

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

*LIKVIDNOST, IZPOSTAVLJENOST IN KAPITALSKA USTREZNOST
BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE*

Ljubljana, junij 2002

KATJA DROBEŽ

IZJAVA

Študentka Katja Drobež izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Dušana Mramorja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani dne 03.06.2002

Podpis:

KAZALO

KAZALO

SLIKOVNO KAZALO

UVOD	1
1. Finančni sistem in finančni posredniki – njihovi cilji in predpisi države	3
2. Tveganja	5
2.1. Opredelitev	5
2.2. Vrste	6
2.2.1. Tržna tveganja	7
2.2.2. Tveganje izpolnitve nasprotne stranke	8
2.2.3. Obrestno tveganje	9
2.2.4. Valutno tveganje	10
2.2.5. Likvidnostno tveganje	10
2.2.6. Kreditno tveganje	10
2.2.7. Tveganje dolgoročne plačilne nesposobnosti	11
2.2.8. Ostala tveganja	11
2.3. Upravljanje s tveganji	12
3. Mednarodni predpisi in primerjava	14
3.1. Mednarodni predpisi	15
3.1.1. Evropska smernica na področju finančnih naložb	18
3.1.2. Evropska smernica o kapitalski ustreznosti	18
3.1.3. Evropska smernica o spremljanju in nadzoru velikih izpostavljenosti	19
3.1.4. Posebni mednarodni predpisi, ki se nanašajo na udeležence trga vrednostnih papirjev	20
3.2. Primerjava med državami	21
3.2.1. Nemčija	21
3.2.2. Švedska	27
3.2.3. Hrvaška	28
4. Slovenski predpisi in obvladovanje tveganj na primeru slovenske borzno posredniške družbe	29
4.1. Likvidnost	31
4.1.1. Merjenje likvidnosti	31
4.1.2. Količnik likvidnosti	34
4.1.3. Upravljanje z likvidnostjo	40
4.1.4. Kritika predpisov povezanih z upravljanjem z likvidnostjo	42
4.2. Izpostavljenost	44
4.2.1. Vrednotenje postavk izpostavljenosti borzno posredniške družbe	44
4.2.2. Izjemne postavke, ki se ne vključujejo v izračun izpostavljenosti borzno posredniške družbe	45
4.2.3. Zmanjšanje izpostavljenosti do skupine oseb	45
4.2.4. Primer izračuna velike izpostavljenosti borzno posredniške družbe	45
4.2.5. Kritika metodologije izračuna izpostavljenosti borzno posredniške družbe	48

4.3. Kapitalska ustreznost	49
4.3.1. Kapital	49
4.3.2. Kapitalska ustreznost	49
4.3.3. Primer izračuna kapitala borzno posredniške družbe	51
4.3.4. Kapitalske zahteve	52
4.3.5. Primer izračuna kapitalske ustreznosti borzno posredniške hiše	63
4.3.6. Kritika metodologije izračuna kapitalske ustreznosti borzno posredniške družbe	64
4.3.7. Predlog izboljšave izračuna kapitalske ustreznosti borzno posredniške družbe	64
4.3.8. Vpliv uporabe modelov tvegane vrednosti na nadzor borzno posredniških družb	68
4.4. Stroški poročanja nadzorni instituciji	70
4.5. Stroški nadzora	70
4.6. Spremljanje in obvladovanje tveganj – primer Ilirike borzno posredniške hiše d.d.	71
5. Razlike v nadzoru bank in borzno posredniških družb	73
SKLEP	77
LITERATURA	80
VIRI	81
PRILOGE	1

SLIKOVNO KAZALO

Slika 1: Finančna institucija kot podjetje	3
Slika 2: Področja odločanja vodstva finančne institucije	4
Slika 3: Vrste finančnih tveganj	7
Slika 4: Metodologija opredeljevanja sredstev in obveznosti glede na likvidnost in stabilnost	33

UVOD

Finančni trgi imajo ključno vlogo v tržnih gospodarstvih, zato države povsod po svetu štejejo za svojo dolžnost, da s svojimi predpisi posegajo vsaj na nekatera področja finančnih trgov. S svojo zakonodajno vlogo so države močno vplivale na rast in razvoj finančnih trgov in finančnih institucij. Najpogostejše opravičilo za vpletanje države v tržna dogajanja je mnenje, da trg sam po sebi ni sposoben zagotoviti učinkovite proizvodnje določenega blaga ali storitev z najnižjimi možnimi stroški oziroma, da država s svojimi predpisi nadzira gospodarske segmente, s katerimi trg s svojimi mehanizmi konkurence in oblikovanja cen ne bi mogel upravljati brez pomoči. Ker so finančni trgi tako zelo pomemben člen gospodarstev, v katerih delujejo, so države v večini razvitih tržnih gospodarstev ustvarile obsežen sistem pravnih predpisov o finančnih trgih.

Finančna oziroma bančna ureditev, s finančnimi storitvami in trgi, predstavlja eno najpomembnejših sestavin celotne gospodarske ureditve. Prevladujoče prepričanje pravi, da je njena naloga zgolj v posredovanju med celicami s finančnimi presežki in celicami s finančnimi primanjkljaji. Toda tako gledanje je preozko, saj zanemari drugo pomembno nalogo finančne ureditve – porazdelitev in transformacijo tveganj. Prav slednji vidik doživlja od začetka sedemdesetih let stalen vzpon. Uveljavlja se prepričanje, da je bistvo finančne ureditve in finančnih institucij prav ravnanje s tveganji in zavarovanje pred njimi.

Upravljanje z bilanco finančne institucije in upravljanje tveganj se z veliko naglico uveljavljata na finančnih trgih. Obsegata vrsto tehnik in orodij za merjenje, nadzorovanje in kontrolo tveganj. Tveganja so vedno bila v središču pozornosti bank in drugih finančnih institucij. Vendar se v zadnjem času spreminjajo metode za nadzorovanje tveganj. Tveganja so bolj definirana, široko se uporabljajo kvantitativne metode ocenjevanja tveganj, nadzorovanje tveganj postaja bolj aktivno, merjenje tveganj je vse bolj natančno, pojavljajo se nova orodja in organizacijski pristopi.

Tehnično gledano tako učinkovito upravljanje tveganj v preteklosti ni bilo mogoče. Velikega števila finančnih tveganj ni bilo mogoče meriti zaradi pomanjkljivosti informacijskih sistemov, ki niso omogočali in podpirali tovrstnih analiz. Danes pa se po eni strani zaostrejuje zakonodajne zahteve, po drugi pa se povečuje znanje o tveganjih, na razpolago pa imamo tudi vse bolj izpopolnjene metode merjenja tveganj.

Novi zakon o trgu vrednostnih papirjev prinaša vrsto novosti za borzno posredniške družbe. Med drugim tudi zelo stroge predpise o zagotavljanju kapitalske ustreznosti, likvidnosti in izpostavljenosti, ter s tem povezanim poročanjem. V starem zakonu o trgu vrednostnih papirjev to področje ni bilo posebej urejeno. Zakon je za borzno posredniške družbe predpisoval le znesek potrebnega osnovnega kapitala.

Novi zakon o trgu vrednostnih papirjev se v delu, ki se nanaša na izračunavanje kapitala in kapitalske ustreznosti borzno posredniške hiše, naslanja na zakonodajo, ki to področje že ureja za banke in na mednarodne predpise. Z vprašanji bonitetnega nadzora in minimalnih standardov bančnega poslovanja se poleg nacionalnih nadzornih organov ukvarjajo tudi Baselski komite za bančne predpise in institucije na ravni Evropske unije (Komisija, Svet, Parlament).

Predpogoj za učinkovito delovanje vsakega trga je, da med udeleženci vlada zaupanje v stabilnost in sposobnost izvesti posel. Predpisi o kapitalski ustreznosti pomagajo pri

vzpostavljanju tovrstnega zaupanja v smislu, da od udeležencev zahtevajo zadosten obseg kapitala. Kapital mora biti v tem smislu dovolj visok, da štiti stranke finančne institucije pred tveganji, ki jih le-ta prevzema. Glavni tveganji sta kreditno in tržno. Skladno s tem morajo biti standardi kapitalске ustreznosti zgrajeni tako, da finančna institucija s svojim kapitalom lahko pokrije morebitne izgube in v primeru stečaja pokrije terjatve strank, tako da tak dogodek ne pretrese finančnega trga. Minimalni kapitalski standardi so tako glavno orodje za zniževanje sistemskih tveganj. Igrajo pa tudi osrednjo vlogo v predpisih o nadzoru finančnih institucij.

V magistrskem delu bom preverila, ali so predpisi o kapitalski ustreznosti primerni, saj nadzorovani finančni posredniki ne dodajajo največje vrednosti ekonomiji, če jih nadzorniki prisilijo, da delujejo na pretirano visokih ravneh kapitalске ustreznosti. Po drugi strani pa naj bi upravljanje s tveganji s strani same finančne institucije dvigovalo njeno dobičkonosnost.

Vlaganja v vedno boljše metode merjenja tveganja so smiselna, saj dobro izmerjeno tveganje, kot eden od vhodnih podatkov za ugotavljanje kapitalске ustreznosti, izboljša presojo o zadostnem obsegu kapitala, ki ga finančna institucija potrebuje za pokritje nepričakovanih izgub in torej posledično pripomore k bolj stabilnem in varnem finančnem sistemu kot celoti.

Prvo poglavje magistrskega dela je namenjeno pregledu splošnih pojmov povezanih s finančnim sistemom in finančnimi posredniki, definiranju njihovih ciljev in predpisov države. V drugem poglavju bom predstavila tveganja v splošnem, s poudarkom na tveganjih, ki so jim pri svojem poslovanju izpostavljene borzno posredniške družbe. V tretjem poglavju bom pregledala mednarodne prepise, ki urejajo področje likvidnosti, izpostavljenosti in kapitalске ustreznosti. Poglavje je namenjeno tudi primerjavi predpisov omenjenega področja v izbranih državah. Četrto poglavje predstavlja jedro magistrskega dela. V njem bom predstavila slovenske predpise in prakso, ter na primeru slovenske borzno posredniške družbe analizirala, kako borzno posredniške družbe v praksi izpolnjujejo predpise o obvladovanju tveganj, kakšne stroške za borzno posredniško družbo pomeni izpolnjevanje teh predpisov, kakšne so njihove pomanjkljivosti, in podala predloge za izboljšanje. Zadnji del naloge je namenjen analizi razlik v nadzoru bank in borzno posredniških družb z vidika potrebe po nadzoru, ciljev nadzora in tehnike nadzora.

Prvo vprašanje, s katerim se ukvarjam v magistrskem delu, je, ali je ustrezno enostavno prenesti predpise, ki veljajo na področjih zagotavljanja likvidnosti, kapitalске ustreznosti in izpostavljenosti za banke, tudi na borzno posredniške družbe, brez upoštevanja pomembnih razlik med institucijama in posebnosti v njunem poslovanju.

Drugo vprašanje magistrskega dela je, ali borzno posredniška hiša za varno poslovanje sploh potrebuje tako stroge predpise države ali pa lahko tako obnašanje pričakujemo že od same borzno posredniške družbe, na podlagi enega izmed ciljev njenega delovanja, tj. dolgoročnega obstoja podjetja.

1. FINANČNI SISTEM IN FINANČNI POSREDNIKI – NJIHOVI CILJI IN PREDPISI DRŽAVE

Finančni posredniki in druge finančne institucije so del finančnega sistema. Finančni sistem je sestavljen iz mreže finančnih trgov, institucij, podjetij, gospodinjstev in vlade, ki so udeleženci v transakcijah na tem trgu in nadzorujejo njegovo delovanje. Sistem danes ni omejen z geografskimi ali političnimi mejami. Njegova glavna naloga je v učinkovitosti prenašanja finančnih sredstev od ekonomskih celic s presežkom finančnih sredstev k ekonomskim celicam s primanjkljajem finančnih sredstev. Finančna sredstva se prenašajo s trgovanjem na množici finančnih trgov, ki poskrbijo, da se srečajo posamezniki in institucije, ki sredstva ponujajo s tistimi, ki po njih povprašujejo. Finančni sistem predstavlja torej skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Finančni sistem je ena od najpomembnejših delov sodobnega gospodarstva in brez njega le to ne bi moglo delovati (Rose, 1993, str. 6).

Finančne institucije so podjetja, ki poslujejo z namenom doseganja določenih ciljev, npr. maksimalnega dobička. V tem smislu se ne razlikujejo od ostalih podjetij. Tudi finančne institucije uporabljajo določene naložbe (delo, kapital, znanje), da proizvajajo finančne proizvode, po katerem povprašujejo njihove stranke. Finančna institucija, kot vsako drugo podjetje, nudi okvir, v katerega vstopajo delo, kapital in ostali faktorji produkcije v takem razmerju, da se proizvede končni proizvod – finančna storitev.

SLIKA 1: FINANČNA INSTITUCIJA KOT PODJETJE



Vir: Rose, 1993, str. 16

Dejansko je poslovanje finančne institucije bolj zapleteno kot poslovanje večine podjetij. Proces finančnega posredovanja je dvostopenjski. V prvi stopnji (stopnja virov sredstev) v proces vstopajo faktorji: zemlja, delovna sila, kapital in znanje, katerih naloga je pritegniti varčevanje s ponudbo instrumentov, kot so varčevalne sheme, zavarovalne police, pokojninske sheme in drugih finančnih storitev, po katerih povprašujejo posamezniki. Finančne institucije v procesu opravljanja finančnih storitev odvzamejo del finančnih sredstev, iz katerih oblikujejo likvidnostne (in druge) rezerve, preostanek sredstev pa vstopa v drugo stopnjo procesa (stopnja uporabe sredstev), kjer se uporabijo za odobravanje posojil in druge naložbe. Za proizvodnjo finančnih storitev v konkurenčnem okolju in zagotavljanje zadovoljive donosnosti na vloženi kapital, finančna institucija vplaga produkcijske faktorje, da bi proizvedla najvišjo možno količino finančnih proizvodov po najnižjih možnih stroških.

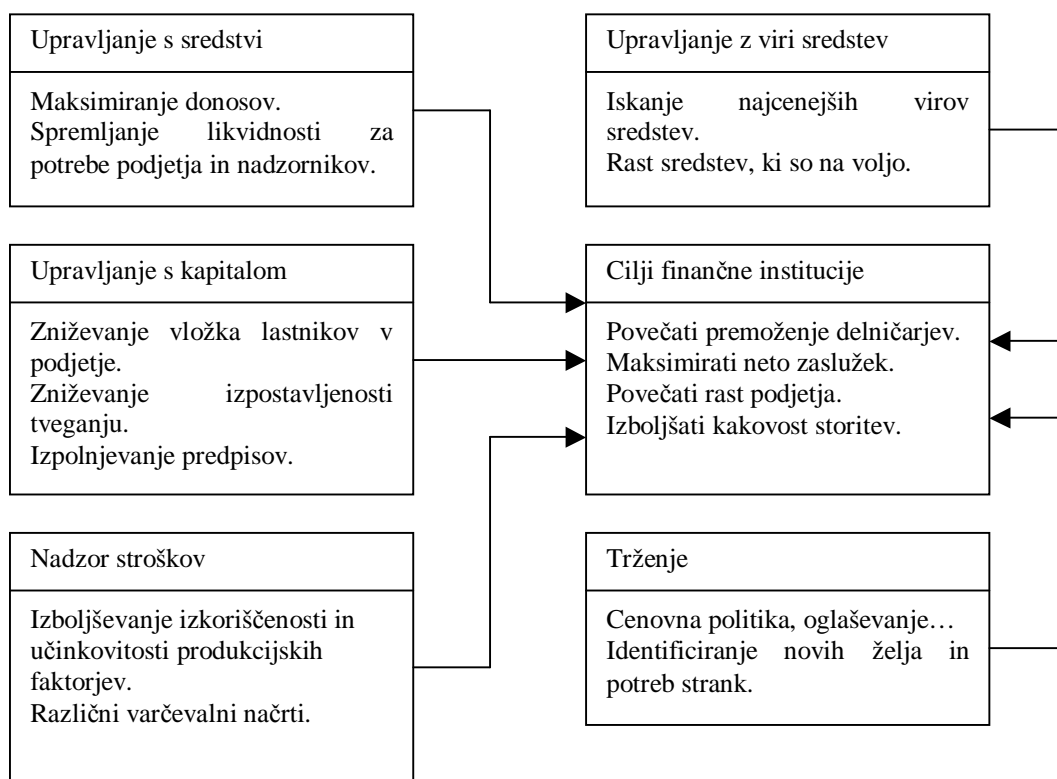
Iz zgoraj napisanega lahko povzamemo, da je glavni cilj prve stopnje zbiranje prihrankov po najnižji možni ceni in s tem čim nižji stroški, ter cilj druge stopnje vlaganje sredstev v naložbe z najvišjo donosnostjo.

Cilji finančnih institucij so zelo raznoliki. Nekatere želijo doseči najvišji tržni delež (prihrankov, posojil, prodaj in nakupov na sekundarnem trgu...). Drugi definirajo kot svoj glavni cilj najhitrejšo rast ali kot maksimiranje premoženja svojih delničarjev in s tem povezan cilj maksimiranja dobička.

Pri doseganju svojih ciljev mora vodstvo finančne institucije upoštevati sledeča področja odločanja:

- upravljanje s sredstvi/imetji oz. terjatvami (management of assets),
- upravljanje z viri sredstev/obveznostmi (management of liabilities),
- upravljanje s kapitalom (management of capital),
- upravljanje s stroški in
- marketing.

SLIKA 2: PODROČJA ODLOČANJA VODSTVA FINANČNE INSTITUCIJE:



Vir: Rose, 1993, str. 18

Pri finančnih posrednikih je za upravljanje z viri sredstev, sredstvi in kapitalom najpomembnejše, da sredstva dobijo po čim nižji ceni in jih čim dražje prodajo. Pomembno je torej, da dosežejo čim višjo razliko med ceno obveznosti in terjatev. S tovrstno problematiko se agentske finančne institucije, med katere štejemo tudi borzno posredniške družbe, razen v delu, kjer trgujejo v svojem imenu in za svoj račun ne srečujejo, saj gre njihovo finančno posredništvo mimo njihove bilance. Njihov glavni cilj je znižati stroške in na ta način ponuditi čim cenejšo in kvalitetno storitev.

Upravljanje z viri sredstev in naložbami je potrebno tudi zaradi tveganj, katerim so izpostavljene vse finančne institucije (tako finančni posredniki, kot tudi agentske finančne institucije). Na tem mestu omenimo tveganje nelikvidnosti in dolgoročne plačilne nesposobnosti, ki ju bom podrobneje obravnavala v nadaljevanju.

Zaradi tveganja dolgoročne plačilne nesposobnosti morajo finančne institucije upravljati tudi s kapitalom. V splošnem lahko trdimo, da bodo lastniki želeli kapital držati na najnižji možni ravni in ga večino uporabiti za donosne finančne operacije. Dobra tržna strategija finančne institucije mora postaviti merljive cilje, definirati kratkoročne in dolgoročne načrte in proučevati potrebe po novih finančnih storitvah svojih strank. Pri doseganju ciljev se finančne institucije ne morejo obnašati, kot bi same želele, saj vlada strogo nadzira in predpisuje njihovo delovanje. Nadzorovano je odobravanje posojil, investicije, upravljanje s kapitalom, včasih tudi cenovna politika in višina obrestnih mer. Finančne institucije imajo poseben pomen za blagostanje v državi in zdravje gospodarstva. Večina prihrankov posameznikov, gospodinjstev in podjetij je namreč vloženi pri teh institucijah ali s posredovanjem teh institucij (Rose, 1993, str. 15).

Zaradi naštetih razlogov je delovanje finančnih institucij podvrženo vrsti zakonov in predpisov, katerih glavni namen je zagotoviti varnost njihovega poslovanja in s tem varnost prihrankov subjektov v gospodarstvu. Več o mednarodnih predpisih in zakonodaji ter predpisih, ki to področje urejajo v Sloveniji, v enem od prihodnjih poglavij.

2. TVEGANJA

Visoko konkurenčno okolje s stalno spreminjajočimi se pogoji finančnega poslovanja je poglavitni razlog izpostavljenosti finančnih institucij različnim vrstam tveganja. Finančni posredniki so v skladu s svojo vlogo na finančnem trgu v pogodbenih razmerjih prisiljeni nase prevzeti določen del teh tveganj. Aktivno ugotavljanje in celostno obvladovanje poslovno-finančnih tveganj v boju za ohranitev konkurenčne prednosti in ohranitev tržnega deleža je bil v preteklosti edini pravilen pristop za zagotavljanje preživetja, varnega poslovanja in dolgoročne dobičkonosnosti.

Država, ki z ustreznimi predpisi, standardi in zakoni postavlja splošen okvir varnega delovanja nacionalnega finančnega sistema in vključevanja v poslovanje na mednarodnem nivoju, je zgodovinsko gledano učinkovita predvsem na področju nadzora in kontrole poslovanja finančnih posrednikov. Podobno je s priporočili mednarodnih bančnih predpisov, ki z oblikovanjem minimalnih zahtev in usklajevanjem razlik med finančnimi sistemi posameznih držav krepi zaupanje v mednarodno finančno poslovanje. Le-ta so pogosto preveč splošna in neredko kritizirana zaradi neupoštevanja posebnosti poslovanja na določenih segmentih finančnega trga. Zaradi tega veliko finančnih posrednikov ne čaka na popolni model predpisov, temveč se v skladu s svojimi strateškimi smernicami in priporočili monetarnih oblasti odloča za razvoj lastnega modela upravljanja s tveganji. V razvitih sistemih model temelji na prednostih centraliziranega upravljanja s tveganji, z glavno odgovornostjo na strani uprave finančne institucije ter z natančno opredeljeno razdelitvijo odgovornosti posameznim poslovnim funkcijam sistema (Muhič, 2000, str. 127).

2.1. OPREDELITEV

V splošnem lahko tveganje, prisotno v aktivnostih finančnih institucij, opredelimo kot grožnjo, da bo poslovni dogodek ali aktivnost dejavnika notranjega ali/in zunanjega okolja negativno vplivala na sposobnost finančne institucije za uspešno doseganje zastavljenih ciljev in izvajanje poslovne strategije.

V literaturi (Skubic, 1999, str. 94) najdemo različne opredelitve tveganj:

- negotovost glede prihodnjih rezultatov,
- nestanovitnost nepričakovanih rezultatov,
- nestanovitnost neto denarnih tokov podjetja.

Te opredelitve kažejo, da tveganje vključuje tako želene kot neželene izide. To je razumljivo, saj vsak posel v finančnem svetu vključuje vsaj dve stranki, ki imata nasprotujoče si interese.

Upravljanje s sredstvi in obveznostmi premoženjske bilance je koordinirano upravljanje s finančnimi tveganji, povezanimi v premoženjsko bilanco, ki ga izvaja vsaka finančna institucija z namenom ohranjanja kapitala, oblikovanja dodane vrednosti lastnikom, zagotavljanja likvidnosti in varnosti poslovanja. V osnovi zajema aktivno finančno zaščito pred tveganji, ki jim je borzno posredniška družba (ali drugi finančni posrednik) izpostavljena zaradi svoje vloge finančnega posrednika na finančnem trgu, kjer razširjeno obravnavanje vključuje tudi posle, ki jih borzno posredniška družba opravlja v svojem imenu in za svoj račun. V širšem smislu zajema neprestano načrtovanje v smislu analize nepričakovanih sprememb, ki se zgodijo v okolju delovanja finančne institucije (npr. obrestne mere, devizni tečaj, makroekonomski dejavniki) in kako te spremembe vplivajo na reakcijo finančne institucije z vidika njene premoženjske bilance.

Upravljanje s sredstvi in obveznostmi je, bolj kot aktivnost povečevanja dobička in zmanjševanja tveganja, pristop k doseganju znanja in razumevanja medsebojnega odnosa med tveganjem in donosi. Borzno posredniška družba lahko le z uspešnim upravljanjem s sredstvi in obveznostmi, s čimer skuša celovito obvladovati tveganja, opredeli ustrezno konkurenčno ceno svojih storitev ter na ta način določi raven sprejemljivega tveganja za določeno donosnost.

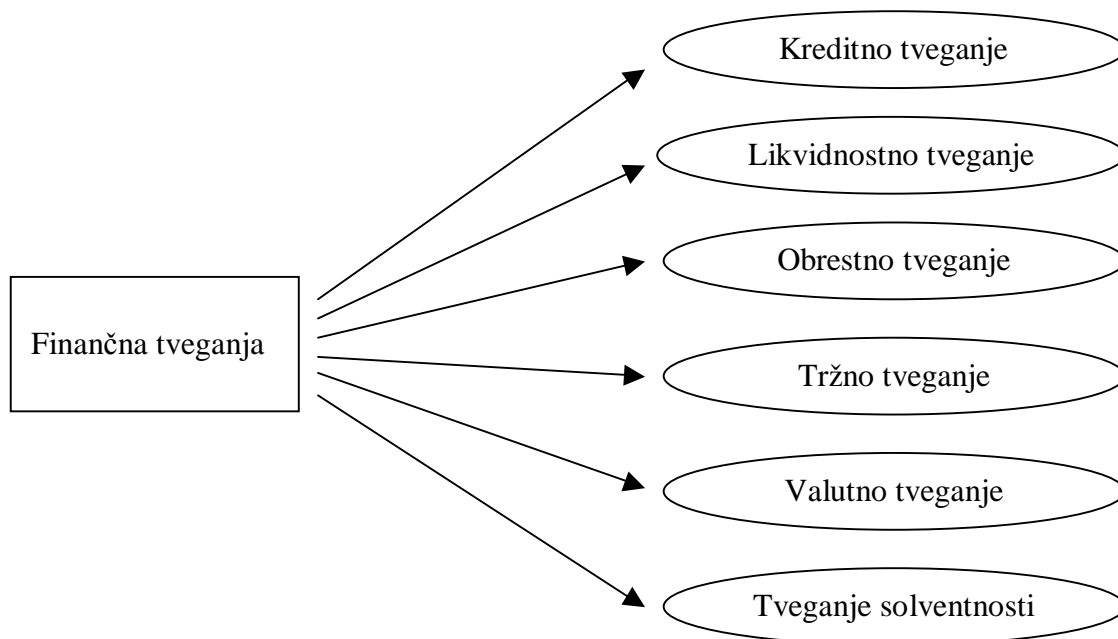
Z vidika finančnih naložb pojem gotovosti pomeni, da je pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu donosu. Vendar v praksi obstaja zelo malo naložb, za katere bi to dejansko veljalo. Tveganje, da prihodnji donosi ne bodo enaki pričakovanim, se v finančnem svetu ne nanaša le na potencialne negativne donose na finančnem trgu, ampak na vsa, tudi pozitivna odstopanja od pričakovanj. Spremembe finančnih spremenljivk, kot sta npr. obrestna mera, devizni tečaj in tečaj vrednostnih papirjev, običajno spremenijo tudi izpostavljenost finančne institucije.

Za razliko od podjetij je primarna dejavnost finančnih institucij aktivno upravljanje s finančnimi tveganji. Le-ti spoznavajo, da je potrebno natančno merjenje virov tveganj, kar nadalje omogoča nadzor nad tveganji in postavljanje ustrezne cene posameznim finančnim storitvam. Razumevanje tveganja zagotavlja upraviteljem finančnega premoženja orodje, s katerim lahko načrtujejo posledice negativnih rezultatov poslovnih dogodkov in se pripravijo na aktivnosti v okolju neizogibne negotovosti (Muhič, 2000, str. 128).

2.2. VRSTE

V literaturi s področja upravljanja s tveganji finančnih institucij lahko zasledimo širok spekter klasifikacij različnih vrst tveganj. Ena od klasifikacij je predstavljena na sliki in podrobneje v nadaljnjem besedilu. Ker na temo tveganj obstaja obsežna literatura, ki pa se večinoma nanaša na bančna tveganja, se bomo pri njihovem kratkem pregledu omejili na tveganja, ki so bistvenega pomena za delovanje borzno posredniških družb.

SLIKA 3: VRSTE FINANČNIH TVEGANJ



Vir: Muhič, 2000, str. 129

2.2.1. TRŽNA TVEGANJA

To tveganje vključuje nevarnost zmanjšanja vrednosti bilančne in izvenbilančne pozicije zaradi spremembe tržnih pogojev (obrestne mere, borzni indeksi), preden bi borzno posredniški hiši uspelo te pozicije likvidirati. Tveganje je torej v tem, da se tržna vrednost spremeni v tistem minimalnem času, ki ga zahteva tržna transakcija.

Borzno posredniške družbe, ki trgujejo za svoj račun, držijo del svojega imetja v vrednostnih papirjih z namenom, da bodo te v prihodnosti prodale po ceni, ki bo višja od tiste, po kateri so jih kupile in tako ustvarile dobiček. Kar pa seveda vedno ni mogoče. Povedano drugače, namen držanja teh vrednostnih papirjev ni dolgoročna investicija. Posledično morajo biti borzno posredniške družbe v položaju, ki jim omogoča pokriti realizirane in potencialne izgube, ki izvirajo iz njihovih trgovalnih aktivnosti.

Tržno tveganje ima različne oblike. Osnovno tveganje je tveganje, da bo cena vrednostnega papirja, ki tvori prodajno pozicijo borzno posredniške družbe, padla, oziroma cena instrumenta v nakupni poziciji narasla. Prav tako je potrebno upoštevati tveganje, da v primeru dolžniškega vrednostnega papirja ne bo odplačana glavnica ali obresti. Pomembno je tudi to, kakšno količino, relativno glede na celotno izdajo, ima borzno posredniška družba določenega vrednostnega papirja med svojimi naložbami. V primeru, da gre za visok delež celotne izdaje, bo cena tega vrednostnega papirja na trgu v trenutku, ko bo borzno posredniška družba želela likvidirati to pozicijo, zaradi velike ponujene količine močno padla.

Da bi lahko izmerili tržno tveganje, moramo oceniti, kakšna bi bila lahko najnižja in kakšna najvišja cena določenega vrednostnega papirja. Da bi lahko podali tako oceno, moramo upoštevati celo vrsto spremenljivk. Prva od teh spremenljivk je gibanje cene v

preteklosti. Ostale spremenljivke, ki jih je potrebno vključiti v model, so: boniteta izdajatelja, likvidnost vrednostnega papirja, likvidnost trga vrednostnih papirjev in podobno (IOSCO, 1989, str. 10).

2.2.2. TVEGANJE IZPOLNITVE NASPROTNE STRANKE

Tveganje se razlikuje med trgi glede na sistem poravnave in plačilni sistem, ki veljata na tem trgu. V vsakem sistemu je borzno posredniška družba izpostavljena tveganju, da od stranke ali drugega udeleženca trga vrednostnih papirjev ne bo prejela plačila za nakup vrednostnih papirjev ali da ji stranka ne bo izročila vrednostnih papirjev, ki jih je borzno posredniška družba zanjo prodala.

Časovne razlike v stvarni poravnavi (izročitvi vrednostnih papirjev) povzročajo tudi druge stroške financiranja in iz tega izhajajoča tveganja. V primeru, da borzno posredniška družba sklene pogodbo, po kateri bo prodajalcu vrednostnih papirjev denarno poravnala v istem dnevu, kupec pa bo nakup poravnal naslednji dan ali kasneje, mora borzno posredniška družba financirati transakcijo bodisi z izposojenimi sredstvi ali uporabo drugih lastnih sredstev. V tem primeru borzno posredniška družba utrpi stroške v obliki obresti za najem posojila ali oportunitetne stroške uporabe lastnih sredstev.

V primeru, ko ne prejme plačila, mora borzno posredniška družba nasprotni stranki poravnati znesek v vrednosti prodanih vrednostnih papirjev, kar borzno posredniški družbi povzroči oportunitetne stroške uporabe teh sredstev. V primeru, ko nasprotna stranka ne izroči vrednostnih papirjev, mora borzno posredniška družba drugi stranki te vrednostne papirje izročiti, kot je bilo dogovorjeno. Torej si mora vrednostne papirje izposoditi ali jih kupiti na trgu, kar povzroči dodatne stroške. Ti stroški zajemajo oportunitetne stroške financiranja nakupa z lastnimi sredstvi ali najemom posojila in pokrivanje morebitne razlike v ceni. Če cena v vmesnem času naraste, bo borzno posredniška družba sama krila razliko med ceno iz prvotne pogodbe in ceno, ki jo bo za ta vrednostni papir plačala na trgu. To razliko lahko izračuna v vsakem trenutku.

Večina trgov vrednostnih papirjev je urejenih tako, da se to tveganje znižuje sistemsko, tako da je predpisan hkraten prenos denarja in vrednostnih papirjev, transakcije pa se vršijo preko klirinške hiše. Čeprav obstaja jamstvo klirinške hiše, da bodo nakupi in prodaje poravnane, pa so vsi njeni člani izpostavljeni v primeru, da kolektivno krijejo neplačane obveznosti enega od članov.

Podobna tveganja nastanejo pri transakcijah s tujino, kjer se dnevi, v katerih bosta opravljeni denarna in stvarna poravnava, med državami razlikujejo. Standardizacija in harmonizacija poteka poslov, ki sta v teku v zadnjem času, bosta tovrstno tveganje pri transakcijah s tujino zmanjšali ali celo odpravili.

Izpostavljenost tveganju neuskkljenosti denarne in stvarne poravnave je mogoče meriti. V sistemih, kjer transakcije ostajajo neporavnane skozi daljše obdobje, lahko čas uporabimo kot približek za verjetnost izpolnitve. Posli, ki imajo najdaljši rok zapadlosti, dobijo najvišjo utež tveganja.

Učinkoviti sistemi poravnave morajo biti zasnovani tako, da poleg upoštevanja in merjenja tveganja tudi spodbujajo udeležence k poravnavanju obveznosti ob njihovi zapadlosti. Bolj učinkoviti sistemi denarne in stvarne poravnave bi znižali tudi tveganja v celotnem

finančnem sistemu. Mednarodne pobude na področju denarne in stvarne poravnave so sledeče:

- harmonizacija števila dni od sklenitve posla do poravnave,
- uveljavitev centralnih klirinških družb in
- uveljavitev instituta izročitev proti plačilu (IOSCO, 1989, str. 11).

2.2.3. OBRESTNO TVEGANJE

Tveganje obrestne mere definiramo kot možno spremenljivost donosov finančne naložbe, ki jo povzročajo nepričakovane spremembe obrestne mere. Ker je nemogoče popolnoma zanesljivo napovedovati gibanje obrestne mere, nastajajo nepričakovane spremembe obrestne mere, tako da se vsak investitor neizogibno srečuje s to vrsto tveganja.

Posledice nepričakovanih sprememb obrestne mere so dvojne. Najprej povzročijo, da investitor ne more ponovno investirati donosov, ki jih prinaša vrednostni papir do zapadlosti, po pričakovanih obrestnih merah. Kadar investitor vrednostnega papirja ne proda pred zapadlostjo, je to tudi edina oblika tveganja spremembe obrestne mere, ki ga imenujemo tveganje ponovnega investiranja.

Če pa namerava prodati vrednostni papir pred zapadlostjo, je izpostavljen tudi cenovnemu tveganju možne spremembe vrednosti vrednostnega papirja. Na vrednost le-tega vpliva trenutna zahtevana stopnja donosa in ob nakupu lahko investitor le predvideva, kakšna bo vrednost papirja v prihodnosti, ko ga namerava prodati. Če nastanejo spremembe obrestne mere, se spremeni tudi vrednost papirja in investitor ga ne bo mogel prodati po pričakovani ceni. Tveganje ponovnega investiranja je torej možna spremenljivost donosov zaradi nepričakovanih sprememb obrestne mere, po kateri se ponovno naložijo vmesni donosi, cenovno tveganje pa možna spremenljivost donosov zaradi nepričakovanih sprememb vrednosti vrednostnega papirja. Obe obliki tveganja spremembe obrestne mere delujeta v nasprotnih smereh.

Če nepričakovano naraste obrestna mera, vrednost papirju pade, ker investitorji diskontirajo bodoče donose z višjo stopnjo donosa. Hkrati pa ta porast omogoči ponovno investiranje vmesnih denarnih donosov po višji obrestni meri, kar zvišuje investitorjevo donosnost v naložbenem obdobju.

Nepričakovane spremembe obrestne mere ne vplivajo enako na vse finančne instrumente. Razlike nastajajo zaradi značilnosti posameznega instrumenta, pri čemer sta predvsem pomembni višina in časovna razporeditev denarnih donosov, pomembno pa je tudi razmerje med investitorjevim naložbenim obdobjem in dobo do zapadlosti finančnega instrumenta. Razlikuje se tudi delež posameznih oblik tveganja, ki smo ju omenili v prejšnjem odstavku. Pri obveznici brez kuponov na primer ni treba ponovno nalagati donosov, zato tudi ni izpostavljena tej vrsti tveganja. Seveda pa je investitor izpostavljen cenovnemu tveganju, če namerava prodati tako obveznico pred zapadlostjo. Kadar se investitorjevo naložbeno obdobje sklada z dobo do zapadlosti obveznice brez kuponov, pa sploh ni izpostavljen tveganju spremembe obrestne mere (Oražem, 1995, str. 24).

2.2.4. VALUTNO TVEGANJE

Spremenljivost deviznih tečajev ob prisotnosti odprtih pozicij v določeni valuti lahko borzno posredniško družbo izpostavlja valutnemu tveganju, ki je z vse večjim vplivom procesov internacionalizacije in globalizacije poslovanja čedalje pomembnejši sestavni del upravljanja s tveganji.¹ Pri tem ne gre le za trgovanje finančnih institucij za svoj račun, temveč tudi za račun njenih komitentov.

Izpostavljenost valutnim tveganjem se pri poslovanju podjetja ali finančnega posrednika kaže kot vpliv nihanja valutnih tečajev na dobiček, denarne tokove in tržno vrednost podjetja. Najpogostejši vrsti valutnega tveganja sta transakcijsko in transalcijsko. Do transakcijskega valutnega tveganja pride takrat, ko ima podjetje določene prihodke ali stroške izražene v tuji valuti. V času med obračunom prihodkov oziroma stroškov do njihovega plačila lahko pride do spremembe valutnih tečajev in s tem do drugačnega rezultata poslovanja. Velikokrat imajo podjetja tudi določena sredstva naložena v tujini in so zato izražena v tuji valuti. Ob izdelavi letnih izkazov je ta sredstva potrebno ovrednotiti po trenutnih valutnih tečajih, kar prav tako privede do dobičkov oziroma izgub iz naslova valutnih tveganj. V tem primeru imamo opravka s translacijskim valutnim tveganjem (Skubic, 1999, str. 95).

2.2.5. LIKVIDNOSTNO TVEGANJE

Pogosto je definirano na dva načina: kot skrajna nelikvidnost, ki se konča s stečajem. Taki skrajni pogoji nastanejo najpogosteje kot rezultat drugih tveganj in kot nezmožnost pravočasno zbrati sredstva po 'normalni' ceni. Slednja opredelitev likvidnostnega tveganja v praksi pomeni, da kratkoročna sredstva ne zadostujejo za pokritje kratkoročnih virov obveznosti. Finančnemu posredniku sredstva niso na voljo ali pa jih je prisiljen mobilizirati le z dodatnimi stroški (po višji ceni). Potreba finančnih posrednikov po dodatnih likvidnostnih sredstvih je v glavnem posledica neusklajenosti rokov dospelosti virov financiranja. Likvidnost v tem smislu predstavlja varnostno blazino, ki pomaga pridobiti čas v težkih pogojih. Likvidnostno tveganje pomeni tudi težave pri pridobivanju sredstev. Likvidnostno tveganje se v tem primeru tiče zmožnosti povečanja gotovine po razumni ceni. Taka zmožnost je rezultat dveh dejavnikov: splošne likvidnosti na finančnem trgu, ki določa obseg in presežek likvidnih sredstev na tem trgu in s tem tudi njihovo ceno ter likvidnosti borzno posredniške družbe. Obe delujeta vzajemno na določitev pogojev pridobivanja sredstev.

2.2.6. KREDITNO TVEGANJE

Kreditno tveganje je tveganje, da pogodbeni stranka ne bo plačala obveznosti v pogodbenem roku. Morebitni pretresi kreditnega dela premoženjske bilance posledično vplivajo tudi na pasivno stran bilance. Kreditno tveganje ne odraža le splošne kakovosti pogodbenih strank, ki jo finančna institucija določi z analizo prihodnje finančne sposobnosti stranke in s tem posredno določi tržno vrednost njenih obveznosti, temveč je v veliki meri odvisno od splošnega gibanja spremenljivk na finančnem trgu.

¹ Pozicija v tuji valuti je zaprta, ko ima družba enako vrednost imetij in obveznosti v isti tuji valuti.

Za borzno posredniške družbe je kreditno tveganje navadno sicer bistveno nižjega pomena kot za banke, s tem tveganjem pa se srečujejo na dva načina:

- če s posojanjem plasirajo svoja presežna sredstva,
- ko kratkoročno kreditirajo nakupe strank.

2.2.7. TVEGANJE DOLGOROČNE PLAČILNE NESPOSOBNOSTI

To je tveganje nezmožnosti pokriti izgube, povzročene z vsemi vrstami tveganj, z razpoložljivim kapitalom. Tveganje dolgoročne plačilne nesposobnosti je torej tveganje, da borzno posredniška družba ne bo mogla izpolniti obveznosti do strank. Dolgoročna plačilna sposobnost je končni rezultat razpoložljivega kapitala in vseh vrst tveganj: kreditnega, obrestnega, likvidnostnega, tržnega. Tveganje dolgoročne plačilne nesposobnosti je ključnega pomena za zakonodajalca. Princip kapitalske ustreznosti določa glavne smernice upravljanja s tveganji.

To lahko povzamemo z naslednjimi načeli:

- vsa tveganja povzročajo potencialne izgube,
- skrajna zaščita te izgube je kapital,
- kapital naj bi bil enak ravni, ki se zahteva za nadomestitev potencialne izgube zaradi tveganj.

2.2.8. OSTALA TVEGANJA

Borzno posredniške družbe so poleg naštetih izpostavljene še številnim drugim tveganjem.

Eno takih tveganj je *tveganje izvedbe posla*, ki izvira iz napačnega razumevanja pogodbe ali površnosti. Napaka lahko npr. nastane, ker so si stranke v poslu pogodbo različno razlagale. Do napačnega razumevanja lahko pride pri prenosu navodil od stranke, pri prenosu informacij med borznimi posredniki in zaledno pisarno, pri komunikaciji s tretjim udeležencem in podobno. Najpogostejše napake so nakup/prodaja napačnega vrednostnega papirja, napačne količine vrednostnega papirja, nakup namesto prodaje in obratno ter zamuda pri izvedbi naročila. Nekateri stroški, ki nastanejo kot posledica odpravljanja omenjenih napak, so administrativne narave, drugi pa izvirajo iz nakupa/prodaje pravih vrednostnih papirjev oz. prave količine vrednostnih papirjev, pri čemer je borzno posredniška družba dodatno izpostavljena še tveganju spremembe cene vrednostnega papirja. Tveganje je mogoče zmanjšati tako, da se podrobno predpiše postopke izvedbe posla, avtomatizira večji del poteka posla, vzpostavi določene kontrole. Tovrstno tveganje v splošnem narašča v času, ko je obseg transakcij visok.

Ostala tveganja, ki jih je potrebno omeniti, so:

- znižanje prihodkov zaradi znižanja obsega transakcij ob nespremenjenih stroških,
- povečanje obsega transakcij in s tem povečanje administrativnega dela, ki ga borzno posredniška družba v kratkem času ni zmožna pokriti z novo delovno silo,
- prevara.

Gre za tveganja, ki jih je v osnovi zelo težko izmeriti, vendar jih mora borzno posredniška družba upoštevati pri odločitvi o velikosti svojega kapitala (IOSCO, 1989, str. 22).

2.3. UPRAVLJANJE S TVEGANJI

Študije, ki se ukvarjajo s finančno oziroma bančno ureditvijo in finančnimi storitvami ter trgi, postavljajo to ureditev med najpomembnejše sestavine celotne gospodarske ureditve. Prevladujoče prepričanje pravi, da je njena naloga zgolj v posredovanju med celicami s finančnimi presežki in celicami s finančnimi primanjkljaji. Toda tako gledanje je preozko, saj zanemari drugo pomembno nalogo finančne ureditve - porazdelitev in transformacijo tveganj. Prav slednji vidik doživlja od začetka sedemdesetih let stalen vzpon. Uveljavlja se prepričanje, da je bistvo finančne ureditve in finančnih institucij prav ravnanje s tveganji in zavarovanje pred njimi.

Finančni posredniki prevzemajo tveganja, jih spreminjajo in vgrajujejo v finančne proizvode in storitve. Zato imajo tisti finančni posredniki, ki aktivno upravljajo tveganja, primerjalno prednost pred ostalimi, saj zavestno prevzemajo tveganja, se zavarujejo pred nepričakovanimi dogodki in zaposlujejo strokovnjake za ocenjevanje tveganj in za določanje njihove cene. Konkurenti sicer lahko takim finančnim posrednikom kratkoročno prevzamejo določene posle, enostavno zato, ker tveganj ne zaračunavajo strankam. Toda borbo s časom gotovo izgubijo, saj se tveganja, ki niso vključena v izračun stroškov, prej ali slej spremenijo v izgubo.

Merjenje tveganja, analize in kontrola so višek svojega razvoja doživele v zadnjih desetletjih (Beckers, 1996, str. 171). Velik napredek v teoretičnih raziskavah je počasi prehajal tudi v prakso. Razpršitev tveganja sestavljenega premoženja in zavarovanje (hedging) niso več le v domeni akademskih krogov, ampak se uporabljajo v vsaki banki, pokojninskemu skladu, investicijskem skladu, zavarovalnici, borzno posredniški družbi in drugih finančnih institucijah.

Kvantitativno upravljanje tveganj prehaja iz ravni upravljanja bilance stanja na višje ravni, to je raven odločanja o posameznih transakcijah. Ugotovitve pri upravljanju tveganj služijo kot pomoč pri izboru naložb in ne kot nadomestilo za druge faktorje, ki prav tako vplivajo na končno odločitev. Merjenje tveganj sloni na zapletenih kvantitativnih tehnikah, zato je jasno, da ne bo nikoli povsem nadomestilo tistega dela odločitve, ki temelji na lastni presoji kreditnih analitikov, trgovcev in poslovodstva. Upravljanje tveganj se mora osredotočiti ne le na realizirane temveč predvsem na potencialne izgube, ki so lahko pričakovane, nepričakovane in izjemne. Pričakovana izguba je statistično povprečje izgub. Nepričakovana izguba je maksimalna izguba, ki bo presežena le v določenem številu primerov. Nepričakovano izgubo meri tvegana vrednost. Izjemne izgube so tiste, ki presegajo maksimalne nepričakovane izgube. V praksi je izjemne izgube težko oceniti, saj obstaja zelo majhna verjetnost, da bi se uresničile. Izjemnih izgub ni mogoče oceniti na podlagi statističnih zakonov, ampak terjajo aplikacijo stresnih scenarijev. Zaščito pred pričakovanimi izgubami nudijo rezervacije. Le-te se razlikujejo od kapitala, ki naj bi pomenil zavarovanje v primeru odstopanj od povprečja, torej za nepričakovane izgube. (Skubic, 1999, str. 94)

Tehnično gledano tako učinkovito upravljanje tveganj v preteklosti ni bilo mogoče. Velikega števila finančnih tveganj ni bilo mogoče meriti zaradi pomanjkljivosti informacijskih sistemov, ki niso omogočali in podpirali tovrstnih analiz. Sedaj pa se po eni strani vse bolj zastrujejo zakonodajne zahteve, povečuje se znanje o tveganjih, na razpolago pa imamo vse bolj izpopolnjene metode merjenja tveganj (Skubic, 1999, str. 93).

Dostopnost vse kompleksnejših finančnih instrumentov in metod za spremljanje izpostavljenosti tveganju je treba razumeti kot priložnost, ki omogoča uporabo aktivnejših in natančnejših metod upravljanja s tveganjem. Poudariti pa je treba (Žunič in Barle, 1996, str. 135), da je glavna cena, ki jo finančni posrednik mora plačati za uporabo tovrstne metodologije, razvoj ustreznega informacijskega sistema, ki mora biti prilagojen spremljanju in merjenju različnih oblik tveganja.

Zaradi opisanih razmeroma visokih stroškov je potrebno vsako odločitev o vpeljavi novih metodoloških prijemov pri upravljanju s tveganji skrbno pretehtati. Na teoretični ravni se potreba po upravljanju s tveganji lahko utemelji le, če se dokaže, da njegova uporaba poveča vrednost borzno posredniške družbe oziroma podjetja, če problem zastavimo bolj splošno. V poenostavljenem modelu, ki velja za vsa podjetja tako iz finančne kot iz nefinančne dejavnosti, se pričakovana vrednost podjetja $E(V)$ lahko izrazi kot neto sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov po plačilu davka:

$$E(V) = \sum_t \frac{E(CF_t)(1-T)}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kjer je $E(CF_t)$ pričakovani denarni tok v času t , T davčna stopnja, r pa je ustrezná diskontna stopnja. Opozoriti je treba, da davčna stopnja T v splošnem ni konstantna, temveč je odvisna od vrste in velikosti denarnega toka. Iz formule (1) sledi, da se pričakovana vrednost podjetja $E(V)$ lahko poveča z uporabo naslednjih pristopov:

- povečanjem pričakovanih denarnih tokov $E(CF_t)$,
- zmanjšanjem davčne stopnje T ,
- zmanjšanjem diskontne stopnje r (pričakovane stopnje donosa).

Zapletenost nakazane naloge se lahko ilustrira že z dejstvom, da sta pristopa a) in b) zaradi progresivne narave velike večine davčnih sistemov, medsebojno protislovna. Gre tudi za vprašanje izbora investicijske politike, s katero se, vsaj v grobem, določijo bodoči pričakovani denarni tokovi $E(CF_t)$. Del tako definirane investicijske politike je tudi upravljanje s tveganji. Že uporaba pojma 'pričakovani denarni tok' nakazuje, da so bodoči denarni tokovi CF_t bolj ali manj negotovi. Možne so tako spremembe njihove pričakovane vrednosti (statističnega povprečja) kot tudi velika nihanja znotraj posameznih vrst denarnih tokov, ki se statistično lahko merijo z varianco oziroma standardnim odklonom. V kontekstu financ se standardni odklon, včasih pomnožen z ustrežno konstanto, imenuje *nestanovitnost* (volatility) in se uporablja kot mera tveganosti. Zato je pomembna naloga upravljanja s tveganji ocenjevanje nestanovitnosti bodočih denarnih tokov. V tem okviru je potrebno med drugim izmeriti nestanovitnost donosov tako na ravni posameznih finančnih instrumentov, kot tudi na ravni celotnega premoženja. S tem so podani pogoji za merjenje izpostavljenosti različnim oblikam tveganja. Če v zadostni meri poznamo tveganja, katerim je izpostavljena borzno posredniška družba, lahko začnemo uporabljati posamezne metode *aktivnega upravljanja s tveganji*. Tako bomo poimenovali metode upravljanja s tveganji, ki s spremembami pričakovanih denarnih tokov (števec v formuli (1)) vplivajo na spremembo izpostavljenosti tveganju.

Pri borzno posredniški družbi je pri vpeljavi metod za upravljanje s tveganji treba izhajati tudi iz predpisov o kapitalski ustreznosti. Osnovna ideja tovrstnih predpisov, ki so izpeljanke t.i. Baselskega dogovora ('Basle Capital Accord') iz leta 1988, je klasifikacija aktive glede na stopnjo tveganja. Pri tem vsaka postavka aktive dobi ustrezno utež (od 0 do 1), ki se uporabi za izračun tvegane aktive. Bistvena zahteva predpisov o kapitalski ustreznosti je, da količnik med kapitalom in tehtano tvegano aktivo ne sme biti manjši od

neke minimalne mejne vrednosti. Upoštevati pa je treba, da so v splošnem možne različne definicije kapitala in tudi postopki za računanje tehtane aktive. Pri nas se uporablja naslednja inačica predpisa o kapitalski ustreznosti.²

$$\text{Koeficient kapitalske ustreznosti} = \text{kapital} / \text{tehtana tvegana aktiva} \geq 8\% \quad (2)$$

Glavni pomen predpisov o kapitalski ustreznosti je v tem, da spodbuja borzno posredniške družbe k zagotavljanju zadostne količine kapitala in tudi k aktivnejšim oblikam upravljanja s tveganji. Na primer, če se izkaže, da je količnik (2) manjši od predpisanih 8%, se lahko rešitev išče v povečanju jamstvenega kapitala ali v aktivnejših oblikah upravljanja s tveganji, s katerimi lahko vplivamo na zmanjšanje tveganosti aktive. V tej povezavi se upravljanje s tveganji izvaja s pomočjo različnih tehnik upravljanja s kapitalom.

3. MEDNARODNI PREDPISI IN PRIMERJAVA

Finančni trgi imajo ključno vlogo v tržnih gospodarstvih, zato države povsod po svetu štejejo za svojo dolžnost, da s predpisi posegajo vsaj na nekatera področja finančnih trgov. S svojo zakonodajno vlogo so države močno vplivale na rast in razvoj finančnih trgov in finančnih institucij. Najpogostejše opravičilo za vpletanje države v tržna dogajanja so mnenje in izkušnje, da trg sam po sebi ni sposoben zagotoviti učinkovite proizvodnje določenega blaga ali storitev z najnižjimi možnimi stroški, oziroma da država s svojo nadzorno vlogo nadzira gospodarske segmente, s katerimi trg s svojimi mehanizmi konkurence in oblikovanja cen ne bi mogel upravljati brez pomoči. Ker so finančni trgi tako zelo pomemben člen gospodarstev, v katerih delujejo, so države v večini razvitih tržnih gospodarstev ustvarile obsežen sistem pravnih predpisov o finančnih trgih.

Predpisi, ki urejajo delovanje finančnih institucij, so številni in pogosto med seboj neuskkljeni. Del te neuskkljenosti izhaja iz delitve nadzorne funkcije med različnimi državnimi ustanovami na različnih ravneh, del pa iz množice ciljev, ki jih želijo doseči s svojimi predpisi.

Pravila in predpise, ki danes urejajo finančne trge, lahko glede na njihove cilje razvrstimo v naslednje skupine:

1. Preprečiti goljufanje investitorjev s predpisi, ki od izdajateljev vrednostnih papirjev zahtevajo javno objavljanje ustreznih informacij.
2. Spodbujati konkurenco in poštenje v poslovanju s finančnimi sredstvi.
3. Zagotavljati stabilnost finančnih institucij.
4. Omejevati delovanje tujih oseb na domačem trgu in zaščititi interese domačih finančnih institucij.
5. Nadzirati stopnjo gospodarske aktivnosti.

Pri analiziranju vpliva nacionalne zakonodaje na uspešnost finančnega sistema in gospodarstva sploh, je koristno gledati na predpise kot na 'davke' in 'subvencije'. Na eni strani je predpisovanje obvezne rezerve, zgornje meje obrestnih mer in obveznega objavljanja podatkov nekaj takega kot predpisovanje dodatnih 'davkov', ker povečuje stroške poslovanja udeležencev finančnega trga. Na drugi strani pa denimo državne garancije in zavarovanja depozitov, vloga posojilodajalca v stiski, stabilizirajo finančni trg in zmanjšujejo tveganje propada finančnega sistema, na kar lahko gledamo kot na neke

² Podroben izračun kapitala je opisan v poglavju o kapitalski ustreznosti.

vrste 'subvencije'. Razlika med takimi 'davki' in 'subvencijami' je 'neto davek na zakonodajo' določenega narodnega pravnega sistema (Gregorčič, 1995, str. 22).

Finančni predpisi imajo dva glavna cilja. Prvi je zmanjšati tveganja in tako povečati varnost investorjev. Drugi cilj je spodbujati konkurenco in tako znižati stroške finančnega posredništva na najnižjo možno raven.

3.1. MEDNARODNI PREDPISI

Nadzor borzno posredniških družb postaja v zadnjih letih vse pomembnejši problem nadzornikov in zakonodajalcev po vsem svetu. Enega od razlogov za povečano zanimanje lahko najdemo v porastu povezav med trgi vrednostnih papirjev in bančnim sistemom ter s tem povezane skrbi, da bi morebitne težave borzno posredniških družb sistemsko vplivale na težave celotnega finančnega sistema. Skrb vzbuja tudi spoznanje nevarnosti, da bi se finančna kriza v neki državi, v času globalizacije in prostega pretoka kapitala med državami, prenesla čez državne meje. Tretji problem, ki zakonodajalce spodbuja k nadzoru finančnih trgov je spoznanje, da razlike v meddržavnih predpisih, ki urejajo omenjeno področje, lahko povzročijo pomembne razlike v konkurenčnosti. Takšne razlike pa seveda v slabši položaj postavljajo institucije finančnih trgov v državah s strožjimi predpisi (Dale, 1994, str. 1).

Globalizacija bančnih trgov in trgov vrednostnih papirjev dodaja problemu nadzora nove razsežnosti. Globalizacija v tej povezavi pomeni tri stvari: prenos finančnih storitev čez meje države, vdor tujih finančnih trgov na trg neke države skozi predstavništva in podružnice multinacionalk in transakcije med bankami in borzno posredniškimi družbami iz različnih držav, ki vnašajo pravna tveganja kot del tveganja nasprotne stranke.

Nadzorniki bank in borzno posredniških družb se srečujejo z vrsto težav povezanih z globalizacijo. Sistemsko tveganje se namreč lahko poveča skozi slabe poslovne odločitve za sodelovanje s slabo nadziranimi finančnimi centri, depozitarji, investitorji ali drugimi nasprotnimi strankami, na podlagi katerih pride do izpostavljenosti tveganju zaradi nepoznavanja ali nezmožnosti tekočega spremljanja tujih predpisov in zakonodaje. Hkrati pa na povečanje omenjenega tveganja vplivajo še razlike v narodnih predpisih. Posledica naštetega so različne konkurenčne prednosti finančnih institucij iz različnih držav.

Obstaja seveda več načinov, kako se spopasti z omenjenimi problemi globalizacije. Ena od možnosti je, da nadzorniki dopustijo ali celo spodbudijo prosto konkurenco med finančnimi centri in upajo, da se bodo standardi nadzora med državami v času približali, in sicer na nivoju, ki bo optimalen tako z vidika varnosti kot stroškov nadzora. Še vedno pa bo potrebno sprejeti odločitev, katera pravila naj veljajo za katero podjetje. Če se bodo uporabljali predpisi države gostiteljice, potem bodo tuje banke in borzno posredniške družbe prisiljene tam delovati preko institucije, ki bo samostojna pravna oseba. V takšnem sistemu bodo sicer veljala enotna pravila igre znotraj ene države, še vedno pa bo lahko obstajala nelojalna konkurenca med finančnimi centri različnih držav. Nasprotna možnost je, da se pravila, ki veljajo v državi, kjer ima multinacionalka svoj sedež, uporabljajo v vseh podružnicah le-te, po celem svetu. V tem primeru bodo predpisi enaki za vse institucije iz ene države, konkurenčne prednosti oz. slabosti pa se bodo pojavljale med različnimi institucijami iz različnih držav. Glavna pomanjkljivost opisanega pristopa je ta, da ne predvideva možnosti, da finančna kriza prečka nacionalne meje (Dale, 1994A, str. 6).

Drugi način reševanja problemov globalizacije je vzpostavljanje minimalnih standardov nadzora skozi proces harmonizacije. Z vprašanji bonitetnega nadzora in minimalnih standardov bančnega poslovanja se poleg nacionalnih nadzornih organov ukvarjajo tudi Baselski komite za bančne predpise in institucije na ravni Evropske unije (Komisija, Svet, Parlament). Priporočila oz. minimalni standardi iz Basla za države članice Mednarodne banke za poravnavo (BIS) sicer niso zavezujoči, vendar so mednarodno tako uveljavljeni, da jih uporabljajo povsod po svetu.³ Evropske smernice pa pomenijo minimalni pravni okvir, ki ga morajo države članice Evropske unije upoštevati pri nacionalni ureditvi posameznega področja. Ne uporabljajo jih neposredno, ampak so v predpisanem roku dolžne njihovo vsebino vnesti v nacionalno zakonodajo.

Baselska listina o kapitalu iz leta 1988 (Basle Capital Accord) je nastala kot rezultat prizadevanj mednarodnih zakonodajnih in nadzornih organov po poenotenju minimalnih kapitalskih zahtev za banke. Okoliščine, ki so spodbudile ta prizadevanja, so bile povezane s hitro rastjo obsega poslovanja bank, počasno rastjo kapitala, dolžniško krizo in razvojem raznolikih zunajbilančnih aktivnosti. Namen Listine o kapitalu je bil okrepiti kapitalsko osnovo bank, povečati stabilnost mednarodnega finančnega sistema in izenačiti pogoje poslovanja za vse udeležence na trgu. Kapital je bil namenjen predvsem pokrivanju kreditnih tveganj bank, zato se je kmalu pokazala potreba po dopolnitvi z namenom, da zajame tudi tržna tveganja.

Evropska smernica o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (Capital Adequacy Directive), sprejeta leta 1993, je poenotila predpisovanje kapitalskih zahtev za kreditne institucije in investicijska podjetja v zvezi s tržnimi tveganji. Smernica o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij razširja predpise in nadzor kreditnih institucij na investicijska podjetja, saj postavlja skupne standarde za tržna tveganja, ki so jim izpostavljene tako kreditne institucije kot investicijska podjetja. Ti standardi naj bi omogočili neposredno konkurenco med obema vrstama finančnih posrednikov z doseganjem enakosti pri njihovem obravnavanju.

Osnovni pristop, na katerem temeljita tako metodologija iz Basla, kot metodologija, določena z omenjeno smernico, je seštevanje kapitalskih zahtev za splošna in posebna tveganja, povezana s pozicijami v različnih vrednostnih papirjih, tujih valutah, izvedenih finančnih instrumentih itn. Pristop dovoljuje izravnavanje (netting) določenih pozicij in dopušča možnost, da se pozicije, ki jih banke prevzamejo z namenom zaščite drugih pozicij (hedging), izključijo iz izračuna potrebnega kapitala. Določanje kapitalskih zahtev temelji na uporabi preteklih podatkov o gibanjih tržnih cen. Standardizirani pristop (building block) k obravnavi tržnih tveganj pomeni pomembno nadgradnjo Baselske kapitalske listine, saj iz njega izhaja kapitalska zahteva, ki pokriva najširši spekter tveganj. Čeprav novi pristop temelji na empiričnih analizah, pa ne upošteva dejstva, da so tveganja, ki izhajajo iz široko razpršenega premoženja največkrat manjša od enostavne vsote posameznih vrst tveganj, kar je tako imenovani učinek premoženja. Malo verjetno je namreč, da bi kako institucijo v določenem trenutku prizadela neugodna gibanja, ki bi negativno vplivala na vse njene pozicije v tržnem delu aktive.

V zadnjih letih so začele banke in druge finančne institucije pospešeno razvijati svoje lastne sisteme za merjenje tržnih tveganj, ki naj bi upoštevali tudi učinke premoženja in s tem omogočili natančnejše izračunavanje potrebnega kapitala za pokrivanje tržnih tveganj.

³ Baselski komite kot združenje bančnih nadzornih oblasti so leta 1975 ustanovili guvernerji centralnih bank držav skupine G-10. Sestavljajo ga predstavniki nadzornih organov iz centralnih bank Belgije, Kanade, Francije, Nemčije, Italije, Japonske, Luksemburga, Nizozemske, Švedske, Švice, Velike Britanije in ZDA.

Njihovo delo na tem področju je upošteval tudi Baselski komite pri pripravi *Predloga dopolnitve Baselske kapitalne listine za vključitev tržnih tveganj* (Planned Supplement to the Capital Accord to incorporate market risks) leta 1995. Ta je bankam poleg že znanega standardiziranega pristopa ponudil možnost uporabe lastnih (Value at Risk) modelov za oceno možnih prihodnjih izgub in izračun kapitala (Sušnik, 1998, str. 10).

Baselski komite je junija 1999 izdal predlog *nove sheme za merjenje kapitalne ustreznosti* (New Capital Adequacy Framework), ki naj bi nadomestila sporazum iz leta 1988. Nova shema naj bi ohranila poslanstvo starega sporazuma, to je izboljševanje varnosti in stabilnosti finančnega sistema, hkrati pa naj bi odpravila njegove pomanjkljivosti. V dobrih desetih letih, odkar je bil sporazum sprejet, je namreč na finančnih trgih prišlo do velikih sprememb, zaradi katerih kazalec kapitalne ustreznosti, izračunan v skladu s staro metodologijo, ni več dober pokazatelj resnične tveganosti in posledično relativne kapitalne moči bank. Sistem tehtanja, uporabljen pri izračunu tehtane tvegane aktive bank, ne omogoča zadostne diferenciacije med različnimi dolžniki bank in je zato pogosto slab približek dejanskega ekonomskega tveganja, ki ga prevzemajo banke. Stara metodologija spodbuja kapitalno arbitražo in ne priznava številnih finančnih inovacij, namenjenih učinkovitemu obvladovanju tveganj. V premajhni meri upošteva druga, torej nekreditna tveganja, ki so v zadnjih letih pridobila na pomembnosti.

Novi predlagani tristebni sistem določanja zadostnosti kapitala bank predstavlja revizijo in hkrati nadgradnjo kapitalnega sporazuma iz leta 1988. Osrednji del še vedno predstavlja ugotavljanje minimalnih kapitalnih zahtev (prvi steber), ki naj bi bilo po zaslugi spremenjene metodologije merjenja bolj občutljivo na različne stopnje kreditnega tveganja v bankah in bolj prilagojeno realnosti na finančnih trgih. Poleg kapitalnih zahtev za kreditno tveganje so v prvem stebru definirane kapitalne zahteve za pokrivanje obrestnega in drugih tveganj. Temeljnemu kvantitativnemu stebru sta v novi shemi dodana dva kvalitativna stebra, zakonodajni nadzor in tržna disciplina. V okviru drugega stebra gre za preverjanje nadzornikov, ali banka nepristransko ocenjuje tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju bančnih in finančnih storitev. Nadzorniki morajo imeti pooblastilo zahtevati višjo kapitalno ustreznost od zakonsko določene, še posebej, če je banka pomembna s sistemskega vidika. Zagotavljanje zadostnosti kapitala je v prvi vrsti naloga in odgovornost vodstva banke, ki mora biti sposobno dokazati, da so zastavljeni kapitalni cilji banke zasnovani na trdni podlagi. Vse pomembnejšo vlogo pri vzpodbujanju stabilnega in varnega finančnega sistema igra tržna disciplina. Eden izmed vzvodov za doseganje večje tržne discipline je večja preglednost poslovanja bank, ki pomeni večji obseg javnega razkritja ter objave podatkov in informacij, povezanih z bančnim poslovanjem. Tržna disciplina kot tretji steber nove kapitalne sheme zahteva aktivno vlogo tržnih udeležencev, ki preko svojih poslovnih odločitev nagrajujejo banke, katerih poslovanje je pregledno in kaznujejo 'nedisciplinirane' banke.

Baselskemu predlogu je sledila tudi Evropska komisija in tako v dokumentu, objavljenem novembra 1999, predstavila svoje poglede na prihodnji razvoj predpisov in nadzora kapitalne ustreznosti bank in borzno posredniških družb. Že v *Akcijskem načrtu* (Action Plan) iz leta 1999 se je Komisija namreč zavezala, da bo v letu 2000 pripravila predloge novih direktiv za spremembo obstoječe kapitalne ureditve v skladu z razvojem v Baslu. Baselski in dokument Komisije sta v veliki meri skladna, pri čemer slednji bolj poudarja teme, ki so pomembnejše z vidika evropskih bank in borzno posredniških družb (Sušnik, 2000, str. 21).

3.1.1. EVROPSKA SMERNICA NA PODROČJU FINANČNIH NALOŽB

Evropsko smernico na področju finančnih naložb (Investments Services Directive) in Evropsko smernico o kapitalski ustreznosti (Capital Adequacy Directive) moramo razumeti v povezavi z Drugo bančno smernico (Second Banking Coordination Directive) iz leta 1989. Druga bančna smernica dovoljuje bankam opravljanje storitev po celotni Evropski uniji, in sicer vseh storitev, za katere so pridobile dovoljenje v domači državi, ne glede na to, če je v državi gostiteljici pridobila dovoljenje za opravljanje tovrstnih storitev. Druga bistvena značilnost omenjene smernice je, da bankam dovoljuje trgovanje in posredovanje pri trgovanju z vrednostnimi papirji in druge storitve povezane s trgov vrednostnih papirjev. Poleg tega bankam dovoljuje opravljanje tovrstnih storitev tudi v državah, kjer je izvajanje bančnih poslov in storitev trga vrednostnih papirjev v eni instituciji prepovedano. Takšen sistem predpisov ne samo podpira, ampak tudi odkrito favorizira univerzalno bančništvo znotraj Evropske unije. Saj bodo zaradi konkurenčnih slabosti vse države znotraj območja prisiljene bankam dovoliti omenjene aktivnosti.

Ker je Druga bančna smernica odstranila ovire samo za banke in se ne nanaša tudi na poslovanje nebančnih borznih posrednikov, je bila v letu 1993 sprejeta Evropska smernica na področju finančnih naložb, v praksi se je sicer dejansko pričela uporabljati leta 1996, ki je prinesla omenjene ugodnosti tudi borzno posredniškim družbam. Na osnovi te smernice lahko tudi borzno posredniške družbe ustanavljajo podružnice in opravljajo storitve v tujini. Pri tem so predpisi v povezavi s kapitalsko ustreznostjo predmet harmonizacije, drugi predpisi povezani z delovanjem pa so prepuščeni državi gostiteljici in kot takšen sistem dopušča boj med konkurenčnimi ureditvami.

Iz tega zornega kota izgleda, da je glavna podlaga harmonizacije po Evropski smernici na področju finančnih naložb in Evropski smernici o kapitalski ustreznosti zagotoviti enake konkurenčne pogoje za univerzalne banke in nebančne borzno posredniške družbe. Ker so univerzalne banke podvržene pravilom kapitalске ustreznosti po bančnih direktivah, je bilo nujno podobne zahteve uvesti tudi za nebančne borzno posredniške družbe, saj bi slednje sicer uživale ugodnost nalaganja premoženja v bolj tvegane naložbe. Na podlagi povedanega lahko ugotovimo, da razlika med obvezno in neobvezno harmonizacijo povzroča pravzaprav bolj vprašanja konkurenčnosti kot sistemskih tveganj, čeprav naj bi bil glaven razlog za nadzor borzno posredniških družb zniževanje sistemskega tveganja (Dale, 1994, str. 9).

3.1.2. EVROPSKA SMERNICA O KAPITALSKI USTREZNOSTI

Razlogi za sprejetje Smernice o kapitalski ustreznosti (Capital Adequacy Directive) v letu 1993 so v tem, da Smernica na področju finančnih naložb omogoča borzno posredniškim družbam, da svobodno ustanavljajo podružnice in nudijo storitve v drugih državah članicah, direktiva namreč predpisuje koordinacijo pravil za urejanje izdajanja dovoljenj za poslovanje investicijskim podjetjem in opravljanje njihovih poslov, vendar ta ista direktiva ne uveljavlja skupnih standardov za lastna sredstva investicijskih podjetij, niti ne določa skupnega okvira za spremljanje tveganj. Potrebna pa je harmonizacija, ki je potrebna in zadostna za zagotovitev medsebojnega priznavanja dovoljenj za poslovanje sistemov nadzora za varno poslovanje. Bistveni vidiki harmonizacije so sprejetje ukrepov za poenotenje določitev tega kaj se šteje v kapital borzno posredniške družbe, določitev zneskov njihovega začetnega kapitala in vzpostavitev skupnega okvira za spremljanje tveganj, ki se jim izpostavljajo borzno posredniške družbe. Bistveni cilj, ki ga skuša

smernica doseči, je poenotenje zahtev za finančne institucije, ki se med seboj spopadajo v neposredni konkurenci.

Evropska smernica o kapitalski ustreznosti uveljavlja skupne standarde kapital borzno posredniških družb, določa zneske začetnega kapitala takih podjetij in vzpostavlja skupni okvir za spremljanje tveganj, ki se jim izpostavljajo ta ista podjetja. Smernica predvideva različne zneske začetnega kapitala, odvisno od razpona dejavnosti, za opravljanje katerih imajo investicijska podjetja dovoljenje za poslovanje, pomeni pa del širšega mednarodnega navora za doseg zблиževanja veljavnih pravil, ki se tičejo nadzora investicijskih podjetij (Borak, 1996, str. 17).

Evropska smernica o kapitalski ustreznosti določa (Borak, 1996, str. 17):

1. Skupne temeljne standarde za izračun kapitala borzno posredniških družb in bank, ki naj bi omogočili neposredno konkurenco med njimi z doseganjem enakosti pri njihovem obravnavanju.
2. Standarde za tržna tveganja in predpisuje dopolnilen okvir za nadzor nad tveganji.
3. Uvaja 'tržno knjigo', ki bo vsebovala pozicije v vrednostnih papirjih in drugih finančnih instrumentih, ki se posedujejo za namene trgovanja in so izpostavljeni predvsem tržnim izpostavljenostim in tveganjem, ki so povezana z določenimi finančnimi storitvami, ki se nudijo strankam.
4. Uvaja skupna pravila za spremljanje in nadzor velikih izpostavljenosti, ki so jim podvržene borzno posredniške družbe in banke.
5. Uvaja skupna pravila za konsolidacijo finančnih ustanov, ki se ukvarjajo z dejavnostmi, ki so predvsem izpostavljene tržnim tveganjem in
6. Predpisuje skupen okvir za uvedbo nadzora borzno posredniških družb in bank na konsolidiranem temelju.

3.2.3. EVROPSKA SMERNICA O SPREMLJANJU IN NADZORU VELIKIH IZPOSTAVLJENOSTI

Evropska smernica o spremljanju in nadzoru velikih izpostavljenosti finančnih institucij (Large Exposures Directive) iz leta 1992 je namenjena harmonizaciji bistvenih pravil za spremljanje velikih izpostavljenosti finančnih institucij. Spremljanje in kontrola izpostavljenosti je bistven del nadzora nad njimi, ker utegne čezmerna koncentracija izpostavljenosti proti eni sami stranki ali skupini povezanih strank imeti za posledico nesprejemljivo tveganje izgube in je tak položaj lahko škodljiv za dolgoročno plačilno sposobnost finančne institucije. Za razliko od direktive o razmerju dolgoročne plačilne sposobnosti, ki vključuje seznam kreditnih tveganj, ki jih lahko prevzamejo finančne institucije in se mora ta seznam uporabljati za definiranje izpostavljenosti za namene tiste smernice, v kateri so uteži in stopnje tveganja oblikovani za namen postavitve splošne zahteve dolgoročne plačilne sposobnosti za kritje kreditnih tveganj, je naloga te smernice nadzorovati velike izpostavljenosti s ciljem omejevanja največje možne izgube, ki si jo finančna institucija lahko nakoplje preko katerekoli posamezne stranke ali skupine povezanih strank s predpisovanjem nominalne vrednosti dopustne izpostavljenosti. Izpostavljenosti po tej smernici so aktivne in zunajbilančne postavke iz smernice o razmerju dolgoročne plačilne sposobnosti, brez uporabe uteži ali stopenj tveganja, ki so tam predpisane. Vsi elementi, ki jih v celoti krijejo lastna sredstva, se lahko s soglasjem pristojnih oblasti izključijo iz definicije izpostavljenosti, pod pogojem, da ta lastna sredstva niso zajeta v izračunu razmerja dolgoročne plačilne sposobnosti ali drugih razmerij za spremljanje, ki jih predpisujejo predpisi Skupnosti. Kot veliko izpostavljenost definira

smernica tisto izpostavljenost finančne institucije stranki ali skupini povezanih strank, kadar je njena vrednost enaka 10% njegovih naložb ali jih presega. Finančna institucija ne sme prevzeti izpostavljenosti stranki ali skupini povezanih strank, vrednost katere presega 25% njegovih naložb. Finančne institucije ne smejo prevzemati velikih izpostavljenosti, ki bi v celoti presegle 800% njegovih naložb. Države članice lahko predpišejo tudi strožje kriterije, lahko pa tudi izločijo določene bilančne in zunajbilančne postavke iz merjenja izpostavljenosti (Borak, 1996, str. 16).

3.2.4. POSEBNI MEDNARODNI PREDPISI, KI SE NANAŠAJO NA UDELEŽENCE TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Na področju trga vrednostnih papirjev obstaja širše sprejeto mnenje, da je harmonizacija predpisov na tem področju zaželeno. Kljub temu so pogajanja na tem področju veliko počasnejša kot na področju bank. Deloma lahko razlog iščemo v tem, da je sistemsko tveganje bančnega poslovanja veliko večje in zato večja tudi nujnost hitrejšega urejanja področja, deloma v različnosti metodologij, ki jih predlagajo različni zakonodajalci in tudi v tem, ker ima Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev (International Organisation of Securities Commission - IOSCO) veliko več članov kot npr. Baselski komite (Dale, 1994A, str. 8).⁴ V okviru svojega delovanja Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev ugotavlja obstoj temeljnih razlik med evropskim in ameriškim nadzorom. Poudarja pa tudi različnost pristopa k nadzoru bank na eni in borzno posredniških družb na drugi strani.

Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev deluje tudi na področju predpisovanja kapitalne ustreznosti za borzno posredniške družbe. Klasičen predpis zagotavljanja zadostnega kapitala v višini 8% tvegane aktive je sicer ustrezen za pokrivanje kreditnih tveganj borzno posredniške družbe, tak način predpisovanja kapitalne ustreznosti pa ni ustrezen tudi in predvsem za tržna tveganja. Namesto tega mora borzno posredniška družba kapitalno ustreznost izpolnjevati v sklopu predpisov, ki urejajo likvidnost, dolgoročno plačilno sposobnost, tržna tveganja in tveganja povezana s sklenitvijo posla (denarno in stvarno poravnava) in pokrivajo tveganja katerim so ta podjetja izpostavljena.

V Standardih kapitalne ustreznosti za borzno posredniške družbe (IOSCO, 1989) tehnična komisija Mednarodne organizacije za trg vrednostnih papirjev analizira, kakšna je potrebna kapitalna ustreznost borzno posredniške družbe, katera tveganja naj pokriva in kako naj bodo zahteve postavljene. Bistvo kapitalskih zahtev za borzno posredniške družbe je torej v tem, da naj se likvidnost in dolgoročno plačilna sposobnost zagotavljata na način, ki borzno posredniški družbi zagotavlja, da bo v vsakem trenutku imela na voljo zadosten obseg likvidnih sredstev za pokrivanje obveznosti, ob upoštevanju tveganj, katerim je izpostavljena pri svojem poslovanju.

Da bi ugotovili tveganja, katerim je izpostavljena borzno posredniška družba, je potrebno meriti vrednost premoženja naloženega v vrednostne papirje, le-tega ločevati na del, ki je visoko tržen (likviden) in nizko likviden, ter ocenjevati pozicije v blagu. Cilj takega vrednotenja je dobiti realno sliko finančnega stanja borzno posredniške družbe.

⁴ Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev je interesno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev v več kot šestdesetih državah. Njihova glavna naloga je usklajevanje predpisov na področju trgov vrednostnih papirjev in nadzora le-teh. Ali povedano drugače, glavni cilj njihovega delovanja je povezan z zniževanjem sistemskega tveganja na trgih vrednostnih papirjev.

Zahteve o obvladovanju tveganj morajo pokriti vsa tveganja, ki jim je izpostavljena borzno posredniška družba, s posebnim poudarkom na:

- osnovnih zahtevah za izkazovanje težje merljivih tveganj,
- določitvi zahtev, ki izhajajo iz tveganj različnih odprtih pozicij (za bilančne in izvenbilančne postavke),
- zahteve morajo vključevati cenovno nestanovitnost (volatility) posameznih vrednostnih papirjev,
- posebno pozornost je potrebno nameniti velikim izpostavljenostim do ene osebe ali skupine oseb.

Iz navedenega izhaja osnovna zahteva, da mora kapital borzno posredniške družbe v vsakem trenutku presegati vsoto ovrednotenih tveganj, katerim je borzno posredniška družba izpostavljena.

Definicije kapitala se v različnih sistemih nekoliko razlikujejo, predvsem v tem, kaj se v kapital prišteva poleg lastniškega kapitala. Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev s tem v zvezi predlaga določitev višine drugih finančnih sredstev relativno glede na višino lastniškega kapitala. Postaviti je potrebno tudi različne zahteve za višino minimalnega kapitala, glede na obseg storitev, ki jih opravlja borzno posredniška družba. Ta kapital bo tako predstavljal zagotovilo oz. neke vrste obljubo borzno posredniške družbe, da bo le-ta poslovala varno in skrbno. Zahteve pa ne smejo biti postavljene tako visoko, da bi zaviralno vplivale na konkurenco na trgu.

Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev je s tem v zvezi podrobno proučila razmere v nekaterih državah in na podlagi tega izdala smernice za harmonizacijo, ki jih je objavila v poročilu Kapitalske zahteve za multinacionalne borzno posredniške družbe (IOSCO, 1990).

3.2. PRIMERJAVA MED DRŽAVAMI

3.2.1. NEMČIJA

Zvezni bančni nadzorni urad (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) je bil ustanovljen v Berlinu 1. januarja 1962, danes pa se nahaja v Bonnu in opravlja nadzor bank in ostalih finančnih institucij v Nemčiji. Glavni razlog za nadzor tovrstnih institucij je ohranjanje stabilnosti in varnosti finančnega sistema. Zvezni bančni nadzorni urad v splošnem skrbi za varen odnos med finančno institucijo in njenimi strankami in nadzira finančne institucije v smislu varnega in skrbnega poslovanja. Nadzor je v osnovi zasnovan zelo liberalno. Nadzornik ima pravico postaviti zakonsko podlago in predpise za delovanje finančnih institucij, vsako neposredno vmešavanje v delovanje in upravljanje finančne institucije pa je, dokler le-ta deluje po predpisih, prepovedano.

Nemški zakon o bankah (Gesetz über das Kreditwesen, 1998), ki je osnova za nadzor finančnih institucij, zahteva od bank in drugih institucij, da od Zveznega bančnega nadzornega urada pridobijo licenco za poslovanje. Pogoje, pod katerimi lahko finančna institucija zaprosi in tudi dobi dovoljenje, ureja omenjeni zakon.

Glavna naloga Zveznega bančnega nadzornega urada je nadzor finančnih institucij v smislu izpolnjevanja predpisov povezanih s kapitalom, likvidnostjo in veliko izpostavljenostjo. Glavni namen teh predpisov je zaščititi finančne institucije, njihove

stranke in finančni sistem v celoti pred prevzemanjem prevelikih (neobvladljivih) tveganj, ki bi lahko te finančne institucije pripeljala do stečaja. Nadzor se vrši tako, da Zvezni bančni nadzorni urad pregleduje letne računovodske izkaze in predpisuje ter pregleduje posebna poročila finančnih institucij, povezana s kapitalsko ustreznostjo, likvidnostjo in izpostavljenostjo. Urad ima tudi zakonsko podlago za posebne preglede na sedežu podjetja, kjer se lahko bolje seznanijo z vodenjem finančne institucije, njenim poslovanjem in finančnim položajem.

Urad lahko v primeru suma, da je ogroženo izpolnjevanje obveznosti do strank, da je finančna institucija preveč zadolžena ali celo dolgoročno plačilno nesposobna, ukrepa na različne načine, v skrajnem primeru tudi začasno odvzame dovoljenje za delovanje. Urad obravnava tudi pritožbe strank glede poslovanja finančne institucije. V okviru te funkcije sicer nima možnosti narekovati finančnim institucijam, kako naj obravnavajo svoje stranke, niti nadzorovati njihovih cen in drugih pogojev poslovanja. Zato lahko v primeru pritožbe stranke le-tej svetuje oz. prevzame vlogo posrednika v sporu.

Zadolžen je tudi za nadzor usklajenosti poslovanja finančnih institucij z drugimi zakoni, ki se nanašajo na delovanje finančnih institucij.

V času globalizacije bančnega in finančnega sistema je Urad zadolžen tudi za sodelovanje s tujimi nadzornimi institucijami. Sodelovanje temelji na bilateralnih administrativnih dogovorih, izmenjavi mnenj in informacij. In nenazadnje Zvezni bančni nadzorni urad sodeluje tudi v telesih Evropske unije, ki se ukvarjajo s harmonizacijo bančne zakonodaje za področje Evropske unije in prav tako v Baselskem komiteju za bančni nadzor, ki postavlja minimalne zahteve za bančni nadzor in sodelovanje med nadzornimi institucijami posameznih držav.

Pod nadzorom Zveznega bančnega nadzornega urada je v Nemčiji približno 3.500 bank in 4.500 drugih finančnih institucij.

Če potegnem vzporednico s Slovenijo, lahko najprej omenim bistveno razliko med sistemoma, in sicer, da je v Nemčiji nadzor vseh finančnih institucij centraliziran v eni instituciji, v Sloveniji pa to funkcijo opravlja več institucij.⁵ Kot posledica omenjenega, v Sloveniji področje upravljanja s tveganji pokriva več različnih predpisov, medtem ko v Nemčiji za vse finančne institucije veljajo enotni predpisi.

3.2.1.1. Kapitalna ustreznost

Izračunavanje kapitalne ustreznosti se v Nemčiji, tako kot v Sloveniji naslanja na Evropsko smernico o kapitalni ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij, z nekaterimi posebnostmi, ki jih bom podrobneje opisala.

Po zakonu o bankah je Zvezni bančni nadzorni urad dolžan ugotavljati kapitalno ustreznost finančnih institucij. Podrobnejše je predmet nadzora opisan v Predpisu o kapitalu institucij (Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute, 1997, str 13555). Če institucija ne dosega zahtev predpisanih s strani Zveznega bančnega nadzornega urada za več kot neznamenit znesek ali če se kapitalna neustreznost pri določeni instituciji pojavlja

⁵ Banka Slovenije za banke, Agencija za trg vrednostnih papirjev za borzno posredniške družbe in Agencija za zavarovalni nadzor za zavarovalnice. Je pa bilo tudi v Sloveniji že večkrat predlagano, da bi se omenjene institucije združile in skupaj opravljale nadzor nad celotnim finančnim sistemom.

večkrat, se lahko postavi predpostavka, da nima zadostne količine kapitala za pokrivanje tveganj, ki jim je izpostavljena. Predpis se nanaša na finančne institucije, ki:

- trgujejo za svoj račun,
- so pooblaščenimi finančni posredniki, ki pridobivajo sredstva strank.

Osnovni predpis za ugotavljanje kapitalne ustreznosti pravi, da delež kapitala finančne institucije glede na tehtano tvegano aktivo ne sme pasti pod 8% konec vsakega delovnega dne. Predpis za slovenske borzno posredniške družbe je enak, z razliko v tem, da se kapitalna ustreznost v Sloveniji izračunava le konec vsakega meseca in ne dnevno. V izračun tvegane aktive, za katero se izračunava kapitalna ustreznost, se vključujejo:

- valutne pozicije,
- izpostavljenost v pravicah, s katerimi se trguje na blagovnih borzah,
- pozicije trgovanja.

Če finančna institucija izračunava kapitalno ustreznost na podlagi internih modelov za merjenje tveganja (kar je ena od možnosti, ki jo bom obravnavala v nadaljevanju), se kot tvegane pozicije upoštevajo tiste, ki jih institucije vključujejo v svoj model.

Kapitalna zahteva za valutno tveganje znaša 8% skupne neto izpostavljenosti valutnemu tveganju. Finančnim institucijam, katerih skupna neto izpostavljenost v tuji valuti ne dosega 2% kapitala, ni treba zagotavljati dodatnega kapitala za izpostavljenost valutnemu tveganju. Neto izpostavljenost v tuji valuti se ugotavlja iz razlik med aktivnimi in pasivnimi postavkami, izraženimi v tuji valuti. Za aktivne in pasivne postavke, izražene v tuji valuti, se štejejo vse bilančne in zunajbilančne postavke, ki se glasijo na tujo valuto in zlato. Ugotovljene razlike med aktivnimi in pasivnimi postavkami po posameznih tujih valutah, to je neto izpostavljenosti v vseh valutah, se preračunajo v domačo valuto po reprezentativnem deviznem tečaju. Nato se seštejejo ločeno vse neto kratke (prodajne) in vse neto dolge (imetniške) izpostavljenosti, tako da se ugotovi posebej vsota vseh neto kratkih in posebej vsota vseh neto dolgih izpostavljenosti. Večja izmed obeh neto izpostavljenosti predstavlja skupno neto izpostavljenost borzno posredniške družbe.

Način izračunavanja valutne izpostavljenosti je v Nemčiji v osnovi enak kot v Sloveniji, z olajšavo. V Nemčiji finančne institucije pri izračunavanju valutne izpostavljenosti netirajo tudi izpostavljenosti v visoko koreliranih valutah (npr. vezane valute).

Finančna institucija mora glede na obseg in vrsto trgovanja za lastni račun, opravljanje posebnih storitev in opravljanja drugih poslov, pri katerih se izpostavlja enakim tveganjem, zagotoviti ustrezen kapital za posebna in splošna tveganja spremembe cen vrednostnih papirjev in tveganja izpolnitve nasprotne stranke. Neto izpostavljenost se ugotavlja za vsak posamezni finančni instrument, ki se vključuje v postavke trgovanja tako, da se izračuna razlika med dolgimi (nakupnimi, imetniškimi) in kratkimi (prodajnimi, dolgovanimi) izpostavljenostmi trgovanju v istem finančnem instrumentu. Za vse finančne instrumente, ki so vključeni v trgovanje, je treba izračunati kapitalne zahteve za posebna in splošna tveganja spremembe cen finančnih instrumentov. Kapitalne zahteve za dolžniške finančne instrumente so vsota zahtev za posebna tveganja, povezana z izdajateljem dolžniškega finančnega instrumenta in za splošna tveganja, povezana s splošno ravnijo obrestnih mer. Kapitalne zahteve za *posebna tveganja* so vsota vseh neto izpostavljenosti v dolžniških finančnih instrumentih, pomnoženih z ustreznimi utežmi. Kapitalne zahteve za dolge (imetniške) in kratke (prodajne) neto izpostavljenosti se pri tem seštevajo v absolutni vrednosti. Izpostavljenost v dolžniških finančnih instrumentih, ki jih je borzno posredniška družba sama izdala, se ne upošteva pri izračunu kapitalnih zahtev. Za izračun kapitalnih

zahtev se neto izpostavljenosti v posameznih dolžniških finančnih instrumentih množijo z ustrezno utežjo, ki odraža tveganje, povezano z izdajateljem. Kapitalske zahteve za *splošna tveganja* za dolžniške finančne instrumente se izračunavajo na podlagi zapadlosti in nominalne obrestne mere. Kapitalske zahteve za lastniške finančne instrumente so vsota zahtev za posebna tveganja, povezana s posameznim izdajateljem lastniškega finančnega instrumenta, in za splošna tveganja, povezana s stanjem na kapitalskem trgu. Za izvedene finančne instrumente, katerih osnova so lastniški finančni instrumenti, je potrebno poleg zgoraj omenjene kapitalske zahteve, upoštevati še kapitalske zahteve za obrestno tveganje. Kapitalska zahteva za *posebna tveganja* znaša 4% od skupne bruto izpostavljenosti. Finančna institucija izračuna skupno bruto in neto izpostavljenost tako, da sešteje neto dolge (imetniške) izpostavljenosti in neto kratke (prodajne) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih, in sicer v njihovi absolutni vrednosti ne glede na predznak. Seštevok absolutnih vrednosti neto izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih je skupna bruto izpostavljenost borzno posredniške družbe. Finančna institucija mora odšteti neto kratke (prodajne) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih od neto dolgih (imetniških) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih. Absolutna vrednost tako dobljene razlike je skupna neto izpostavljenost borzno posredniške družbe. Kapitalska zahteva za *splošna tveganja* znaša 8% od skupne neto izpostavljenosti izračunane, kot sem opisala. Borzno posredniška družba izračunava posebne kapitalske zahteve za vse svoje izpostavljenosti iz terjatev, ki so že zapadle v poravnavo, vendar jih dolžnik še ni izpolnil oziroma jih ni izpolnil v celoti (*tveganje zaradi zamude izpolnitve*). Borzno posredniška družba izračunava posebne kapitalske zahteve za tveganja iz poslov, v katerih je sama obveznost že izpolnila, nasprotna stranka pa še ne oziroma jo je izpolnila v manjši meri kakor borzno posredniška družba (*tveganje časovne neusklajenosti plačila in izročitve*). V kapitalsko zahtevo za tveganje izpolnitve nasprotne stranke se vključujejo tako izpostavljenosti, ki izhajajo iz poslov borzno posredniške družbe za svoj račun, kot tudi izpostavljenosti iz poslov borzno posredniške družbe za tuj račun, pri čemer posel za tuj račun vključuje izpostavljenost tako pri nasprotni stranki v poslu kakor tudi proti naročniku posla.

Borzno posredniška družba mora za izračun kapitalske zahteve za *tveganja zaradi zamude izpolnitve nasprotne stranke* izračunavati tečajne razlike oziroma razlike v ceni, ki so v njeno škodo in so nastopile v času zamude z izpolnitvijo. Tečajno razliko oziroma razliko v ceni mora borzno posredniška družba izračunati v primeru, ko je pri nakupu finančnega instrumenta razlika med trenutno tržno ceno in dogovorjeno pogodbeno ceno pozitivna oziroma ko je pri prodaji finančnega instrumenta razlika med trenutno tržno ceno in dogovorjeno pogodbeno ceno negativna. Tečajne razlike se za izračun kapitalske zahteve pomnožijo z ustreznimi utežmi glede na čas, ki je pretekel od dneva zapadlosti terjatve borzno posredniške družbe. Kapitalsko zahtevo za tveganje zaradi *časovne neusklajenosti plačila in izročitve* je treba izračunati v vseh primerih, ko v poslu s finančnim instrumentom plačilo in izročitev nista istočasna oziroma ne gre za plačilo proti izročitvi. Tak primer nastopi, če je borzno posredniška družba plačala finančni instrument, ki ji še ni bil izročen, ali pa je že izročila finančni instrument, ki ji še ni bil plačan. Kapitalska zahteva za tveganje zaradi časovne neusklajenosti plačila in izročitve je 8% od tehtane vrednosti terjatev borzno posredniške družbe, ki se izračuna tako, da se vrednost terjatve pomnoži z ustrezno utežjo.

Nemški predpisi za izračun kapitalskih zahtev za trgovanje so enaki slovenskim.

S soglasjem Zveznega bančnega nadzornega urada lahko finančna institucija, namesto izračunavanja kapitalske ustreznosti po tem predpisu, za njen izračun uporablja lastne

(notranje) modele. Model mora sicer izpolnjevati predpisane minimalne ekonometrične standarde in biti predhodno pregledan in odobren s strani Zveznega bančnega nadzornega urada.

Za razliko od veljavnih predpisov v Sloveniji, ki jih bom predstavila kasneje, in ki borzno posredniški družbi ne omogočajo uporabe internega modela za izračunavanje tveganj, katerim je izpostavljena.

3.2.1.2. Likvidnost

Predpis o likvidnosti (*Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über die Eigenmittel und die Liquidität der Institute*, 1998) velja za vse institucije, ki jih nadzira Zvezni bančni nadzorni urad, z upoštevanjem posebnosti v poslovanju posameznih institucij.

Ustreznost likvidnosti Zvezni bančni nadzorni urad ugotavlja na podlagi količnika likvidnosti, ki ga finančne institucije izračunajo konec vsakega meseca. Za razliko od Slovenije, kjer morajo borzno posredniške družbe količnik likvidnosti izračunavati dnevno. Za namen izračunavanja koeficienta likvidnosti se terjatve in obveznosti razporejajo v štiri časovne okvire, glede na likvidnost (čas v katerem je imetje oz. terjatev mogoče spremeniti v visoko likvidno obliko) in čas do zapadlosti obveznosti.

Tabela 1: Štirje časovni okviri glede na čas do zapadlosti obveznosti

Časovni okvir	Zapadlost
Prvi	do 1 mesec
Drugi	1 mesec do 3 mesecev
Tretji	3 mesecev do 6 mesecev
Četrti	6 mesecev do enega leta

Vir: Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über die Eigenmittel und die Liquidität der Institute, 1998

Med likvidna sredstva v prvem časovnem okviru se štejejo:

- gotovina,
- imetja pri centralni banki,
- brezpogojno odobreni krediti,
- lastniški vrednostni papirji ,ki niso definirani kot dolgoročna naložba, ampak so namenjeni trgovanju,
- določeni dolžniški vrednostni papirji,
- deleži v investicijskih skladih ipd.

Kot likvidna sredstva v prvem do četrtem časovnem okviru se glede na zapadlost upoštevajo:

- terjatve do ESCB in drugih centralnih bank,
 - terjatve do bank,
 - terjatve do strank (kupcev),
 - drugi dolžniški vrednostni papirji,
- pod pogojem, da rok zapadlosti ni daljši od enega leta.

Med obveznosti v prvem časovnem okviru se šteje:

- 40% obveznosti do bank zapadlih na poziv,
- 10% obveznosti do strank zapadlih na poziv,
- 10% depozitov strank.

Kot obveznosti se v prvem do četrtem časovnem okviru glede na zapadlost upoštevajo:

- obveznosti do ESCB in drugih centralnih bank,
- obveznosti do bank, razen zapadlih na pozivom,
- obveznosti do strank,
- ostale obveznosti,

pod pogojem, da rok zapadlosti ni daljši od enega leta.

Brezpogojno odobreni krediti, ki jih posojilojemalci še niso črpali, se v časovne okvire razporedijo po sledeči shemi:

- 12% v prvi časovni okvir,
- 16% v drugi časovni okvir,
- 24% v tretji časovni okvir,
- 48% v četrti časovni okvir.

Pomembnejše razlike do slovenske zakonodaje, ki jo bom predstavila v naslednjem poglavju, so sledeče:

- kot likvidna sredstva se v Nemčiji upoštevajo vsi brezpogojno odobreni krediti, za razliko od Slovenije, kjer se med likvidna imetja štejejo samo brezpogojno odobreni krediti bank,
- kot likvidna sredstva se v Nemčiji upoštevajo vrednostni papirji iz premoženja finančne institucije, kar borzno posredniška družba v Sloveniji pri izračunu koeficienta likvidnosti ne more upoštevati kot svoje likvidno premoženje.

Koeficient likvidnosti se v Nemčiji izračunava enako kot v Sloveniji, in sicer kot razmerje med likvidnimi sredstvi (v prvem časovnem okviru) in obveznostmi, ki zapadejo v plačilo (v prvem časovnem okviru). Likvidnost finančne institucije se šteje za ustrezno, če koeficient likvidnosti ni manjši od ena.

Za ostale časovne okvire izračunava finančna institucija oceno koeficienta likvidnosti, po zgoraj opisanem postopku.

Likvidna sredstva in obveznosti finančne institucije se vrednotijo po trenutni tržni ceni, pogodbeni ceni ali knjigovodski vrednosti, če tržna cena ni znana.

Koeficiente izračunane po omenjenem postopku morajo finančne institucije nadzorni instituciji poročati najkasneje sedmi delovni dan. Navedeno omenjam z razlogom, da podam še eno pomembno razliko do slovenske zakonodaje, kjer morajo borzno posredniške družbe o kapitalski ustreznosti, likvidnosti in izpostavljenosti poročati najkasneje do osmega v mesecu, kar pomeni, da se v mesecih, kjer na začetek meseca odpade večje število nedelavnih dni (praznikov), bistveno skrajša čas za pripravo poročil.

3.2.1.3. Velika izpostavljenost

Zakon o bankah predpisuje načine izračuna velike izpostavljenosti ločeno za netrgovalne aktivnosti in trgovalne aktivnosti. (Gesetz uber das Kreditwesen, 1998)

Velika izpostavljenost finančne institucije je izpostavljenost do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb, ki presega višino 10% kapitala finančne institucije. Vsota vseh velikih izpostavljenosti kapitala finančne institucije ne sme presegati 800% višine kapitala finančne institucije. Izpostavljenost finančne institucije do posamezne osebe je vsota vseh terjatev in pogojnih terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev finančne institucije v tej osebi. Pri izračunu izpostavljenosti se za posamezno osebo štejeta tudi dve ali več oseb, ki so med seboj povezane tako, da za finančno institucijo predstavljajo eno samo tveganje. Izpostavljenost finančne institucije do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb ne sme presegati višine 25% kapitala finančne institucije. Ne glede na zgoraj povedano izpostavljenost finančne institucije do osebe, ki je v razmerju do kapitala finančne institucije posredno ali neposredno obvladujoča družba oziroma, ki jo a finančna institucija posredno ali neposredno obvladuje, oziroma do osebe, ki jo posredno ali neposredno obvladuje ista oseba kot finančno institucijo ne sme presegati višine 20% kapitala finančne institucije.

Ureditev je enaka slovenski in temelji na Evropski smernici o veliki izpostavljenosti.

3.2.2. ŠVEDSKA

Švedska finančna nadzorna institucija (Finansinspektionen) je javna institucija, ki je zadolžena za nadzor zavarovalnic, bank in ostalih finančnih institucij na finančnem trgu. Njena glavna naloga je zagotoviti stabilnost in učinkovitost finančnega sektorja na Švedskem in zagotavljanje ustreznega varstva potrošnikov finančnih storitev. Poleg tega Finančna nadzorna institucija nadzira in analizira dogajanja na finančnih trgih. To dosega s pregledovanjem zdravja posameznih institucij, sektorjev in finančnega trga v celoti. Pregledujejo tveganja, katerim so izpostavljene institucije pod njihovim nadzorom, in nadzirajo sisteme notranje kontrole finančnih institucij ter preverjajo skladnost poslovanja z zakonodajo in drugimi predpisi. Za poslovanje švedske finančne institucije potrebujejo dovoljenje Finančne nadzorne institucije. Med naloge Finančne nadzorne institucije se uvršča tudi izdajanje predpisov in smernic za delovanje finančnih institucij. V okviru te naloge predpisujejo tudi poročanje. In nenazadnje nadzoruje tudi obveščanje javnosti, tj. razkrivanje popolnih in jasnih informacij o poslovanju finančnih institucij.

3.2.2.1. Kapitalska ustreznost

Podlaga za izračunavanje kapitalske ustreznosti na Švedskem je Sklep o kapitalski ustreznosti in veliki izpostavljenosti (The Capital Adequacy and Large Exposures – Credit institutions and Securities Companies Act, 1994). Področje je urejeno podobno kot v Sloveniji in temelji na Evropski smernici o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij.

Finančna institucija mora v vsakem trenutku posedovati kapital v višini izpostavljenosti kreditnim in tržnim tveganjem. Za doseganje kapitalske ustreznosti za pokrivanje kreditnega tveganja mora finančna institucija držati kapital v višini 8% imetij in obveznosti

iz netrgovalnega dela bilance. Na trgovni del bilance, to je imetja, ki jih finančna institucija kupuje za svoj račun, z namenom ustvarjanja kapitalskih dobičkov, pa se nanaša kapitalska ustreznost za tržna tveganja.

Podrobnosti izračuna ne bom navajala, saj so bila že navedena v poglavjih o kapitalski ustreznosti v Nemčiji, podrobneje pa jih bom predstavila tudi v poglavju o Sloveniji.

3.2.2.3. Velika izpostavljenost

Podlaga za izračunavanje velike izpostavljenosti na Švedskem je Sklep o kapitalski ustreznosti in veliki izpostavljenosti (The Capital Adequacy and Large Exposures – Credit institutions and Securities Companies Act, 1994). Ureditev je enaka slovenski in temelji na Evropski smernici o veliki izpostavljenosti. Podrobnosti izračuna ne bom navajala, saj so že bile obdelane v poglavjih o izpostavljenosti v Nemčiji, ponovno bodo podrobno predstavljene v poglavju o Sloveniji.

3.2.3. HRVAŠKA

Udeleženci trga kapitala na Hrvaškem so borzno posredniške družbe, institucionalni investitorji, individualni investitorji, Zagrebška borza vrednostnih papirjev, Varaždinska borza, centralna depozitna agencija, izdajatelji vrednostnih papirjev in banke, v delu, v katerem opravljajo posle na trgu vrednostnih papirjev, investicijske družbe in družbe za upravljanje.

Komisija za vrednostne papirje Hrvaške je neodvisna pravna oseba. Ustanovljena je bila po Zakonu o izdajanju in prometu z vrednostnimi papirji (Narodne novine, 1995). Njena glavna naloga je regulacija in nadzor nad hrvaškim trgom vrednostnih papirjev, v smislu njegove rasti in razvoja ter nad izdajanjem in trgovanjem z vrednostnimi papirji. Ena od nalog komisije za vrednostne papirje je tudi obveščanje javnosti. V skladu s svojo funkcijo objavlja trimesečna finančna in poslovna poročila delniških družb in prospekte podjetij ob primarni izdaji vrednostnih papirjev. Komisija za trg vrednostnih papirjev spremlja izdajanje vseh vrst vrednostnih papirjev. Po Zakonu o postopku prevzemanja delniških družb spremlja tudi potek prevzemov. Komisija izdaja tudi podzakonske akte in predpise povezane z nadzorom trga, podaja predloge za dopolnitve obstoječih zakonov, izdaja dovoljenja, nadzira trgovanje v smislu preprečevanja zlorab povezanih s cenami vrednostnih papirjev in sodeluje s sorodnimi organizacijami. Oddelek za nadzor Komisije za trg vrednostnih papirjev na več različnih načinov zbira informacijo o aktivnostih udeležencev trga kapitala. Pregleduje poročila Zagrebške borze in Varaždinske borze in poročila, ki jih posredujejo borzno posredniške družbe in družbe za upravljanje.

Zakon o izdajanju in prometu z vrednostnimi papirji hrvaškim borzno posredniškim družbam ne predpisuje upravljanja s tveganji in skladno s tem izračunavanja kapitalske ustreznosti, likvidnosti in izpostavljenosti. Vendar je v postopku sprejemanja na Hrvaškem nov zakon, ki bo zahteve trga vrednostnih papirjev približal zahtevam Evropske unije in mednarodnih predpisov ter s tem verjetno uvedel mednarodno uveljavljeno spremljanje kapitalske ustreznosti, izpostavljenosti in likvidnosti.

4. SLOVENSKI PREDPISI IN OBVLADOVANJE TVEGANJ NA PRIMERU SLOVENSKE BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

Novi Zakon o trgu vrednostnih papirjev, objavljen 13. julija 1999, je prinesel veliko novosti, ki so zelo obsežno obdelane v samem zakonu in podzakonskih aktih. Spremembe se predvsem nanašajo na opravljanje storitev borzno posredniških družb in tudi bank.

Borzno posredniška družba po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev je gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

Borzno posredniška družba ne sme opravljati nobenih drugih dejavnosti, razen storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Lahko pa opravlja dejavnost trgovanja z vrednostnimi papirji oziroma izvedenimi finančnimi instrumenti za svoj račun, kadar to trgovanje ni povezano z opravljanjem posebnih storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so naslednje storitve:

1. Nakup ali prodaja vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke (borzno posredovanje).
2. Gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun posamezne stranke (gospodarjenje z vrednostnimi papirji).
3. Posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji.
4. Pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji.

Posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so:

1. Opravljanje poslov za račun izdajatelja vrednostnih papirjev, potrebnih za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev, brez obveznosti odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem (izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa).
2. Opravljanje poslov za račun izdajatelja vrednostnih papirjev potrebnih za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev, z obveznostjo odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem (izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa).
3. Opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja ali imetnika vrednostnih papirjev potrebnih za uvrstitev vrednostnih papirjev na organiziran trg (storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje).

Pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so naslednje:

1. Svetovanje v zvezi z nakupom oziroma prodajo vrednostnih papirjev (investicijsko svetovanje).
2. Vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev imetnikov pri klirinško depotni družbi in izvrševanje nalogov imetnikov za prenos vrednostnih papirjev med računi imetnikov (vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev),
3. Hramba vrednostnih papirjev, izdanih kot pisne listine, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu (hramba vrednostnih papirjev).
4. Opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun tretje osebe potrebnih za izvedbo združitve oziroma prevzema delniške družbe (storitve v zvezi s prevzemi).

Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev lahko opravlja:

1. Borzno posredniška družba, ki za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev.
2. podružnica tuje borzno posredniške družbe, ki za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev.
3. Borzno posredniška družba države članice, ki v skladu s tem zakonom ustanovi podružnico na območju Republike Slovenije oziroma je v skladu s tem zakonom pooblaščen neposredno opravljati storitev v zvezi z vrednostnimi papirji na območju Republike Slovenije.
4. Banka, ki za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje Banke Slovenije.

Borzno posredniška družba mora zagotoviti, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh storitev (kapitalska ustreznost). Poslovati mora tako, da je v vsakem trenutku sposobna pravočasno izpolnjevati zapadle obveznosti (likvidnost) ter da je trajno sposobna izpolniti vse svoje obveznosti (dolgoročna plačilna nesposobnost).

Vrednostni papirji so delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji. Serijski vrednostni papirji so vrednostni papirji istega izdajatelja, ki so izdani istočasno in iz katerih izhajajo enake pravice in obveznosti. Dolžniški vrednostni papirji so obveznice in drugi serijski vrednostni papirji, ki dajejo imetniku pravico do izplačila glavnice in morebitnih obresti oziroma drugih donosov. Tržni vrednostni papirji so vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Drugi vrednostni papirji so netržni vrednostni papirji. Vrednostni papirji so tudi serijski vrednostni papirji, ki jih izda posamezen izdajatelj delnic oziroma obveznic in ki dajejo imetniku pravico do nakupa delnic oziroma obveznic tega izdajatelja na določen dan oziroma v določenem obdobju in po naprej določeni oziroma določljivi ceni. Izvedeni finančni instrumenti so pravice, katerih cena je posredno ali neposredno odvisna od cen vrednostnih papirjev, tujih valut oziroma blaga oziroma višine obrestnih mer in ki niso vrednostni papir kot definirano v poglavju o vrednostnih papirjih. Standardizirani finančni instrumenti so izvedeni finančni instrumenti, ki jih uvrsti na organizirani trg izvedenih finančnih instrumentov organizator tega trga in dajejo imetniku enake pravice.

Novi zakon prinaša novosti, ki se nanašajo na pogoje za opravljanje storitev z vrednostnimi papirji doma in v tujini in obvladovanje tveganj: od kapitalske ustreznosti, izpostavljenosti, oblikovanja rezervacij do likvidnosti. Po tem zakonu je borzno posredniška družba dolžna vedno razpolagati z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ki jih opravlja ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh storitev (kapitalska ustreznost). Kapitalsko ustreznost so morale domače borzno posredniške družbe uskladiti do julija leta 2000.

V starem zakonu o trgu vrednostnih papirjih to področje ni bilo posebej urejeno. Zakon je za borzno posredniške družbe predpisoval le znesek potrebnega osnovnega kapitala.

Novi zakon o trgu vrednostnih papirjev se v delu, ki se nanaša na izračunavanje kapitala in kapitalske ustreznosti borzno posredniške družbe, naslanja na mednarodne predpise in zakonodajo, ki to področje že ureja za banke. Kako je obvladovanje tveganj borzno posredniške družbe urejeno v novem zakonu, bom podrobneje predstavila v prihodnjih poglavjih, kjer bom izpolnjevanje predpisov analizirala tudi na primeru slovenske borzno posredniške družbe.

4.1. LIKVIDNOST

Upravljanje likvidnosti je dnevna odgovornost, prav tako pa odgovornost skrbnega načrtovanja in spremljanja likvidnosti za prihodnost. Finančni posredniki se vsakodnevno soočajo s tem, da se stanje denarnih sredstev spreminja, odvisno od časovne usklajenosti in obsega nepričakovanih denarnih odtokov. Večina primanjkljajev se lahko pokrije s pospeševanjem načrtovane posojilne dejavnosti ali z odlogom prodaje sredstev. Presežek gotovine se lahko preprosto naloži v donosno aktivo, torej sredstva, ki prinašajo dobiček. Dobro upravljana borzno posredniška družba skrbno nadzira svojo pozicijo gotovine in skrbi za nizko stopnjo likvidnostnega tveganja (Muhič, 200, str. 133).

Borzno posredniška družba mora gospodariti z viri in naložbami tako, da je v vsakem trenutku sposobna izpolniti vse dospele obveznosti. Borzno posredniška družba mora za zavarovanje pred likvidnostnim tveganjem oblikovati in izvajati politiko rednega upravljanja z likvidnostjo, ki obsega:

- načrtovanje pričakovanih znanih in morebitnih denarnih odtokov in zadostnih denarnih pritokov zanje,
- redno spremljanje likvidnosti,
- sprejemanje ustreznih ukrepov za preprečitev oziroma odpravo vzrokov nelikvidnosti.

4.1.1. MERJENJE LIKVIDNOSTI

4.1.1.1. Trije pogledi na merjenje likvidnosti

Likvidnost borzno posredniške hiše lahko merimo na več načinov. Opisala bomo tri med seboj različne metode in analizirala njihove prednosti in slabosti. Metode se med sabo razlikujejo po zapletenosti izračuna oz. številu tveganj, ki jih vključujem v izračun in zanesljivosti napovedovanja likvidnosti. Omenjeni lastnosti sta med seboj v obratnem sorazmerju. Poleg omenjenega pa bo končni izračun potrebnih likvidnih sredstev vsake naslednje metode z vključevanjem vedno večjega števila tveganj, višji.

Začela bom z najenostavnejšo in najmanj zanesljivo metodo, ki zahteva tudi najnižji obseg likvidnih sredstev, ki jih mora borzno posredniška družba držati kot rezervo za zavarovanje pred tveganjem neizpolnitve nasprotne stranke.

1. V izračunu se primerja vse terjatve in obveznosti borzno posredniške družbe, ki bodo zapadle znotraj določenega dneva. Metoda je zelo preprosta, vendar nezanesljiva. V izračunu likvidnosti namreč ne upošteva tveganja neizpolnitve obveznosti stranke. Po logiki prve metode, borzno posredniška družba ne potrebuje likvidnostne rezerve, saj se bodo vse obveznosti do strank iz naslova prodaje vrednostnih papirjev, ki zapadejo znotraj enega dne, pokrile s pritoki iz terjatev do strank iz opravljenih nakupov vrednostnih papirjev. Zaradi svoje enostavnosti se lahko uporablja le za grobe ocene.
2. Zanesljivost prve metode se lahko bistveno poveča z nekaterimi izboljšavami. Tako, da se v izračunu upošteva le tiste terjatve, za katere se lahko z visoko gotovostjo trdi, da bodo ob zapadlosti plačane. O kakovosti terjatev sklepamo na podlagi preteklih izkušenj z dolžnikom, zagotovila dolžnika, da bo terjatev plačana ob zapadlosti ipd. Likvidnostno rezervo v tem primeru držimo na višini terjatev, za katere menimo, da ne bodo poravnane ob zapadlosti. Prednost metode je njena enostavnost, slabost pa možnost napačne ocene kvalitete terjatev oz. dolžnika.

3. Tretja metoda v izračun likvidnosti vključi tudi omenjeno tveganje neizpolnitve nasprotne stranke. Po tej metodi likvidnost izračunavamo kot razliko med že plačanimi terjatvami, ki jih povečamo za znesek prvovrstnih terjatev (vrednostni papirji Republike Slovenije, Banke Slovenije, centralnih bank in vlad EEA ter OECD, terjatve do klirinško depotne družbe, neizkoriščeni brezpogojni okvirni krediti bank) in vsemi obveznostmi do strank, ki zapadejo v določenem dnevu. Sam izračun likvidnosti po opisani metodi je najbolj zapleten, saj od borzno posredniške hiše zahteva dobro tehnološko in informacijsko opremljenost, ki sta predpogoj zagotavljanja tekočih in točnih podatkov, ki se vključujejo v izračun. Poleg tega zahteva najvišji obseg likvidnostne rezerve. Če povzamem, mora borzno posredniška hiša s svojimi sredstvi pokrivati neplačane obveznosti strank. Metodo lahko ocenim kot zelo zanesljivo. Na podobnih pravilih temelji tudi dnevno izračunavanje likvidnosti za borzno posredniške hiše predpisano s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki ga obravnavam v enem od prihodnjih poglavij.

4.1.1.2. Likvidnostna vrzel

Finančni posredniki v svojih politikah navadno določijo kazalce in njihove mejne vrednosti, ki jih spremljajo z namenom, da bi pravočasno ugotovili znanilce morebitnih bodočih težav v likvidnostnem položaju. Kazalci se izračunavajo in spremljajo ločeno za obe strani premoženjske bilance prav tako pa tudi povezano. Šele osvetlitev vseh ključnih postavk premoženjske bilance, pokaže likvidnostno stanje borzno posredniške družbe in morebitne nepravilnosti v strukturi premoženja.

Likvidnostne vrzeli so razlike med dospelostmi naložb oz. sredstev in virov sredstev na drugi strani v izbranih časovnih okvirih (običajno tri, šest, dvanajst mesecev) v prihodnosti. Prav te vrzeli so glavni razlog za likvidnostno tveganje. Izračunamo jih lahko za obstoječe postavke bilance (statična vrzel), lahko pa vključujejo tudi napovedi za prihodnost (dinamična vrzel). Kadar viri sredstev v bodočih časovnih horizontih presegajo sredstva, ne govorimo o likvidnostnem tveganju, temveč o obrestnem tveganju, saj so prihodki od preseženih sredstev negotovi. Kadar sredstva presegajo vire, govorimo o primanjkljaju, kar pomeni, da ima borzno posredniška družba dolgoročne aranžmaje, ki niso pokriti z obstoječimi viri. Tedaj lahko govorimo o likvidnostnem tveganju, saj pričakujemo, da bomo v prihodnosti potrebovali dodatne vire sredstev, da bi zadostili potrebnemu obsegu sredstev. Borzno posredniška družba je s tem izpostavljena tveganju, da ne bo zmožna preskrbeti potrebne likvidnosti na trgu in tveganju, da bo plačala več, kot je normalno, da bi pokrila te potrebe.

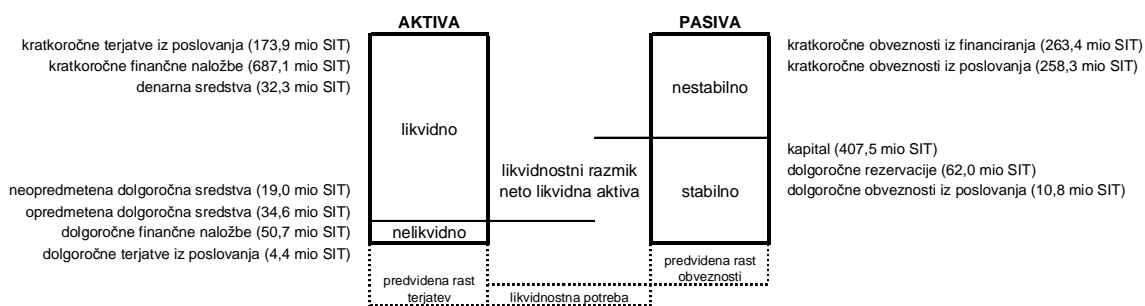
Eden od razlogov za izračunavanje in spremljanje likvidnostne vrzeli za obstoječe vire in sredstva (statična vrzel) je, da ni smiselno, da bi (na podlagi ugotovljene vrzeli) pridobivali sredstva za nove transakcije vnaprej. Prav tako je nemogoče investirati iz naslova novo pridobljenih virov, ko jih še nimamo. Za določene analitične potrebe se izračunavajo tudi marginalne vrzeli (vrzeli med posameznimi razdobji v prihodnosti; npr. razlika vrzeli med tri- in šestmesečnim časovnim okvirom).

Metodologija opredelitve likvidnostne vrzeli zahteva razporeditev vseh postavk aktivne in pasivne strani premoženjske bilance po dospelostih. Ena od možnih metodologij določanja likvidnostne vrzeli je *neto likvidna aktiva*, ki poleg osnovnih predpostavk modela zahteva tudi razdelitev aktive na likvidni in nelikvidni del ter razdelitev pasive na stabilni in nestabilni del. Neto likvidna aktiva za posamezni časovni horizont predstavlja absolutno razliko med likvidnimi sredstvi in nestabilnimi viri sredstev. Poleg razporeditev aktiv glede

na njihovo likvidnost ter količinsko in kakovostno opredelitev stabilnosti pasiv bilance stanja model upošteva tudi zakonska določila o zagotavljanju likvidnosti in zahteve po izpolnjevanju strateško opredeljenih poslovnih ciljev.

Podobno kot v primeru opredeljevanja izpostavljenosti tveganju spremembe obrestne mere se tudi pri analizi izpostavljenosti likvidnostnemu tveganju posamezne postavke premoženjske bilance glede na (ne)likvidnost oz. (ne)stabilnost razporedi v posamezne, medsebojno neodvisne časovne okvire. Stopnja likvidnosti posameznih aktiv bilance stanja je določena z upoštevanjem značilnih lastnosti posamezne postavke, glede na plan dospelosti in časovni horizont. Prav tako se z upoštevanjem plana dospelosti obveznosti do virov financiranja, stopnjo stabilnosti razpoložljivih sredstev ter ustrezni časovni horizont viri sredstev opredelijo kot stabilna oz. nestabilna pasiva. Če likvidne oblike naložb presežejo vrednost nestanovitnih virov financiranja, potem je razmik pozitiven in obratno (Muhič, 2000, 136).

SLIKA 4: METODOLOGIJA OPREDELJEVANJA SREDSTEV IN OBVEZNOSTI GLEDE NA LIKVIDNOST IN STABILNOST



Vir: Bilanca stanja Ilirike borzno posredniške hiše d.d. na dan 31.12.2000

Metodologija neto likvidne aktive poudarja potencialno tveganje, ki mu je borzno posredniška družba izpostavljena v primeru, ko ni sposobna financirati svojih potreb po operativnemu denarnemu toku. Negativna vrednost neto likvidne aktive je eno izmed meril tovrstnega potencialnega tveganja, saj predstavlja stanje, v katerem borzno posredniška družba razpolaga s strukturo naložb in virov sredstev, kjer likvidna sredstva, običajno posredno preko transformacije v denarna sredstva, niso zadostna za pravočasno ter učinkovito pokrivanje zapadlih obveznosti iz naslova nakupa vrednostnih papirjev, odplačevanja posojil in ostalih obveznosti.

Kot lahko ugotovim na podlagi omenjene metode, je likvidnostno tveganje Ilirike borzno posredniške hiše d.d. nizko, saj obseg likvidnih sredstev presega obseg nestabilnega dela pasive za dobrih 40%. Pri tem pa je potrebno poudariti, da gre za metodologijo, ki likvidnost meri v daljšem obdobju. Večina sredstev borzno posredniške družbe, ki sem jih štela med likvidna sredstva, je namreč naloženih v vrednostne papirje, ki jih je sicer mogoče prodati v vsakem trenutku, vendar lahko borzno posredniška hiša znesek kupnine pričakuje v naslednjih dveh dneh, če gre za prodaje vrednostnih papirjev na organiziranem trgu ali odvisno od pogodbe, če gre za prodajo izven organiziranega trga. Gre torej za metodologijo, ki od borzno posredniške hiše zahteva natančno dnevno načrtovanje likvidnosti vsaj za dva delovna dneva v naprej. V tem časovnem horizontu namreč lahko aktivira sredstva, ki jih po omenjeni metodi šteje med likvidna.

4.1.1.3. Test likvidnosti

Struktura kapitalske ustreznosti borzno posredniške družbe mora pokrivati aktivnosti povezane s trgovanjem, netrgovalne aktivnosti in likvidnost ter dolgoročno plačilno sposobnost. Nizka likvidnost je za borzno posredniške družbe zelo tvegana, saj lahko pripelje do tega, da podjetje ni sposobno izpolnjevati svojih obveznosti ob njihovi zapadlosti. Zato nekateri sistemi že v svoji zakonodaji predpisujejo zahtevano likvidnost v smislu, da mora biti borzno posredniška družba v vsakem trenutku sposobna pokriti vse svoje obveznosti.

Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev ponuja dva modela za spremljanje likvidnosti, ki se razlikujeta po uporabnosti glede na velikost trga.

Na velikih trgih je za borzno posredniške družbe primeren *test neto likvidnosti*. Cilj tega testa je, da je borzno posredniška družba zmožna v vsakem trenutku ustaviti svoje delovanje in biti zmožna poravnati vse svoje obveznosti (vključno z obveznostmi do drugih borzno posredniških družb in strank). Po tej zahtevi, ki je pravzaprav kombiniran test likvidnosti in dolgoročne plačilne sposobnosti, mora borzno posredniška družba v vsakem trenutku imeti likvidna sredstva, ki presegajo vse obveznosti. Bistvo metodologije neto likvidne aktive je, da se neopredmetena, netržna in nelikvidna aktiva odšteje od kapitala. Prav tako se kapital zmanjša za nezavarovane terjatve, ki se tako štejejo za nelikvidne.

Alternativna možnost testu neto likvidnosti je model, kjer likvidnost spremljamo kot še eno od tveganj, ki jim je izpostavljena borzno posredniška družba. Nekateri države ga izvajajo tako, da so določile razmerje med likvidno aktivo in kratkoročnimi obveznostmi kot del razmerij, ki povezujejo kapital in tveganja borzno posredniške družbe. Likvidnostna zahteva je npr. lahko postavljena tako, da mora borzno posredniška družba držati likvidna sredstva v taki višini, da presegajo obveznosti z zapadlostjo do enega leta. Tak princip zagotavlja, da ima borzno posredniška družba potrebno dnevno likvidnost, ne pa, da lahko krije vse svoje obveznosti. Zato morajo države s to metodologijo uporabiti posebne kriterije za merjenje dolgoročne plačilne sposobnosti (IOSCO, 1989, str. 17).

4.1.2 KOLIČNIK LIKVIDNOSTI

Količnik likvidnosti borzno posredniške družbe kot ga predpisuje zakon o trgu vrednostnih papirjev, je razmerje med likvidnimi sredstvi in dospelimi in kmalu dospelimi obveznostmi.

Med *likvidna sredstva*, katerih skupna vrednost predstavlja vsakokratni obseg likvidnosti borzno posredniške družbe, spadajo:

- imetja na denarnih računih borzno posredniške družbe,
- vloge na vpogled, vloge s preostalo dospelostjo do pet dni in vloge na odpoklic z odpoklicem do pet dni pri bankah in hranilnicah,
- gotovino v blagajni,
- obveznice oziroma kupone obveznic, blagajniški zapisi in drugi primerljivi denarni instrumenti, če je izdajatelj Banka Slovenije, Republika Slovenija, centralna banka ali vlada države članice EEA ali katere od primerljivih držav OECD (Priloga 1),

- terjatve do klirinško depotnih družb iz naslova kupnin za vrednostne papirje, prodane na borzah članicah svetovnega združenja borz (organizacija FIBV), z dospelostjo do vključno pet dni, razen če so terjatve že dospele več kot en dan, a še niso bile plačane,
- neizkoriščeni del pogodbeno odobrenih, brezpogojnih okvirnih kreditov bank s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA ali kateri od primerljivih držav OECD (Priloga 1), ki jih je možno črpati v petih dneh, do višine, izrecno opredeljene v pogodbi,
- dospele in nedospele terjatve, za katere je borzno posredniška družba prejela predujem oziroma trdno dokazilo o plačilu s strani Agencije za plačilni promet Republike Slovenije ali banke s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA ali kateri od primerljivih držav OECD (Priloga 1).

Dospele obveznosti borzno posredniške družbe so vse obveznosti iz poslovanja, financiranja in opravljanja storitev v zvezi z vrednostnimi papirji za lastni račun ali račun strank, ki so dospele v plačilo do dne, za katerega se izračunava količnik likvidnosti. Med tem ko so *kmalu dospele obveznosti* vse obveznosti, ki bodo dospele v roku 5 dni. Obveznosti so vse bilančne obveznosti in tiste zunajbilančne obveznosti, ki so neprekljive in povezane z izdatkom, zlasti obveznosti iz komisijских poslov, terminskih poslov in danih garancij. Obveznosti so tudi vsi drugi pričakovani izdatki, ki niso izkazani kot obveznosti v bilanci stanja, bodo pa verjetno nastopili v roku enega dne.

Borzno posredniška družba vrednoti postavke sredstev in obveznosti po tržni ceni⁶ za vse bilančne in zunajbilančne postavke, s katerimi se organizirano trguje na borzi članici svetovnega združenja borz oz. nižji izmed revalorizirane nabavne vrednosti⁷ in čiste knjigovodske vrednosti aktivnih in pasivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk v primeru, ko ni mogoče uporabiti tržne cene ali če uporaba revalorizirane nabavne vrednosti oziroma čiste knjigovodske vrednosti najbolj ustreza načelu previdnosti. Ne glede na način vrednotenja se vrednost postavke zmanjša za pripadajoče izdatke in stroške, ki bodo nastali.

Vse postavke sredstev in obveznosti, ki so izražene v tuji valuti, se preračunajo v tolarje po srednjem tečaju Banke Slovenije. Če tako dopušča načelo previdnosti, lahko borzno posredniška družba uporabi tudi tržni tečaj valute, pri čemer se za sredstva uporablja nakupni tečaj, za obveznosti pa prodajni tečaj.

4.1.2.1. Najmanjši obseg likvidnosti borzno posredniške družbe

Borzno posredniška družba dosega najmanjši obseg likvidnosti, če količnik likvidnosti izračunan po zgoraj opisanem postopku znaša vsaj ena. Ali povedano drugače, če je vsota vseh likvidnih sredstev večja ali vsaj enaka vsoti vseh dospelih in kmalu dospelih obveznosti borzno posredniške družbe. Borzno posredniška družba mora dnevno izračunavati obseg likvidnosti in količnik likvidnosti.

⁶ Tržna cena pomeni tečaj, ki ga uradno objavi organizator trga, na katerem se z ustrezno postavko trguje. Če obstaja enotni tečaj, se postavka vrednoti po tem tečaju, sicer se kot tržna cena upošteva cena zapiranja izpostavljenosti; kratke (prodajne) izpostavljenosti se ocenjujejo po zadnji ponujeni prodajni ceni, dolge (imetniške, nakupne) izpostavljenosti pa po zadnji ponujeni nakupni ceni. Terminski tečaj se za postavko lahko uporabi le tedaj, ko se postavka, ki se vrednoti, popolnoma ujema v dospelosti in vrsti s finančnim instrumentom, na katerega se nanaša terminski tečaj oziroma, kadar uporabo terminskega tečaja narekuje načelo previdnosti.

⁷ Nabavna vrednost pomeni vrednost, po kateri je borzno posredniška družba pridobila določeno sredstvo.

4.1.2.2. Primer izračuna količnika likvidnosti borzno posredniške družbe

Tabela 2: Primer izračuna dnevnega količnika likvidnosti Ilirike borzno posredniške hiše d.d. za mesec februar 2001

Datum	Dospete in kmalu dospele obveznosti (v 1000 sit)	Likvidna sredstva (v 1000 sit)	Količnik likvidnosti (v %)
1	2	3	4 = 3 / 2
1.2.2001	155.405	144.815	0,93
2.2.2001	184.931	282.513	1,53
5.2.2001	525.310	172.878	0,33
6.2.2001	121.323	153.847	1,27
7.2.2001	132.503	150.256	1,13
9.2.2001	102.406	127.597	1,25
12.2.2001	69.266	139.729	2,02
13.2.2001	99.319	153.450	1,55
14.2.2001	76.895	149.103	1,94
15.2.2001	64.655	144.913	2,24
16.2.2001	61.535	141.040	2,29
19.2.2001	95.270	130.712	1,37
20.2.2001	104.984	129.366	1,23
21.2.2001	82.359	135.621	1,65
22.2.2001	88.916	132.954	1,50
23.2.2001	93.495	130.772	1,40
26.2.2001	86.598	132.092	1,53
27.2.2001	86.624	139.179	1,61
28.2.2001	75.163	142.839	1,90

Vir: Interni podatiki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Iz tabele 2 je razvidno, da je količnik Ilirike borzno posredniške hiše d.d. v mesecu februarju 2001 dvakrat padel pod mejno vrednost ena. Likvidnostni problem sta povzročila svežnja, ki sta bila opravljena na borzi 1. in 5. februarja 2001. Pri trgovanju s svežnji se v povezavi z likvidnostjo pojavi poseben problem, saj gre za zelo visoke zneske (v primeru 5. februarja 331,5 mio tolarjev). V dnevno, ko je bil sveženj realiziran, borzno posredniška hiša dejansko še ni bila plačilno nesposobna, koeficient likvidnosti je padel pod ena zaradi že izkazanih obveznosti, ki jih bo borzno posredniška hiša dolžna poravnati prodajalcu v naslednjih dveh delovnih dneh. Koeficient likvidnosti je namreč indikator za verjetnost nastopa plačilne nesposobnosti. Plačilna nesposobnost pa bo nastopila šele tedaj, ko obveznosti dejansko ne bo mogoče plačati.

Prenizek koeficient likvidnosti opozarja borzno posredniško družbo na možnost, da kupec svoje obveznosti ne bo poravnal v dogovorjenem roku, kar pa bi povzročilo nelikvidnost borzno posredniške družbe. Borzno posredniška družba lahko problem reši na dva načina:

- zagotovi svoja sredstva v višini sklenjenega posla,
- kupec svežnja svoje obveznosti iz tega posla plača s predplačilom, kar pomeni, da nakaže znesek plačila na borzno posredniško družbo v istem dnevno, kot se opravi posel in vzpostavijo terjatve in obveznosti borzno posredniške družbe.

Borzno posredniška družba se je odločila zagotoviti svoja sredstva za poravnavanje obveznosti iz tovrstnih poslov, kar je storila z najemom kratkoročnega revolving posojila. Za drugo možnost se ni odločila zaradi dejstva, da zahteva po predplačilu znižuje njene konkurenčne prednosti. Stroški najema in črpanja posojila so namreč nižji od

oportunitetnega stroška izgube posla. Podrobnejši izračun navajamo v enem od naslednjih poglavij.

Iz podatkov v tabeli 2 je razvidno, da je kupec svežnja svojo obveznost do borzno posredniške hiše poravnal že v naslednjem delovnem dnevu, ko se je koeficient likvidnosti spet dvignil nad mejno vrednost ena. Borzno posredniška družba je v dnevih, ko njena likvidnost ni bila zadostna, poročala Agenciji za trg vrednostnih papirjev, kakšen je razlog za znižano likvidnost in kakšne ukrepe bo sprejela.

V spodnji tabeli na primeru Ilirike borzno posredniške hiše d.d. predstavljam izračun dnevnega koeficienta likvidnosti za polovico meseca februarja 2001. Ker je koeficient likvidnosti, poenostavljeno povedano, razmerje med likvidnimi sredstvi in dospelimi in kmalu dospelimi obveznostmi borzno posredniške družbe, bom predstavila, katera so ta sredstva in obveznosti proučevane borzno posredniške družbe.

Tabela 3: Izračun dnevnega količnika likvidnosti za polovico meseca februarja 2001

Postavka (v 1000 SIT)	Datum										
	1.2.2001	2.2.2001	5.2.2001	6.2.2001	7.2.2001	9.2.2001	12.2.2001	13.2.2001	14.2.2001	15.2.2001	16.2.2001
1 Imetja na tolaških denarnih računih BPD	4.200	143.103	19.429	59	11.660	858	12.877	26.243	16.288	2.525	781
2 Imetja na deviznih denarnih računih BPD	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
3 Gotovina v blagajni	350	350	350	350	350	325	325	325	324	324	324
4 Vloge na vpogled											
5 Vloge s preostalo ročnostjo ali odpoklicem do 5 dni											
6 Vrednostni papirji RS											
7 Vrednostni papirji BS											
8 Vrednostni papirji centralnih bank EEA in OECD											
9 Vrednostni papirji vlad EEA in OECD											
10 Terjatve do klirniško depozitnih družb	10.922	9.655	26.455	26.455	11.577	0	0	0	5.972	15.951	14.033
11 Neizkoriščeni brezpogojni okvimi krediti bank	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
12 Terjatve, za katere je bil prejet predujem											
13 Terjatve, za katere je bilo prejeto dokazilo o plačilu	29.334	29.396	26.635	26.974	26.660	26.405	26.518	26.873	26.510	26.104	25.893
14 SKUPAJ	144.815	282.513	172.878	153.847	150.256	127.597	139.729	153.450	149.103	144.913	141.040
15 Dospela obveznosti iz opravljanja storitev											
16 Dospela obveznosti iz poslov za svoj račun											
17 Druge dospela obveznosti											
18 Denarne obveznosti iz opravljanja storitev, dospele v 5 dneh	123.598	130.422	458.275	57.009	82.782	80.643	14.999	16.619	11.491	14.172	19.558
19 Denarne obveznosti iz poslov za svoj račun, dospele v 5 dneh	23.367	41.061	51.077	49.314	40.378	12.247	42.343	71.906	54.084	39.991	32.368
20 Obvez. izročitve vred.pap.iz oprav.stor., dospele v 5 dneh											
21 Obvez. izročitve vred.pap. za svoj račun, dosp. v 5 dneh											
22 Obveznosti iz poslovanja, dospele v 5 dneh	8.244	13.252	14.196	13.238	7.581	9.320	10.655	9.525	10.051	10.296	9.413
23 Obveznosti iz financiranja, dospele v 5 dneh	196	196	1.762	1.762	1.762	196	1.269	1.269	1.269	196	196
24 Druge obveznosti, dospele v 5 dneh											
25 Druge pričakovane obveznosti v naslednjem dnevu											
26 SKUPAJ	155.405	184.931	525.310	121.323	132.503	102.406	69.266	99.319	76.895	64.655	61.535
27 KOLIČNIK LIKVIDNOSTI	0,93	1,53	0,33	1,27	1,13	1,25	2,02	1,55	1,94	2,24	2,29

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Poglejmo najprej stran terjatev, katerih seštevek nam da števec koeficienta likvidnosti. Na tolaških denarnih računih (hišni račun) je imela Ilirika borzno posredniška hiša d.d. na prvi dan meseca februarja 2001 za 4,2 mio tolaških sredstev. Poleg tega je imela na deviznem denarnem računu za 9 tisoč tolarjev deviznih sredstev in 350 tisoč tolarjev gotovine v blagajni. Od preostalih visoko likvidnih instrumentov izkazuje borzno posredniška družba na ta dan in v naslednjih dveh delovnih dneh še za 10,9 mio tolarjev

terjatev do klirinško depotne družbe (iz poravnave borznih poslov do strank in hiše) in neizkoriščene brezpogojne okvirne kredite bank v višini 100 mio tolarjev. Terjatve, za katere je bilo prejeto dokazilo o plačilu, znašajo 29,3 mio tolarjev. Tako vsota vseh visoko likvidnih imetij borzno posredniške družbe na ta dan znaša 144,8 mio tolarjev.

Na strani obveznosti v izračun koeficienta likvidnosti vključimo najprej znesek dospelih obveznosti iz opravljanja storitev za stranke in svoj račun ter druge že dospele obveznosti. Denarne obveznosti iz opravljanja storitev so za Iliriko borzno posredniško hišo d.d. na prvi dan meseca februarja 2001 znašale 123,6 mio tolarjev. Izračunala sem jih tako, da sem od vseh obveznosti iz opravljanja storitev, ki jih je borzno posredniška družba izkazovala do strank iz poslov, ki dospejo v plačilo v petih dneh, odštela znesek obveznosti, ki jih je borzno posredniška družba že poravnala. Podobno izračunam znesek denarnih obveznosti dospelih v petih dneh iz poslov, ki jih je borzno posredniška družba sklenila za svoj račun. Prikažem znesek obveznosti, ki jih ima borzno posredniška družba do strank iz nakupov za svoj račun in ki bodo dospele v plačilo v roku pet dni od dne, za katerega se izračunava količnik likvidnosti. Denarne obveznosti iz poslov proučevane borzno posredniške družbe za svoj račun dospele v petih dneh na proučevani dan znašajo 23,4 mio tolarjev. Naj omenim še obveznosti iz poslovanja, ki bodo dospele v petih dneh in znašajo 8,2 mio tolarjev in obveznosti iz financiranja v višini 0,2 mio tolarjev. Drugih obveznosti borzno posredniška družba na ta dan ni izkazovala.

Iz tabele 3 je razvidno, da so skupna likvidna sredstva (144,8 mio tolarjev) za 10,6 mio tolarjev nižja od vseh dospelih in kmalu dospelih obveznosti borzno posredniške družbe (155,4 mio tolarjev), kar pomeni, da je koeficient likvidnosti borzno posredniške hiše manjši od ena. V tem primeru je borzno posredniška družba izpostavljena likvidnostnemu tveganju, saj njena sredstva ne zadoščajo za pokrivanje njenih obveznosti. Kakšen je razlog in kakšne ukrepe je sprejela borzno posredniška družba, sem že opisala.

4.1.2.3. Primerjava stroškov najema in črpanja posojila za zagotavljanje likvidnosti borzno posredniške družbe v primerjavi s stroškom izgube posla

Borzno posredniška družba lahko kratkoročno revolving posojilo pri banki najame pod zelo ugodnimi pogoji, saj lahko banki za zavarovanje posojila ponudi zastavo vrednostnih papirjev, zaradi česar je za banko posojilo nizko tvegano.

Vzela bom primer, ko borzno posredniška družba najame 100 mio tolarjev kratkoročnega revolving posojila. S tem posojilom bo lahko pokrivala likvidnostne zahteve Agencije za trg vrednostnih papirjev za posle do 100 mio tolarjev. Stroški najema tovrstnega posojila so se v letu 2001 gibali od 20.000 do 300.000 tisoč tolarjev, odvisno od poslovnega sodelovanja banke in borzno posredniške družbe pri drugih poslih in preteklega poslovanja. Obrestne mere, ki so jih banke zaračunavale za tovrstna posojila, so se v začetku leta 2001 gibale med TOM+3,25 in TOM+4,5% na letni ravni. V mesecu februarju 2001 je TOM znašal 9,52% na letni oz. 0,7% na mesečni ravni.

Znesek obresti, ki poleg zneska odobritve posojila predstavlja strošek najema posojila, se izračuna po spodnjem obrazcu:

$$O = [(1+p/100)^{d/365} - 1]*G$$

kjer O predstavlja znesek obresti, p obrestno mero, d število dni, za katere se izračunava znesek obresti, če je obrestna mera podana na letni ravni in G znesek glavnice.

Stroški obresti posojila črpanega en dan, ločeni na revalorizacijski in realni del, izračunani po zgornjem obrazcu znašajo:

$$O_{TOM} = 24.917,00 \text{ tolarjev}$$

$$O_{realne} = 12.060,00 \text{ tolarjev}$$

$$O = O_{TOM} + O_{realne} = 36.977,00 \text{ tolarjev}$$

Znesek 36.977,00 tolarjev znaša minimalni zaslužek, ki ga mora borzno posredniška družba zaslužiti pri poslu vrednem 100 mio tolarjev, ki bo denarno poravnana z enodnevno zamudo, saj ta znesek predstavlja strošek zagotavljanja lastnih sredstev.

Zgoraj izračunanemu znesku je potrebno prišteti še stroške odobritve posojila. Kako visoki so ti stroški, je odvisno od tega, kolikokrat bo borzno posredniška družba črpala isto posojilo za pokrivanje neplačila stranke. Delež stroškov, ki odpadejo na en posel, se namreč izračuna kot količnik po spodnjem obrazcu:

*Stroški odobritve posojila, ki odpadejo na posamezen posel =
stroški odobritve posojila / število poslov, za katere je bilo posojilo črpano.*

4.1.2.4. Viri podatkov za izračun koeficienta likvidnosti

Mesečno poročanje je po izdelavi metodologije možno iz podatkov, ki jih borzno posredniška družba po kontih zbira za računovodske namene.

Za dnevni izračun koeficienta likvidnosti borzno posredniška družba lahko pridobiva podatke analitično iz različnih virov:

- podatke o stanju na denarnih računih od Agencije za plačilni promet in bank,
- podatke o vlogah na vpogled od bank,
- podatke o stanjih vrednostnih papirjev, ki se vključujejo v izračun koeficienta likvidnosti iz programa za podporo trgovanju,
- podatke o stanju terjatev do Klirinško depotne družbe z računalniškega sistema Klirinško depotne družbe, v katerega je borzno posredniška družba povezana,
- podatke o neizkoriščenih okvirnih kreditih iz računovodstva ali druge evidence,
- podatke o terjatvah, za katere je bil prejet predujem od Agencije za plačilni promet;
- podatke o stanju obveznosti iz poslov za stranke ali lastni račun iz programa za podporo trgovanju,
- podatke o plačilih od Agencije za plačilni promet,
- podatke o obveznostih iz poslovanja in financiranja iz pregleda prispelih računov in pogodb.

4.1.3. UPRAVLJANJE Z LIKVIDNOSTJO

Borzno posredniška družba ima dva denarna računa, preko katerih dnevno uravnava in načrtuje svojo plačilno sposobnost. To sta hišni račun, preko katerega gredo pritoki in odtoki iz poslov za svoj račun in drugi pritoki in odtoki za račun hiše, ter račun strank, preko katerega borzno posredniška družba prejema denarna sredstva in plačuje zapadle obveznosti iz naslova opravljanja storitev nakupa in prodaje vrednostnih papirjev in drugih storitev za račun strank.

Glavne transakcije, ki vplivajo na stanje računa strank in s tem na likvidnost družbe, so:

- na strani terjatev:
 - pritoki iz poravnave klirinško depotne družbe iz opravljenih neto nakupov vrednostnih papirjev za račun strank na organiziranem trgu,
 - pritoki strank od opravljenih nakupov vrednostnih papirjev za račun strank na neorganiziranem trgu,
- na strani obveznosti:
 - poravnava do klirinško depotne družbe in naslova neto opravljenih nakupov vrednostnih papirjev za račun strank na organiziranem trgu,
 - odtoki od opravljenih prodaj vrednostnih papirjev za račun strank na neorganiziranem trgu,
 - odtoki od zaračunanih provizij strankam za opravljanje storitev nakupa in prodaje vrednostnih papirjev ter drugih storitev, ki jih za stranke opravlja borzno posredniška družba.

Terjatve in obveznosti borzno posredniške družbe nastale ne podlagi nakupov in prodaj vrednostnih papirjev za stranke, ki se poravnava preko računa strank, so znotraj enega dneva izenačene. Družba lahko ne računom strank postane plačilno nesposobna, če stranke neredno poravnava zneske kupnine vrednostnih papirjev ali zneska sploh ne poravnajo. Borzno posredniška hiša se v tem primeru sicer lahko poplača z zasegom in prodajo vrednostnih papirjev iz premoženja stranke, ki kupnine ni poravnala, kar pa ne reši problema dnevne likvidnosti. V primeru, da dnevne obveznosti borzno posredniške hiše iz naslova prodaje vrednostnih papirjev presežejo znesek plačanih terjatev, je borzno posredniška družba zavezana kriti razliko sredstev s svojega računa.

Gibanja sredstev na računom strank je torej potrebno upoštevati pri upravljanju s sredstvi na lastnem računom borzno posredniške družbe.

Glavne transakcije, ki vplivajo na stanje hišnega računa in s tem na plačilno sposobnost družbe, so:

- na strani terjatev:
 - poravnava klirinško depotne družbe iz opravljenih neto prodaj vrednostnih papirjev za račun hiše na organiziranem trgu,
 - pritoki od opravljenih prodaj vrednostnih papirjev za račun hiše na neorganiziranem trgu,
 - pritoki od zaračunanih provizij strankam za opravljanje storitev nakupa in prodaje vrednostnih papirjev ter drugih storitev, ki jih za stranke opravlja borzno posredniška družba,
 - pritoki iz naslova vračila danih posojil in pripadajočih obresti

- pritoki od plačanih računov za opravljanje drugih storitev,
- pritoki od dividend, zapadlih obresti in glavnice obveznic ipd.,
- na strani obveznosti:
 - poravnava do klirinško depotne družbe in naslova opravljenih neto nakupov vrednostnih papirjev za račun hiše na organiziranem trgu,
 - odtoki od opravljenih nakupov vrednostnih papirjev za račun hiše na neorganiziranem trgu,
 - plačila obveznosti iz poslovanja,
 - plačila obveznosti iz financiranja in
 - prenosi na račun strank iz naslova pokrivanja zapadlih pa ne plačanih terjatev do strank iz naslova nakupa vrednostnih papirjev.

Likvidnost borzno posredniške družbe se lahko skoraj brez napake načrtuje za dva dni naprej. V roku dveh dni po opravljenih transakcijah se namreč poravnava terjatve oziroma obveznosti iz trgovanja za račun strank in svoj račun do klirinško depotne družbe, prav tako se v dveh dneh po opravljenih transakcijah poravnava obveznosti iz trgovanja do strank in iz računov strank na račun borzno posredniške družbe prenakažejo zneski zaračunanih provizij. Za dva dni naprej je navadno znana tudi vrednost drugih tega dne zapadlih obveznosti iz poslovanja in financiranja.

Likvidnost za obdobje dveh dni se lahko torej uravnava s črpanji in odplačevanji revolving posojil ter nakupi in prodajami vrednostnih papirjev za svoj račun.

Za upravljanje z likvidnostjo za obdobje daljše od dveh dni pa je potrebna drugačna metodologija.

Prihodke in odhodke iz poslovanja in financiranja se lahko zelo dobro napoveduje na podlagi preteklih serij podatkov, saj se določeni tipi prihodkov in odhodkov pojavljajo redno vsak mesec, večinoma v nespremenjeni višini.

Drugača metodologija pa je potrebna za napovedovanje *pritokov in odtokov od prodaj in nakupov vrednostnih papirjev* za lastni račun. Ena od možnosti je, da se na podlagi serij preteklih let naredi ekonometrični model in na podlagi takega modela napoveduje gibanja prodaj in nakupov vrednostnih papirjev.

Osnovni odvisni spremenljivki, ki na razvitih trgih vplivata na prodaje in nakupe vrednostnih papirjev, sta borzni indeks in obrestna mera. Borzni indeks vpliva na nakupe vrednostnih papirjev pozitivno, kar pomeni, višji kot je indeks, večji so nakupi. Obrestna mera pa odraža oportunitetni strošek nakupa vrednostnih papirjev in vpliva na nakupe vrednostnih papirjev v negativni smeri. Višja kot je obrestna mera, več denarja se preliva v prihranke v obliki bančnih depozitov, večje so prodaje in nižji nakupi vrednostnih papirjev. Pri oblikovanju ekonometričnega modela bi bilo poleg omenjenih dveh spremenljivk potrebno upoštevati še množico drugih spremenljivk, ki opisujejo stanje na trgu vrednostnih papirjev in vplivajo na 'razpoloženje' investitorjev ter bi jih lahko v model vključili kot slepe spremenljivke. Kot take lahko omenim:

- napovedi podjetij o dobičku/izgubi in dejanska objava poslovnih rezultatov,
- pritok svežega kapitala,
- sezonski vpliv (umiritev trga v času dopustov),
- politična situacija,
- spreminjajoči se predpisi,

- visoke prodaje v začetku novega leta, po letnem izpisku stanj vrednostnih papirjev v Klirinško depotni družbi, ko se mali delničarji 'spomnijo' na svojo lastnino, ipd.

Zelo visoka postavka, ki vpliva na likvidnost družbe, so tudi možni *prenosi sredstev na račun strank* za pokrivanje zapadlih, a ne plačanih terjatev do strank. Napovedovanje tovrstnih odtokov je praktično nemogoče, lahko pa borzno posredniška družba na podlagi izkušenj določi neko povprečno višino potrebnih sredstev in sredstva drži kot likvidnostno rezervo na hišnem računu ali najame posojilo, ki ga je možno črpati v dnevu, ko bo prišlo do tovrstne obveznosti. Oblikovanje takšnih modelov ni eden od ciljev tega dela, saj je njegov namen predvsem proučitev vpliva predpisov na poslovanje in finančne tokove borzno posredniške družbe. Poleg tega je v slovenskih razmerah, kjer je finančni trg še vedno v fazi razvijanja in je dnevno izpostavljen tako spremembam zakonodaje kot predpisov ter drugim spremembam, verjetno zelo težko zgraditi model, ki bo na podlagi preteklih podatkov verodostojno napovedoval gibanja v prihodnosti.

4.1.4. KRITIKA PREDPISOV POVEZANIH Z UPRAVLJANJEM Z LIKVIDNOSTJO

Ali je za zagotavljanje likvidnosti borzno posredniške družbe potrebna tako stroga zakonodaja, ki od borzno posredniške družbe zahteva dnevno spremljanje likvidnosti po predpisani shemi in redno mesečno poročanje ter dnevno poročanje v primeru, ko koeficient likvidnosti pade pod vrednost ena.

Velik vpliv na likvidnost ima predpis o tem, da mora borzno posredniška hiša, ki je za stranko posredovala pri prodaji vrednostnega papirja, znesek kupnine zmanjšan za znesek provizije stranki nakazati najkasneje drugi dan po opravljeni transakciji. Predpis sicer ščiti stranke in jim zagotavlja varnost poslovanja z borzno posredniško hišo. Vendar se ob podrobnejšem razmisleku o problemu porodita dve vprašanji. Prvič, kakšno korist ima za stranko predpis v primeru, da je borzno posredniška hiša nelikvidna in stranki ni sposobna plačati zneska kupnine. In drugič, ali je predpis sploh potreben, v smislu, da bi trg sam po sebi zagotovil, da bi borzno posredniške družbe redno izpolnjevale obveznosti do svojih strank, saj bi se v nasprotnem primeru stranke selile k tisti borzno posredniški družbi, ki bi svoje obveznosti izpolnjevala v najkrajšem časovnem obdobju. Trg sam bi v tem primeru tudi pripeljal do časovnega obdobja plačila, ki je najprimernejši za poravnavanje tovrstnih obveznosti. Verjetno bi se v naši ureditvi ustavilo pri dveh dneh po opravljeni transakciji, kar je tudi zakonsko določen rok, razlog pa najdemo v tem, da se transakcije med strankami iz različnih borzno posredniških hiš, ki se poravnava preko Klirinško depotne družbe, poravnava v dveh dneh.

Kako je s plačili strank, za katere borzno posredniška družba opravlja storitev nakupa vrednostnih papirjev in poravnavanjem njihovih obveznosti, torej terjatev borzno posredniške družbe do njenih strank. Praksa, ki se je razvila v Sloveniji, je, da stranke za nakup vrednostnih papirjev borzno posredniški družbi praviloma nakažejo predplačilo. Izjema so seveda stalne stranke na borznem posredovanju in stranke na gospodarjenju, ki imajo navadno pri borzno posredniški hiši neko stanje denarja, kar pa lahko prav tako razumemo kot predplačilo. Tovrstno poslovanje sicer zmanjšuje tveganja, katerim je izpostavljena borzno posredniška hiša, vendar se z razvojem trga in večanjem konkurence

ne bo moglo obdržati na dolgi rok.⁸ Sčasoma bodo borzno posredniške hiše v hudi konkurenci za stranke verjetno izboljševale kvaliteto svoje ponudbe s tem, da bodo strankam ponudile možnost odloženega plačila.

Borzno posredniška družba lahko zaide v likvidnostne težave, če stranke, do katerih ima borzno posredniška družba terjatve iz naslova nakupa vrednostnih papirjev svoje obveznosti, ne poravnajo ob njeni zapadlosti. Borzno posredniška hiša ima sicer za plačilo prvovrstno zavarovanje. To je vrednostni papir, ki ga je kupila stranka in ga borzno posredniška hiša lahko zastavi v svojo korist za čas odprte terjatve oz. ga proda in neporavnano terjatev poplača iz zneska kupnine. Zaradi dolgotrajnosti postopka pa opisano ni v pomoč pri reševanju problemov dnevne likvidnosti.

Če torej povzamem navedeno: v likvidnostne težave lahko borzno posredniška družba zapade v primeru, da stranke svojih obveznosti iz nakupa vrednostnih papirjev ne poravnajo redno. V tem primeru je borzno posredniška družba dolžna zagotavljati manjkajoča sredstva na računu strank s hišnega računa in redno poravnati obveznosti do strank, za katere je posredovala pri prodaji vrednostnih papirjev. Kar pomeni, da tveganja neplačila obveznosti strank nase prevzema borzno posredniška družba in jih mora upoštevati pri načrtovanju svoje likvidnosti.

4.1.4.1. Kritika metodologije izračuna potrebne likvidnosti borzno posredniške družbe

Likvidnostno tveganje borzno posredniške družbe izhaja iz tveganja, da terjatve borzno posredniške družbe iz naslova nakupa vrednostnih papirjev za stranko ne bodo poravnane do trenutka, ko bo borzno posredniška družba dolžna strankam poravnati obveznosti nastale iz prodaj vrednostnih papirjev. Cilj poslovanja je z nakupi za stranke prevzemati tveganja in iz tega ustvariti dobiček. Pri tem pa morajo ostati sposobne poravnati svoje obveznosti tako tekoče (likvidnost), kot nasploh (dolgoročna plačilna sposobnost).

Po ureditvi Zakona o trgu vrednostnih papirjev mora borzno posredniška družba v vsakem trenutku posedovati tak obseg likvidnih sredstev, da je sposobna kriti vse obveznosti iz trgovanja za svoj in za račun strank, tako zapadle, kot tudi nezapadle. Z drugimi besedami, če borzno posredniška družba izpolnjuje likvidnostno zahtevo Zakona o trgu vrednostnih papirjev, je njeno likvidnostno tveganje enako nič, saj je dolžna že v trenutku nastanka obveznosti imeti svoja likvidna sredstva, da bo to obveznost izpolnila ob njeni zapadlosti, če ne bodo poravnane terjatve iz nasprotnega posla.

Med pomanjkljivosti opisanega sistema lahko nedvoumno uvrstim nezadovoljivo upoštevanje različne bonitete strank, do katerih borzno posredniška družba izkazuje terjatve pri določanju uteži za obravnavanje terjatev do njih. Vse stranke so namreč uvrščene v edini in najslabši razred (100%), ne glede na njihovo dejansko boniteto.⁹

Predlog za izboljšanje metodologije izračuna količnika likvidnosti in njegovo približanje realnosti in praksi, ki ga podajam kot zaključek poglavja o likvidnosti borzno posredniške družbe, je sledeč. Pri izračunu koeficienta likvidnosti bi se visoko likvidna sredstva borzno

⁸ Tu ne mislim na večanje konkurence v smislu števila borzno posredniških družb, teh je že zdaj namreč preveliko število za trg, kot je slovenski, temveč na večanje konkurence v smislu ponujanja vedno kvalitetnejših storitev.

⁹ Tu mislim na to, kako redno poravnajo svoje obveