitve, ki jih opravlja investicijsko podjetje
	Tržni delež
	Krediti zasebnemu sektorju znotraj EU
Zapletenost	Strukturna kompleksnost ²⁵
	Operativna kompleksnost ²⁶
Čezmejna dejavnost	Države, v katerih investicijsko podjetje opravlja dejavnost
	Višina sredstev in obveznosti iz mednarodnega poslovanja

Vir: Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, *Consultative Document (2nd) Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions - Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies*, 2015, str. 51-55.

V zvezi z nadomestljivostjo storitve upravljanja premoženja in investicijske storitve investicijskega svetovanja posvetovalni dokument ugotavlja, da sta ti dve storitvi navadno zamenljivi, saj na trgu obstaja velika konkurenca in lahko navedeni storitvi opravljajo tudi

²¹Kazalnik je izračunan kot vsota vplivov naslednjih elementov: dana posojila finančnim institucijam, posedovanje finančnih instrumentov in drugih oblik premoženja, izdanih s strani drugih finančnih institucij, neto tržna vrednost repo-poslov z ostalimi finančnimi institucijami, neto tržna vrednost posojenih finančnih instrumentov drugim finančnim institucijam in neto tržna vrednost netržnih (OTC) izvedenih finančnih instrumentov, izdanih s strani drugih finančnih institucij.

²²Kazalnik je izračunan kot vsota vplivov naslednjih elementov: prejeta posojila s strani finančnih institucij, tržni finančni instrumenti, izdani s strani finančnih posrednikov, neto tržna vrednost repo-poslov z drugimi finančnimi institucijami, neto tržna vrednost finančnih instrumentov sposojenih od drugih finančnih institucij in neto tržna vrednost netržnih (OTC) izvedenih finančnih instrumentov, izdanih s strani drugih finančnih institucij.

²³Izračunan kot razmerje med kapitalom in vsoto bilančnih in zunajbilančnih sredstev investicijskega podjetja.

²⁴Izračunan kot razmerje med kratkoročnim dolgom (dolg, ki zapade v roku enega leta) in sredstvi investicijskega podjetja, meja pa je postavljena pri 10 %.

²⁵Merjena s številom subjektov, ki so vključene v konsolidacijo.

²⁶Merjena z višino nelikvidnih sredstev v bilanci investicijskega podjetja.

drugi subjekti (Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga, 2015).

Z vidika večine izmed kriterijev je manjša in srednje velika investicijska podjetja izredno težko uvrstiti med sistemsko pomembna podjetja. Temu pritrjuje tudi seznam drugih sistemsko pomembnih institucij, ki jih je v letu 2015 prvič izdala EBA. Seznam vključuje 173 institucij, ki so skladno z direktivo CRD in ekspertno presojo posameznega nacionalnega nadzornega organa države članice EU opredeljene kot sistemsko pomembne. Seznam v veliki večini sestavljajo velike, mednarodno aktivne kreditne institucije, sistemsko pomembna investicijska podjetja pa lahko najdemo zgolj v Veliki Britaniji (EBA discloses first list of O-SIIs in the EU, 2016).

Navedeno je na nek način logična posledica aplikacije kriterijev in meril opisanih v tem poglavju, saj z vidika velike večine kriterijev, na podlagi katerih se ocenjuje sistemska pomembnost institucij, investicijska podjetja ni mogoče uvrstiti pod sistemsko pomembna, še manj globalno sistemsko pomembna podjetja. Iz prejšnje analize namreč izhaja, da gre pri investicijskih podjetjih za drugačno naravo poslovanja. Ker gre za agentske finančne institucije se njihovo poslovanje navadno ne odraža v velikosti njihove bilance. Tako po kriteriju bilančne vsote in ostalih kriterijih, ki se vežejo na te postavke (sredstva, obveznosti, kapital, ipd.) investicijska podjetja navadno ni mogoče šteti med velike institucije.

Zgolj večja investicijska podjetja, ki so v marsičem podobna ameriškemu tipu »investicijskih bank« oblikujejo velike trgovalne in netrgovalne knjige, nase prevzemajo večja operativna, tržna in kreditna tveganja, slednje pa se odrazi tudi v višini kapitala, ki ga kot blažilnik (angl. *buffer*) morajo takšna podjetja za potrebe upravljanja s tveganji oblikovati in vzdrževati. Njihova velikost, izraba ekonomij obsega in specializiranost jim omogoča, da uspešno konkurirajo z večjimi kreditnimi institucijami, ki poleg investicijskih storitev in poslov lahko izvajajo tudi vrsto drugih finančnih storitev.

Medtem ko ponudba depozitov s strani kreditnih institucij ni popolnoma nadomestljiva finančna storitev in je zato zelo pomembna za makroekonomsko aktivnost (Francis & Osborne, 2009), pa je opravljanje investicijskih storitev in poslov precej nadomestljiva storitev. Na trgu je prenos sredstev mogoče opravljati tudi preko posojilnega mehanizma, obstaja pa tudi veliko število tako investicijskih podjetij, kot tudi kreditnih institucij, ki navedeno storitev lahko opravljajo. Tudi iz tega razloga je zato investicijska podjetja tudi po kriteriju nadomestljivosti izvajanja storitev težko šteti za sistemsko pomembna. Kljub temu, da je direktiva o investicijskih storitvah iz leta 1993 določala enotne standarde glede tovrstnih storitev za kreditne institucije in investicijska podjetja iz razloga, ker da slednja konkurirajo prvim, pa se zdi, da velja ravno obratno.

Investicijska podjetja načeloma niso tesno povezana z bančnim sektorjem oziroma plačilnimi sistemi neke države in navadno nedelovanje investicijskih podjetij nima večjega vpliva na delovanje plačilnih sistemov. Plačilne transakcije navadno potekajo preko bančnega sistema, tako da tudi čezmejno poslovanje investicijskih podjetij nima večjega vpliva na delovanje takšnih sistemov, izvrševanje transakcij pa je učinkovitejše (in tudi cenejše) z izrabo tujih investicijskih podjetij ali kreditnih institucij (tako imenovani izvršitveni pomočniki), ki poznajo lokalne trge in so neposredni člani nacionalnih borz, poravnalnih sistemov, kreditne institucije pa tudi plačilnih sistemov po svetu.

8.8 Razkritja in poročanje

Poleg tveganj, ki izhajajo iz tako imenovanega prvega stebra kapitalskega sporazuma morajo investicijska podjetja ocenjevati tudi vpliv drugih tveganj in zunanjega okolja na njihovo poslovanje. V okviru drugega stebra bonitetnega nadzora morajo investicijska podjetja tako na podoben način kot to velja za kreditne institucije ugotavljati in ocenjevati interno višino kapitala in kapitalskih zahtev. Metodologije in sisteme ocenjevanja ustreznosti notranjega kapitala skupaj imenujemo proces ocenjevanja ustreznega notranjega kapitala (angl. *internal capital adequacy assessment process*, v nadaljevanju ICAAP). Navedene metodologije in sistemi ocenjevanja ustreznega notranjega kapitala lahko temeljijo na uporabi pristopov, ki jih institucija uporablja pri izračunu kapitalskih zahtev v prvem stebru, ali pa pristopi temeljijo na dodatnih, instituciji lastnih kvalitativnih in kvantitativnih elementih (Banka Slovenije, 2010).

Interna ocena kapitalskih potreb je ocena kapitala institucije, ki zadošča za kritje vseh pomembnih tveganj, ki jim institucija je izpostavljena pri svojem poslovanju. Pri izračunu kapitalskih zahtev se upoštevajo vsa naslednja tveganja (Banka Slovenije, 2010):

- tveganja, ki izhajajo iz prvega kapitalskega stebra, tj. predvsem kreditno, tržna in operativno tveganje,
- tveganja, ki so sicer izračunana v okviru prvega stebra, vendar njihov izračun ne odraža dejanskega stanja v posamezni instituciji (npr. preostalo kreditno tveganje),
- tveganja, ki v okviru prvega kapitalskega stebra niso pokrita z izračuni (strateško tveganje, tveganje ugleda, tveganje koncentracije in tveganje dobičkonosnosti) ter
- drugi dejavniki okolja, ki pa se jih v okviru procesa ICAAP zajame v okviru stresnih testov, ki jih institucije morajo izvajati vsaj enkrat letno oziroma ob pomembni spremembi poslovanja.

Pristopi se med kreditnimi institucijami in investicijskimi podjetji v teoriji, upoštevajoč princip proporcionalnosti, ne bi smeli razlikovati, saj zanje veljajo iste zakonske določbe. V praksi pa se pristopi seveda razlikujejo, predvsem zaradi dejstva, ker je narava in obseg poslovanja ter vrsta storitev, ki jih opravlja investicijsko podjetje manj kompleksen, kot to

velja za kreditne institucije in je zaradi navedenega uporabo pravil v zvezi z oceno ustreznega notranjega kapitala potrebno ustrezno prilagoditi.

Pregled ustreznosti izvajanja procesa ICAAP se izvaja preko tako imenovanega nadzorniškega pregledovanja (angl. *supervisory review and evaluation process*, v nadaljevanju SREP). SREP je pristop, s katerim nadzorni organi ocenjujejo ICAAP, izpostavljenost tveganjem in skladnost investicijskih podjetij z bonitetnimi standardi, ki jih narekuje CRD oziroma CRR (Evropski bančni organ, 2014b).

Z namenom poenotenja standardov na področju nadzorniškega pregledovanja ter na podlagi direktive CRD je EBA decembra 2014 objavila smernice o skupnih postopkih in metodologijah za proces SREP, ki določa skupne postopke in metodologije pregledovanja elementov kot so (Evropski bančni organ, 2014b):

- kategorizacija institucije in redni pregledi te kategorizacije,
- spremljanje ključnih kazalnikov in analiza poslovnega modela,
- ocena notranjega upravljanja in notranjih kontrol na ravni investicijskega podjetja,
- ocena tveganj za kapital investicijskega podjetja,
- ocena tveganj za likvidnost investicijskega podjetja,
- ocena kapitalske ustreznosti in likvidnostnih virov investicijskega podjetja,
- skupna ocena SREP ter
- ocena potrebnih nadzorniških ukrepov nadzornega organa.

Končno pa je tu tudi tretji steber bonitetnega nadzora, tako imenovana tržna disciplina, katere namen je zmanjševanje izpostavljenosti finančnih institucij tveganjem. Vlagatelji, delničarji oziroma drugi tržni udeleženci namreč finančne institucije kaznujejo, če te prevzemajo prevelika tveganja, bodisi na način, da zahtevajo višje donose na vložena sredstva, bodisi da svoje prihranke oziroma naložbe v celoti umaknejo iz tvegane institucije (Rotovnik, 2006).

Z javnim objavljanjem informacij o obsegu implementacije zahtev iz kapitalske direktive, kapitalu, izpostavljenosti tveganjem, kapitalski ustreznosti, likvidnosti, finančnemu vzvodu in nekaterih drugih elementih bonitetnega nadzora in regulacije se zmanjšuje informacijska asimetrija udeležencev na trgu in pripomore k primerljivosti posameznih finančnih institucij med seboj, navedeno pa omogoča tržnim udeležencem natančnejše oceniti bistvene informacije o kreditni instituciji ali investicijskem podjetju (Basel Committee Membership, 2016).

Tako drugi, kot tudi tretji steber bonitetnega nadzora močno temeljita na prvem, to je pristopih za izračunavanje kapitalskih zahtev za posamezna tveganja, ki kot ugotavljam, so prilagojena predvsem kreditnim institucijam, manj pa investicijskim podjetjem. Pod

predpostavko, da načini izračuna kapitalskih zahtev za posamezna tveganja za investicijska podjetja po obstoječi ureditvi niso v celoti ustrezni, je informacijska vrednost takšnih podatkov, ki jih regulator pridobi v procesu SREP oziroma javnost v okviru tretjega stebra bonitetne ureditve precej vprašljiva.

Podatki iz ICAAP in razkritja namreč temeljijo na izračunih glede izpostavljenosti tveganjem, ki jih določajo predhodna poglavja kapitalske direktive, za katere ugotavljamo, da niso v celoti ustrezna in prilagojena poslovanju investicijskih podjetij. Poleg navedenega poročanja nacionalnemu nadzorniku in razkrivanja tržnim udeležencem temeljijo na mednarodno uporabljivih računovodskih standardih, katerih uporaba za investicijska podjetja, ki niso uvrščena na enega izmed organiziranih trgov in niso del takoimenovane investicijske skupine, ki je predmet konsolidiranega nadzora, vsaj pri nas ni obvezna. Navedeno še dodatno zaplete pripravo takšnih poročil.

Medtem ko so kreditne institucije organizirane kot delniške družbe, s pogosto zelo razpršenim lastništvom, ki opravičuje javne objave podatkov o spoštovanju bonitetnih pravil, pa gre pri manjših investicijskih podjetjih pogosto za zelo enostavne organizacijske oblike (kot pri nas družba z omejeno odgovornostjo) in z zelo omejenim številom lastnikov, kjer pa je smiselnost tako podrobnega javnega obveščanja vprašljiva. Ker je poslovanje obeh vrst institucij tudi s systemskega pomena za delovanje trga (kot ugotovljeno zgoraj) zelo različno, je zahteva po javnih razkritjih za investicijska podjetja v sedaj veljavni obliki verjetno nesorazmerna in na mnogih mestih nepotrebno kompleksna.

Tudi poročevalske zahteve, h katerim so investicijska podjetja po trenutno veljavni zakonodaji obvezane so izjemno kompleksne. Z implementacijo direktive CRD in uredbe CRR je EBA na svojih spletnih straneh objavila poročevalske sisteme, ki so jih dolžne države članice implementirati v svojih nacionalnih jurisdikcijah in ki natančneje določajo vrsto in tip poročil, roke in načine poročanja ter dodatna pravila za verifikacijo in potrjevanje poslanih poročil v zvezi s tveganji, ki so v grobem navedeni v osmem poglavju te naloge (Supervisory reporting, 2016).

Vrste, tipi, roki in načini poročanja temeljijo na Uredbi (EU) 680/2014 Evropskega parlamenta in Sveta o določitvi izvedbenih tehničnih standardov v zvezi z nadzorniškimi poročanjem institucij v skladu z Uredbo (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta, ki z njenimi popravki in dopolnitvami predstavljajo najbolj kompleksen in tehnično izredno zahteven del bonitetne ureditve tako za kreditne institucije kot tudi za manjša, systemsko manj pomembna investicijska podjetja.

9 SPREMEMBE NA PODROČJU BONITETNE REGULACIJE

V prejšnjih poglavjih te naloge smo ugotavljali, da trenutna bonitetna ureditev za investicijska podjetja v mnogih delih ni v celoti primerna. Zadnje velja predvsem v primeru manjših in mednarodno manj aktivnih investicijskih podjetij, ki nimajo obsežne lastne trgovalne knjige, tj. ne trgujejo v svojem imenu in za svoj račun v velikem obsegu, niso močno medsebojno povezana z drugimi igralci na kapitalskem trgu in tudi iz tega razloga ne predstavljajo sistemskih pomembnosti za delovanje finančnega sistema.

Tudi iz tega razloga je v letu 2015 EBA v svojem poročilu podala dve priporočili o prenovljeni bonitetni ureditvi sektorja investicijskih podjetij. Prvo priporočilo se nanaša na razmejevanje med tremi tipi investicijskih podjetij, in sicer (Evropski bančni organ, 2015):

- investicijska podjetja, ki opravljajo bančnim storitvam podobno dejavnost in so za posamezno gospodarstvo sistemsko pomembna ter za katera bi se v celoti uporabljala dosedanja bonitetna ureditev (določbe CRD in CRR ter na tej podlagi sprejete izvedbene in delegirane uredbe Evropske Komisije),
- sistemsko manj pomembna investicijska podjetja z zmanjšanim obsegom bonitetnih zahtev ter
- najmanjša investicijska podjetja, ki opravljajo storitve, ki ne povzročajo medsebojne povezanosti in ne predstavljajo grožnje za delovanje finančnega sistema kot celote.

Drugo priporočilo EBA se nanaša na določitev nove bonitetne ureditve za drugi in tretji tip investicijskih podjetij (Evropski bančni organ, 2015).

Vezano na drugo priporočilo EBA je Evropska Komisija junija tega leta objavila poziv (angl. *call for advice*) z namenom, da EBA, ob sodelovanju z državami članicami EU, pripravi kriterije oziroma indikatorje in pragove za določanje razmejitvenih kriterijev med posameznimi vrstami investicijskih podjetij iz zgornjih alinej ter določitev novega bonitetnega nadzornega sistema za investicijska podjetja, ki spadajo v drugo in tretjo kategorijo, tj. investicijska podjetja, ki ne opravljajo dejavnosti, podobne bančnim storitvam, ki niso sistemsko pomembna in niso močno medsebojno povezana znotraj finančnega sistema (Evropska Komisija, 2016a).

Okvir za določanje razmejitvenih kriterijev med posameznimi vrstami investicijskih podjetij bi tako lahko določali predvsem vrsta investicijskih storitev, ki jih investicijsko podjetje opravlja ter velikost investicijskega podjetja. Investicijske storitve, ki kažejo na večjo tveganost investicijskega podjetja so tako predvsem storitve, ki so podobne bančnim (poslovanje za svoj račun ter izvedba prve in nadaljnje prodaje z obveznostjo odkupa) in pa dejstvo, da investicijsko podjetje upravlja z denarnim dobroimetjem strank in njenimi finančnimi instrumenti. Vezano na velikost investicijskega podjetja (kot kriterij

pomembnosti) pa je prav tako mogoče uporabljati več različnih kriterijev, kot na primer velikost aktive investicijskega podjetja, velikost sredstev na gospodarjenju, število strank, promet iz naslova opravljanja investicijskih storitev, ipd.

Investicijska podjetja opravljajo investicijske storitve in posle, ki so po svoji naravi izredno tehnične, zahtevajo natančnost pri opravljanju dogovorjenih postopkov, samo delovanje investicijskega podjetja pa je zaradi narave storitev navadno močno informacijsko podprto. Narava tveganj pri poslovanju investicijskih podjetij tako izhaja predvsem iz storitev, ki jih takšno podjetje opravlja. Iz dosedanjega sistema izračuna kapitalskih zahtev izhaja, da je najpomembnejše tveganje, ki se pojavlja pri investicijskih podjetjih prav operativno. Tudi iz navedenega razloga, bi bilo smiselno minimalni nivo kapitala postaviti prav na nivoju minimalnih zahtev za to vrsto tveganja.

Dodatno je smiselno minimalno višino kapitala izračunati na podlagi vrst posameznih storitev, ki jih lahko opravljajo investicijska podjetja in ki so predpisana z zakonom ali drugimi predpisi, ki zanje veljajo v EU. Izračun kapitalske zahteve bi tako moral biti enostaven za uporabo, manj kompleksen, bolj prilagojen tveganjem, ki so jim investicijska podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena ter bolj proporcionalen glede na vrsto in obseg storitev, ki jih investicijsko podjetje opravlja.

Poročilo EBA tako navaja, da mora bonitetna ureditev zmanjševati posledice propada investicijskega podjetja na stabilnost finančnih sistemov, zmanjševati negativne posledice za pravice vlagateljev in njihovega premoženja ter vplivati na nemoteno prenehanje investicijskih podjetij v primeru njegovih težav (angl. *wind-down procedures*) (Evropski bančni organ, 2015).

Iz navedenega razloga delovna skupina v okviru EBA pripravlja nov predlog bonitetne ureditve, ki se tako osredotoča na minimalno višino kapitala, ki ga investicijsko podjetje potrebuje za nemoteno prenehanje opravljanja investicijskih storitev in poslov (ali za primer stečaja) in ki ga v novem predlogu predstavlja minimalna kapitalska zahteva za operativno tveganje, izračunana na podlagi odstotka rednih operativnih (poslovnih) stroškov investicijskega podjetja. Ta bi, vsaj po preteklih izkušnjah vezanih na čas, ki je potreben za (urejeno) prenehanje investicijskega podjetja, morala biti višja kot je ta danes, saj le je v redkih primerih prenehanje poslovanja oziroma prenos strank in njihovega premoženja mogoče opraviti hitreje kot v treh mesecih²⁷.

Dodatno bi nadzorni organi morali od investicijskih podjetij, ki povzročajo večje tveganje za stranke in finančne trge zahtevati tudi višje kapitalske zahteve. Dodatno to velja tudi za investicijska podjetja, ki sicer glede tveganja za stranke in finančne trge predstavljajo enak

²⁷Interni podatki ATVP kažejo na to, da je tudi v primeru najmanjših investicijskih podjetij čas prenehanja opravljanja investicijskih storitev in poslov daljši od 4 mesecev in lahko traja tudi več kot eno leto.

nivo tveganja, pa vendar se med seboj razlikujejo po obsegu bilančne in izvenbilančne izpostavljenosti oziroma obsegu poslov, ki jih investicijska podjetja opravljajo za svoj račun.

Glavno tveganje investicijskih podjetij, ki izhaja iz njihovega poslovanja je tveganje napak pri opravljanju investicijskih storitev, ki jih podjetja opravljajo za svoje stranke (napake pri obračunu storitev, izvajanju nakupov ali prodaj finančnih instrumentov, neustrezno investicijsko svetovanje, negospodarno in nestrokovno opravljanje investicijske storitve gospodarjenja s finančnim premoženjem strank, ipd.) ter s tem povezano tveganje ugleda.

Nenamernim napakam je potrebno pridodati tudi pribitke za možnost namernega oškodovanja strank investicijskega podjetja, vezano predvsem na zgodovino poslovanja tega investicijskega podjetja ter oceno pristojnega nadzornega organa, da bo to podjetje tudi v prihodnje spoštovalo vse relevantne zakonske določbe glede upravljanja s tveganji in varnega in skrbnega poslovanja. V zvezi s tem je potrebno najti faktorje tveganj, ki bodo predstavljali približke tveganjem iz tega naslova. Med njimi je mogoče upoštevati kriterije kot so sredstva v gospodarjenju, obseg sredstev s katerimi lahko upravlja investicijsko podjetje, obveznosti do strank, obseg prejetih oziroma izvršenih naročil, uporaba odvisnih borznoposredniških zastopnikov, ipd.

Drugo tveganje, ki izhaja iz poslovanja investicijskih podjetij je tveganje, ki ima vpliv na delovanje (finančnih) trgov, na katerih investicijsko podjetje posluje. Nenadno prenehanje investicijskega podjetja ima lahko vpliv na zagotavljanje likvidnosti na posameznem trgu ter lahko povzroči strah med vlagatelji ter zmanjša zaupanje vlagateljev v delovanje finančnih trgov tudi drugod. Da bi tudi tovrstno tveganje lahko vključili v izračun kapitalskih zahtev za investicijska podjetja, bi tudi za to vrsto tveganj morali določiti kazalnike, ki bi to vrsto tveganj predstavljala pri izračunu kapitalske zahteve za poslovanje investicijskih podjetij. Med kazalnike takšnega tveganja bi tako lahko uvrstili obseg kritja, ki ga investicijsko podjetje mora zagotavljati kot klirinški član za potrebe poravnave posameznih poslov, prihodek iz naslova trgovanja s finančnimi instrumenti, prihodek, ki ga predstavlja upravljanje multilateralnega sistema za trgovanje ali drugih trgovalnih platform.

Ker pa je potrebno razlikovati tudi med investicijskimi podjetji, ki se med seboj razlikujejo po obsegu trgovanja za svoj račun oziroma s tem povezanim obsegom izpostavljenosti, je potrebno razviti tudi element, ki bo pri izračunu kapitalske zahteve vključeval tudi to dejstvo. Relativno velikost sredstev, zunajbilančnih in pogojnih obveznosti glede na kapital institucije pri sedanjem sistemu bonitetnega nadzora predstavlja tako imenovani količnik finančnega vzvoda (angl. *leverage ratio*), ki je določen s pravili uredbe CRR. Ker je sistem ugotavljanja in izračuna tega količnika prilagojen poslovanju predvsem kreditnih institucij in lahko postane uporaba le tega precej zapletena, vseskozi pa je vezana na spremembe

baselskih pravil, je potrebno tudi ta del prilagoditi za manjša in sistemsko nepomembna investicijska podjetja.

Količnik finančnega vzvoda, prilagojen za investicijska podjetja bi tako deloval kot povečanje osnovne višine kapitalske zahteve zaradi obsega trgovanja investicijskega podjetja za svoj račun oziroma obsega njegovih bilančnih in zunajbilančnih obveznosti. Količnik finančnega vzvoda je precej enostavno merilo, iz katerega lahko po potrebi izključimo (ali dodamo) postavke izpostavljenosti, ki so že bile upoštevane v izračunih izpostavljenosti tveganjem, omenjenih v prejšnjih odstavkih zgoraj. S funkcijo količnika finančnega vzvoda lahko uravnavamo končno vrednost kapitalske zahteve za investicijsko podjetje in jo prilagajamo pomenu posameznega investicijskega podjetja.

Izračun kapitalske zahteve za investicijska podjetja, ki po svoji naravi niso sistemska in ne opravljajo bančnim storitvam podobne dejavnosti, bi lahko torej temeljil na naslednjem izračunu:

$$Max \left(OP_t, \left(\sum_{i=1}^p a_i Ks_i + \sum_{j=1}^q b_j Kt_j \right) * (f(FV)) \right) \quad (1)$$

kjer predstavljeni simboli predstavljajo naslednje:

- OP_t – kapitalska zahteva za operativno tveganje izračunana na podlagi določenega odstotka rednih operativnih (poslovnih) stroškov preteklega poslovnega leta,
- a, b – konstante ali odstotki
- Ks – kriteriji merjenja tveganja za stranke, ki tečejo od 1 do p
- Kt – kriteriji merjenja tveganja za trg, ki tečejo od 1 do q
- FV – tveganje velikosti posameznega investicijskega podjetja, ki ga v osnovi predstavlja njegov finančni vzvod, to je razmerje med izpostavljenostjo investicijskega podjetja in višino njegovega kapitala
- f – funkcija finančnega vzvoda

Vir: Evropski bančni organ, Project Team for Investment Firms, 2016, str. 25-26.

Navedeni pristop je precej bolj enostaven za uporabo v primerjavi z obstoječimi pristopi izračunavanja kreditnega, tržnih in operativnega tveganja, bolj proporcionalen, saj bi na tej podlagi investicijska podjetja uporabljala le tiste kriterije, ki bodo dejansko predstavljala storitve, ki jih podjetja izvajajo, izračun pa je hkrati prilagojen tveganjem, ki jih investicijsko podjetje predstavlja za stranke in trg.

Vendar pa bo potrebno predhodno zbrati podatke o investicijskih podjetjih in opraviti temeljito analizo z namenom določitve primerne višine uteži posamezne vrste tveganj. Navedeni podatki bodo pripomogli k določitvi ustrezne višine začetnih kapitalskih zahtev za posamezno vrsto investicijskih podjetij znotraj EU. V ta namen je EBA v juliju objavila poziv nacionalnim nadzornim organom in investicijskim podjetjem držav članic, da slednji EBA predložijo določene podatke, ki bodo služili za kalibracijo in določanje nove bonitetne ureditve za investicijska podjetja (EBA launches data collection to support the new prudential framework for investment firms, 2016).

Ker se bo navedeni pristop precej razlikoval od dosedanjega, bo potrebno spremeniti tudi pristop tako imenovanega drugega in tretjega stebra bonitetnega nadzora. Drugi steber kapitalskega sporazuma danes predstavlja ideja internega ocenjevanja kapitalske ustreznosti v posameznem investicijskem podjetju (ICAAP) ter nadzorniško pregledovanje tega sistema in komunikacija z investicijskim podjetjem (SREP). Ker oba sistema močno temeljita na izračunu kapitalskih zahtev po prvem stebru, dodatno pa področje urejajo obsežne smernice EBA²⁸, bo potrebno tudi ta del dodatno dopolniti oziroma prenoviti.

Proces ICAAP in SREP temeljita na pristopih za izračun izpostavljenosti posameznim vrstam tveganj in jih opredeljujejo direktiva CRD, uredba CRR ter na njihovi podlagi sprejeti tehnični standardi, ki jih Evropska Komisija, navadno po predlogu EBA oziroma ESMA sprejema v svojem zakonodajnem postopku v obliki izvedbenih in delegiranih uredb. Obseg že sprejetih in veljavnih uredb pa je impresiven. Do konca avgusta tega leta je bilo s strani Evropske Komisije samo na podlagi direktive CRD in uredb CRR sprejetih več kot 50 izjemno obsežnih in kompleksnih izvedbenih in delegiranih uredb, k temu pa je potrebno dodati tudi smernice, mnenja in druge oblike (ne)zavezujočih aktov evropskih nadzornih organov, ki veljajo in se uporabljajo tudi za manjša investicijska podjetja (Evropska Komisija, 2016b; Evropska Komisija, 2016c).

Ker tako proces ICAAP, kot tudi proces SREP temeljita na prvem stebru bonitetnega nadzora, tj. izračunavanju kapitala in kapitalskih zahtev po pristopih, ki so bili prvenstveno namenjeni mednarodno aktivnim kreditnim institucijam, je ideja, da se dopolni in prilagodi tudi ta dva procesa. Seveda v smislu, da bosta čim bolj prilagojena poslovanju investicijskih podjetij, njihovi velikosti, sistemski pomembnosti ter tveganjem, ki jih investicijska podjetja pri svojem poslovanju prevzemajo. Predvsem bo moral biti prvenstveno predvsem ICAAP prilagojen novemu izračunavanju kapitalskih zahtev, po enačbi, prikazani v tem poglavju, pristojni nadzorni organi pa bodo morali svoje pristope prilagoditi njihovem poslovanju. Navedeno bo seveda s seboj prineslo nove izzive in vprašanja, s katerimi se bodo morala soočiti tako investicijska podjetja kot tudi nadzorni organi.

²⁸Smernice Evropskega bančnega organa o skupnih postopkih in metodologijah za proces nadzorniškega pregledovanja in ovrednotenja (SREP).

Tudi tretji steber kapitalskega sporazuma, katerega obveze natančneje določa osmi del uredbe CRR, poleg nekaterih drugih elementov kot so poročanje o sistemu upravljanja, uporabi bonitetnih ocen zunanjih bonitetnih agencij ter politiki nagrajevanja močno sloni tudi na poročanju o sistemu upravljanja s tveganji ter razkrivanju podatkov o izpostavljenosti investicijskega podjetja posameznim tveganjem. Ker kapitalska zahteva za posamezno vrsto tveganja v celoti ne odraža realne izpostavljenosti investicijskega podjetja je smiselno tudi ta del prenoviti ter vanj vključiti prenovljen sistem ugotavljanja, merjenja ter poročanja o tveganjih, ki izhaja iz poslovanja investicijskega podjetja in prenovljenega predloga bonitetne ureditve.

Z novimi, bolj prilagojenimi informacijami lahko bonitetni nadzor izboljšuje tržno disciplino investicijskih podjetij na trgu ter hkrati zmanjšuje informacijsko asimetrijo ter druge negativne učinke na delovanje finančnega sistema in zaupanje vanj. Informacijska vrednost ugotovitev iz razkritij in ostalih poročil investicijskih podjetij bi nedvomno postala višja, z navedenimi podatki pa bi boljše in lažje odločitve sprejemali tako poslovodstvo investicijskega podjetja, njihove stranke oziroma potencialne stranke, nenazadnje pa tudi nacionalni nadzorniki, ki so pristojni in odgovorni za nadzor nad poslovanjem tovrstnih podjetij.

SKLEP

Na podlagi podatkov EBA je na območju EU konec leta 2015 delovalo več kot 6.500 investicijskih podjetij, od tega več kot polovica v Veliki Britaniji ter po 10 % v Nemčiji in Franciji. Iz letnih poročil ATVP izhaja, da je bilo še leta 2007 (tj. v času uvedbe ZTFI, ki je v pravni red Republike Slovenije prenašal direktivo 2004/39/ES in CAD) v Sloveniji registriranih 12 borznoposredniških družb. Do julija tega leta se je številka zmanjšala na 4 (Družbe z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev in poslov, 2016). Zmanjšanje števila delujočih borznoposredniških družb je seveda odraz kombinacije večjega števila dejavnikov kot na primer zmanjšanje prometa, povečana konkurenca tujih investicijskih podjetij in kreditnih institucij, zaostrene finančne razmere, nezaupanje vlagateljev, ipd. Mednje pa je nedvomno mogoče prišteti tudi administrativna bremena, med katera zagotovo sodi tudi obseg (bonitetne) zakonodaje, ki ureja poslovanje tovrstnih institucij.

Če k skupnemu številu investicijskih podjetij prištejemo še upravljavce investicijskih skladov, ki opravljajo investicijski storitvi upravljanja premoženja oziroma investicijskega svetovanja, številka teh družb naraste na 7.200 subjektov (Evropski bančni organ, 2015). Investicijska podjetja so tako po svoji številčnosti kot tudi vlogi, ki jo izvajajo v okviru finančnega sistema pomembne institucije, zaradi česar je tudi področje bonitetnega nadzora potrebno prilagoditi na način, da bo ta odražal pravo sliko tveganj, ki so jim takšna podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena in ki ga poslovanje takšnih podjetij predstavlja za delovanje finančnega sistema.

Skozi nalogo avtor ne oporekam potrebi po bonitetni regulaciji investicijskih podjetij. Tudi investicijska podjetja so del finančnega sistema in tudi njihovo delovanje lahko povzroča nekatere tržne neučinkovitosti, ki lahko posledično negativno vplivajo na delovanje celotnega finančnega sistema. Ker je bila, zgodovinsko gledano, bonitetna regulacija investicijskih podjetij vedno v ozadju regulacije kreditnih institucij, se tudi temu delu ni posvečalo pretirane pozornosti. Šele z nekaterimi odmevnimi primeri propadov večjih investicijskih podjetij in pa čedalje glasnejšimi pozivi industrije k spremembi bonitetne zakonodaje na tem področju, pa je navedena tema dobila nov zagon.

Kot ugotavljam v prvem poglavju različni tipi finančnih institucij opravljajo storitve in posle, ki se po svoji vsebini razlikujejo tudi z vidika tveganj, ki jih prevzemanje tveganj v okviru opravljanja storitev in poslov predstavlja. V nalogi sem predstavil predvsem razlike med navadnimi finančnimi posredniki, kjer največjo, in tudi najpomembnejšo skupino, nedvomno predstavljajo kreditne institucije in pa agentskimi finančnimi institucijami, med katerimi so najbolj poznana investicijska podjetja oziroma investicijske banke, ki se, podobno kot investicijska podjetja, ukvarjajo predvsem z opravljanjem nekaterih investicijskih storitev in poslov kot je poslovanje za svoj račun ter sodelovanje pri primarnih (in nadaljnjih) izdajah finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa ali brez nje.

Namen bonitetne in sistemske regulacije je zmanjševanje predvsem sistemskega tveganja in zagotavljanje varnosti in stabilnosti delovanja posameznih finančnih institucij. Prav tržne neučinkovitosti, ki se pojavljajo kot nasprotna izbira, moralni hazard in ekonomija obsega nadzora imajo lahko za posledico, da je poslovanje takšnih institucij neučinkovito in v nekaterih primerih lahko povzroča negativne učinke za stranke ali druge udeležence finančnega sistema.

Skladno z opravljenimi analizami (predvsem s področja kreditnih institucij) ugotavljam tudi, da je v okviru bonitetne regulacije potrebno upoštevati tudi stroške, ki jih takšna regulacija predstavlja za poslovanje investicijskih podjetij. V nalogi opisane analize in študije posredno kažejo na to, da so stroški relativno višji za manjša in srednje velika (investicijska) podjetja, ki s številom zaposlenih le stežka sledijo vsem spremembam in novostim na področju bonitetne regulacije.

Nedvomno na razdelitev del in nalog tudi na področju bonitetne ureditve investicijskih podjetij vpliva tudi regulatorna struktura, tj. porazdelitev regulatornih in nadzorniških funkcij med posamezne institucije. Kot smo videli v sedmem poglavju te naloge, primarno funkcijo bonitetnega nadzora in zmanjševanja sistemskega tveganja opravljajo predvsem institucije kot so FSB, BIS, EBA ter nacionalne centralne banke oziroma nadzorniki bančnega sektorja.

Delo BCBS je vsekakor dobra osnova za ugotavljanje in merjenje tveganj pri kreditnih institucijah, manj pa, kot smo to ugotovili in analizirali skozi to nalogo, za investicijska podjetja. Zato je potrebno navedeno področje spremeniti in ga prilagoditi poslovanju slednjih. Njihovo poslovanje je namreč v večih pogledih preveč drugačno od poslovanja kreditnih institucij, da bi bonitetna zakonodaja kreditnih institucij primerno urejala tudi poslovanje investicijskih podjetij. Medtem ko so kreditne institucije izpostavljene predvsem kreditnemu in likvidnostnemu tveganju, ki imata lahko za posledico realizacijo tveganja navala na banke in povzročitev splošne nestabilnosti bančnega in posledično tudi finančnega sistema kot celote, pa je največje tveganje, ki se pojavlja pri investicijskih podjetjih operativno tveganje.

Operativno tveganje, ki zajema tudi tveganje ugleda in pravno tveganje lahko bistveno vpliva na poslovanje predvsem manjših investicijskih podjetij. Ta morajo namreč skozi vsakodnevno opravljanje storitev za stranke skrbeti, da posredništvo poteka čim bolj gladko ter v vsem skrbeti predvsem za interese strank in potencialnih strank. Kakršne koli napake v izvajanju notranjih procesov, namerna ali nenamerna nepravilna ravnanja zaposlenih in druge nepravilnosti v delovanju sistemov lahko hitro vplivajo na povečevanje stroškov investicijskega podjetja in izgubo dobrega imena. Prav slednje je lahko eden izmed razlogov zakaj se posamezna stranka, v poplavi institucij, ki takšne storitve lahko opravljajo, odloči prav za posamezno investicijsko podjetje.

Skozi nalogo predstavljam različne elemente bonitetne regulacije, ki velja za investicijska podjetja ter na podlagi katerih poskušam prikazati, da je bonitetna finančna zakonodaja na mnogih mestih neprimerna in preveč kompleksna. Bonitetna zakonodaja namreč izhaja iz sistema kreditnih institucij in bančnemu sistemu naravnanih regulatorjev, ki pa niso prilagojeni poslovanju investicijskih podjetij in tveganjem, ki so jim investicijska podjetja pri svojem poslovanju izpostavljena.

Ker bi vsakršno popraviljanje, dopolnjevanje obstoječih, že tako zapletenih standardov, ki urejajo upravljanje s tveganji v investicijskih podjetjih naravo stvari dodatno otežilo, je smer, ki se kaže v popolni prenovi regulacije tudi po mojem mnenju ustrezna.

Vsekakor je pristop EBA v tem delu primeren, kljub temu pa gre pričakovati večje sodelovanje strokovnjakov s področja trga finančnih instrumentov (in manj bančnih strokovnjakov) ter večjo angažiranost industrije same. Če so še v preteklosti pobudo za ureditev bonitetne regulacije prevzemale predvsem večje, mednarodno aktivne kreditne institucije, ki so imele tudi dejanski interes ter bile tako kadrovske kot tudi finančno dovolj sposobne, da so lahko vplivale na morebitne spremembe, pa bodo po novem, ločenem predlogu za investicijska podjetja, to možnost imela tudi manjša, sistemskega manj pomembna investicijska podjetja.

Poleg ugotavljanja novih vrst tveganj bo potrebno v celoti spremeniti sistem merjenja in poročanja o tveganjih, spremeniti ugotavljanje notranjih rezerv pri investicijskih podjetjih ter osvežiti komuniciranje z nacionalnim nadzornikom (tako imenovani drugi steber bonitetnega nadzora). Tudi poročanje in razkritja javnosti bodo morala, skladno z novimi idejami in pristopi, vsebovati predvsem boljše informacije, na podlagi katerih bodo vlagatelji ter drugi deležniki sprejemali svoje poslovne odločitve.

Skozi prihodnje zbiranje podatkov o naravi in vrstah poslov, ki jih opravljajo investicijska podjetja ter o informacijah v zvezi s kapitalsko ustreznostjo ter drugimi elementi bonitetne ureditve bo področje EU lahko prvič bolj poglobljeno analiziralo dele bonitetne regulacije, ki pri investicijskih podjetjih več kot očitno ne delujejo oziroma jih je na njihovo poslovanje mogoče le stežka aplicirati.

Upajmo torej, da bodo podatki, ki bodo zbrani s strani EBA zadoščali za bolj poglobljeno analizo poslovanja ne samo investicijskih podjetij, temveč tudi ostalih subjektov, ki se na trgu profesionalno bodisi za svoj račun ali za račun strank ukvarjajo z opravljanjem investicijskih storitev in poslov in da bo ta analiza pripeljala do boljše in ustrežnejše bonitetne ureditve za investicijska podjetja.

Pred nami je tako še precej zanimivo obdobje, kjer bodo zakonodajalec, EBA in nacionalni nadzorni organi, skupaj skušali tlakovati novo pot in zapustiti zelo utečene smernice starih tirov, ki pa niso vedno pripeljali na želeno lokacijo.

LITERATURA IN VIRI

1. *About the Basel Committee*. Najdeno 16. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/bcbs/about.htm?m=3%7C14%7C573>
2. *About the BIS - overview*. Najdeno 2. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1>
3. *About us*. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/about-us>
4. Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Oxford Journals*, 84(3), 488-500.
5. Albinus, P. (2016, 5. februar). The Basel III Threat To Smaller Broker-Dealers. *Traders magazine*. Najdeno 28. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradersmagazine.com/news/regulation/the-basel-iii-threat-to-smaller-broker-dealers-114969-1.html>
6. Allen, B., Chan, K. K., Milne, A., & Thomas, S. (2012). Basel III: Is the cure worse than the disease? *International Review of Financial Analysis*, 25, 159-166.
7. Association of Private Client Managers and Stockbrokers. (2003). *Review of Capital Requirements for Banks and Investment Firms - Commission Services Third Consultation Paper*. London: Association of Private Client Managers and Stockbrokers.
8. Bailey, A. (2016, 9. marec). Bank capital: Debating again. London: Bank of England. Najdeno 20. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2016/889.aspx>
9. Banerji, S. (2010, 7. junij). Solving Moral Hazard in Banking. *Strategy+Business*. Najdeno 13. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.strategy-business.com/article/00036?gko=731ad>
10. Banka Slovenije. (2010). *Proces ocenjevanja ustreznega notranjega kapitala. Usmeritve za banke in hranilnice*. Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Barth, J. R., Caprio, G. J., & Levine, R. (2012). *The Evolution and Impact of Bank Regulations*. Washington: The World Bank Development Research Group.
12. *Basel Committee membership*. Najdeno 21. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.bis.org/bcbs/membership.htm>
13. *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>
14. Baselski odbor za bančni nadzor. (1988). *International Convergence of Capital Measurment and Capital Standards*. Basle: Bank of International Settlements.
15. Benston, G. J. (1999). *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*. London: Institute of Economic Affairs.

16. Benston, G. J. (2000). Consumer Protection as Justification for Regulating Financial Services Firms and Products. *Journal of Financial Services Research*, 17(3), 277-301.
17. Berglund, T. (2014). Incentives for complexity in financial regulation. *The Journal of Risk Finance*, 15(2), 102-109.
18. Berk Skok, A. (2010). Poslovanje institucij trga kapitala v finančni krizi in priložnosti za razvoj trga kapitala. *IB Revija*, 44(3/4), 91-120.
19. Buttigieg, C. P. (2012). Implementing CRD for investment firms: challenges for Malta. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(4), 417-432.
20. Carmichael, J. (2002). Regulatory Structure. *Regional Seminar on NBFIs in East Asia Region*. Bangkok: Australian Prudential Regulation Authority.
21. Carmichael, J. (2004). Australia's Approach to Regulatory Reform. Najdeno 9. marca 2016 na spletnem naslovu http://info.worldbank.org/etools/docs/library/86146/carmichael_australia.doc
22. Chaudary, S., & Salvador-Adebayo, D. (2014). Why Regulate Financial Markets? The Underlying Rationale for Financial Regulation in the Wake of the Current Crisis. *Journal of European Studies*, 30(1), 122-139.
23. Chaudhuri, S. (2014, 30. julij). The Cost of New Banking Regulation: \$70.2 Billion. *The Wall Street Journal*. Najdeno 7. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/07/30/the-cost-of-new-banking-regulation-70-2-billion/>
24. Coates IV, J. C. (2015). Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications. *The Yale Law Journal*, 124(4), 882-1345.
25. *Country Risk Classification*. Najdeno 27. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/tad/xcred/crc.htm>
26. Crawford, J. (2015). The moral hazard paradox of financial safety nets. *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 25(95), 95-139.
27. Davies, H., & Green, D. (2008). *Global Financial Regulation: The Essential Guide*. London: Polity Press.
28. Di Giorgio, G., Di Noia, C., & Piatti, L. (2000). *Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area*. Pennsylvania: The Wharton School.
29. Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/ES. *Uradni list Evropske unije* št. 145/1.
30. Direktiva 2013/36/EU Evropskega Parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES. *Uradni list Evropske unije* št. 176/338.
31. Direktiva Sveta 93/6/EGS o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij. *Uradni list Evropske unije* št. 141/1.

32. Dowd, K. (1996). The Case for Financial Laissez-Faire. *The Economic Journal*, 106(436), 679-687.
33. *Družbe z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev in poslov*. Najdeno 18. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=98>
34. *EBA discloses first list of O-SIIs in the EU*. Najdeno 30. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.eba.europa.eu/-/eba-discloses-first-list-of-o-siis-in-the--1>
35. *EBA launches data collection to support the new prudential framework for investment firms*. Najdeno 16. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/-/eba-launches-data-collection-to-support-the-new-prudential-framework-for-investment-firms>
36. Elliot, D., Salloy, S., & Santos, A. O. (2012). *Assessing the Cost of Financial Regulation*. Washington: International Monetary Fund.
37. Ernst&Young, & Luxemborug Banker's Association. (2014). *Survey on the cost of regulation and its impact on the Luxembourg financial marketplace*. Luxembourg: Ernst&Young Global Limited.
38. Evropski bančni organ. (2014a). *Smernice o merilih za določitev pogojev uporabe člena 131(3) Direktive 2013/36/EU (CRD) v zvezi z oceno drugih sistemsko pomembnih institucij (DSPI)*. London: European Banking Authority.
39. Evropski bančni organ. (2014b). *Smernice o skupnih postopkih in metodologijah za proces nadzorniškega pregledovanja in ovrednotenja (SREP)*. London: European Banking Authority.
40. Evropski bančni organ. (2015). *Report on Investment Firms - Response to the Commission's Call for Advice of December 2014*. London: European Banking Authority.
41. Evropski bančni organ. (2016). *Project Team for Investment Firms* (delovno gradivo projektne skupine). London: European Banking Authority.
42. Evropska Komisija. (2008, 25. junij). *Sporočilo Komisije Evropskemu Parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in odboru regij - Najprej pomisli na male, Akt za mala podjetja za Evropo*. Bruselj: European Commission.
43. Evropska Komisija. (2015). *Call for evidence: EU regulatory framework for financial services*. Bruselj: European Commission.
44. Evropska Komisija. (2016a). *Call for advice to the EBA for the purposes of the report on the prudential requirements applicable to investment firms*. Bruselj: European Commission.
45. Evropska Komisija (2016b). *Regulatory Technical Standards supplementing Regulation (EU) 575/2013 (CRR) and Directive 2013/36/EU (CRD) - State of play, Last update 28/07/2016*. Bruselj: European Commission.
46. Evropska Komisija (2016c). *Implementing Technical Standards supplementing Regulation (EU) 575/2013 (CRR) and Directive 2013/36/EU (CRD) - State of play, Last update 28/07/2016*. Bruselj: European Commission.

47. Francis, W., & Osborne, M. (2009). *Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the impact of Prudential Standards*. London: Financial Services Authority.
48. Furse, D. C. (2014, 28. marec). *Taking the long view: how market-based finance can support stability*. London: Bank of England.
49. Ganioglu, A. (2007). Prudential Regulation and Supervision of the Banking Sector and Banking Crises: A Cross Country Empirical Investigation. *Journal of BRSA Banking and Financial Market*, 1(2), 11-29.
50. Gerlach, S. (2009). *Defining and Measuring Systemic Risk*. Bruselj: European Parliament.
51. Gordy, M. B., & Howells, B. (2006). Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? *Journal of Financial Intermediation*, 15(3), 395-417.
52. Gray, S., Felman, J., Carvajal, A., & Jobst, A. (2011). *Developing ASEAN5 Bond Markets: What Still Needs to be Done?* Washington: International Monetary Fund.
53. Haldane, A. (2013). *Turning the red tape tide*. London: Bank of England.
54. Haldane, A., & Madouros, V. (2012). The dog and the frisbee. *Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th Economic Policy Symposium* (str. 109-159). Wyoming: Federal Reserve Bank.
55. Härle, P., Lüders, E., Pepanides, T., Pfetsch, S., Poppensieker, T., & Stegemann, U. (2010). Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation. *EMEA Banking*, 16-17. Najdeno 13. marca 2016 na spletnem naslovu https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/client_service/Risk/Working%20papers/26_Basel_III_and_European_banking.html
56. Hart, O., & Zingales, L. (2011). A New Capital Regulation for Large Financial Institutions. *American Law and Economics Review*, 13(2), 453-490.
57. Hill, J. (2016, 18. marec). Building a Capital Markets Union. Bruselj: European Commission. Najdeno 3. decembra 2015 na spletnem naslovu http://www.europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-16-921_en.htm
58. *International regulatory framework for banks*. Najdeno 14. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/bcbs/basel3>
59. *Investment Firms*. Najdeno 4. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/investment-firms>
60. *Jamstvo za vloge v bankah*. Najdeno 14. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/jamstvo-vlog.asp?MapaId=150>
61. Joskow, P. L., & Noll, R. (1981). Regulation in Theory and Practice: An Overview. *V Studies in Public Regulation* (str. 1-78). London: MIT Press.
62. KPMG. (2011). *Basel III: Issues and implications*. Delaware: KPMG LLP.
63. Llewellyn, D. T. (1999a). *The Economic Rationale for Financial Regulation*. London: Financial Services Authority.

64. Llewellyn, D. T. (1999b). *The New Economics of Banking*. Dunaj: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières.
65. Llewellyn, D. T. (2006). Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues. V *World Bank Seminar: Aligning Supervisory Structures with Country Needs* (str. 1-45). Washington: World Bank.
66. Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga. (1989). *Capital Adequacy standards for Securities Firms*. London: Royle City Ltd.
67. Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga. (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid: International Organisation of Securities Commissions.
68. Mishkin, F. S. (2010). *The Economics of Money, Banking & Financial Markets* (9th ed.). Columbia University: Addison-Wesley.
69. *Missions and tasks*. Najdeno 23. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/about-us/missions-and-tasks>
70. Mortreuil, L. (2000). The current crisis: who is to blame? *Journal of Management Development*, 29(7/8), 646-651.
71. Moshirian, F. (2011). The global financial crisis and the evolution of markets, institutions and regulation. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 502-511.
72. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
73. *Nadzorniška razkritja*. Najdeno 11. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/nadzor-bank.asp?MapaId=830>
74. *Naloge in pristojnosti*. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=110>
75. Odbor za finančno stabilnost & Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga. (2015). *Consultative Document (2nd) Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions - Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies*. Basel: Financial Stability Board.
76. Ofoeda, I., Abor, J., & Adjasi, C. K. (2012). Non-bank financial institutions regulation and risk-taking. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(4), 433-450.
77. *Organisation*. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.esrb.europa.eu/about/orga/html/index.en.html>
78. Peltzman, S. (1976). Toward a more general theory of regulation. *Journal of Law and Economics*, 19(2), 245-248.
79. Peltzman, S. (1989). The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics 1989*, 1-59.
80. Posner, E., & Véron, N. (2010). The EU and financial regulation: power without purpose? *Journal of European Public Policy*, 17(3), 400-415.

81. *Pravo EU*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu http://europa.eu/eu-law/index_sl.htm
82. *Priprava zakonodaje*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/atwork/index_sl.htm
83. *Published Results: financial-regulatory framework review*. Najdeno 8. marca 2016 na spletnem naslovu <https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/financial-regulatory-framework-review-2015?language=en>
84. Regulation. (b.l.) V *Merriam-Webster* Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.merriam-webster.com/dictionary/regulation.htm>
85. *Regulation and policy*. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy>
86. *Remarks by Chairman Alan Greenspan*. Najdeno 24. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19991019.htm>
87. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
88. Rotovnik, T. (2006, 24. januar). Javna razkritja v okviru tretjega stebra novega kapitalskega sporazuma in moralni hazard. *Banka Slovenije - Evrosistem*. Najdeno 16. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=498>
89. Rubin, S. (2006, 24. junij). Basel II tretjič. *Banka Slovenije - Evrosistem*. Najdeno 13. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=495.htm>
90. Satran, R. (2015, 30. september). Broker-dealers face big compliance challenge, new costs in FINRA stress tests. *Thomson Reuters*. Najdeno 21. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://blogs.reuters.com/financial-regulatory-forum/2015/09/30/broker-dealers-face-big-compliance-challenge-new-costs-in-finra-stress-tests/>
91. Shearman&Sterling LLP. (2013). *Basel III Framework: US/EU Comparison*. New York: Shearman&Sterling LLP.
92. Sklep o izračunu kapitalske zahteve za kreditno tveganje po standardiziranem pristopu za borznoposredniške družbe. *Uradni list RS* št. 106/2007, 74/2009 (81/2009 popr., 10/2010 popr.), 80/2011, 33/2012.
93. Sklep o izračunu kapitalske zahteve za operativno tveganje za borznoposredniške družbe. *Uradni list RS* št. 106/2007, 80/2011.
94. Sklep o izračunu kapitalske zahteve za tržna tveganja za borznoposredniške družbe. *Uradni list RS* št. 106/2007, 74/2009, 97/2010, 80/2011, 33/2012.
95. Sklep o poročanju o kapitalu in kapitalskih zahtevah borznoposredniških družb. *Uradni list RS* št. 74/2009, 80/2011 (90/2011 popr.), 33/2012.
96. Slovik, P., & Cournéde, B. (2011). *Macroeconomic Impact of Basel III*. OECD Economics Department Working Papers, No. 844. Pariz: OECD Publishing.
97. *Sprejemanje odločitev*. Najdeno 29. marca 2016 na spletnem naslovu http://europa.eu/eu-law/decision-making/procedures/index_sl.htm

98. Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3-21.
99. Stiglitz, J. (1995). *Whither Socialism?* London: MIT Press.
100. *Supervisory reporting*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/supervisory-reporting>
101. *Systemic risk: how to deal with it?* Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/othp08.htm>
102. Štiblar, F. (2013). *Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli: stebri finančnega sistema samostojne Slovenije*. Ljubljana: ZRC SAZU.
103. Tarullo, D. K. (2014, maj). Rethinking the aims of prudential regulation. V 50th Annual Conference on Bank Structure and Competition, *Federal Reserve Bank of Chicago* (str. 1-17). Washington: Federal Reserve System.
104. The Economist Intelligence Unit & Lloyds Wholesale Banking & Markets. (2012). *Benefits and Unintended consequences of Financial Markets Reform*. London: The Economist Intelligence Unit.
105. Tomažič, J. (2016, 7. april). Hiperregulacija: 810 zakonov in 18.835 podzakonskih aktov. *Finance*. Najdeno 7. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8843513.htm>
106. Ujj, E. Z. (2014, pomlad). Moral hazard during the recent financial crisis. University of Essex, Department of Economics. Najdeno 2. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.essex.ac.uk/economics/documents/eesj/ujj.pdf>
107. Uredba (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja, *Uradni list Evropske unije* št. 331/1.
108. Uredba (EU) št. 1093/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski bančni organ) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/78/ES, *Uradni list Evropske unije* št. 331/12.
109. Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012, *Uradni list Evropske unije* št. 176/1.
110. Wallison, P. J. (2005). Why do we regulate banks? *Regulation*, 28(4), 14-19.
111. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 25/2014.
112. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB, 33/2011, 91/2011, 32/2012, 57/2012, 44/2013; Odl. US: U-I-311/11-16, 82/2013, 55/2015.
113. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS* št. 108/2010-ZTFI-UPB3, 78/2011, 55/2012, 105/2012-ZBan-1J, 63/2013-ZS-K, 30/2016.

PRILOGA

PRILOGA 1: Seznam v delu uporabljenih kratic

Kratika	Pomen
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BCBS	Baselski odbor za bančni nadzor
BIS	Banka za mednarodno poravnavo
CAD	Skupen izraz za Direktivo 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij ter Direktivo 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij
CRD	Direktiva 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij, spremembi Direktive 2002/87/ES in razveljavitvi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES
CRR	Uredba (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter o spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012
Dodd-Frank	Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
DSPI	Druge sistemsko pomembne institucije
EBA	Evropski bančni organ
ECAI	Zunanja bonitetna institucija
EIOPA	Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine
ESFS	Evropski sistem finančnega nadzora
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
ESRB	Evropski odbor za sistemska tveganja
EU	Evropska unija
EUR	Evro
FED	Odbor zveznih rezerv
FSB	Odbor za finančno stabilnost
GSPI	Globalno sistemsko pomembne institucije
ICAAP	Proces ocenjevanja ustreznega notranjega kapitala
IMF	Mednarodni denarni sklad
IOSCO	Mednarodno združenje regulatorjev kapitalskega trga
JC	Združeni odbor
MSP	Majhna in srednja podjetja
SREP	Proces nadzorniškega pregledovanja
USD	Dolar
ZBan-2	Zakon o bančništvu
ZDA	Združene države Amerike
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov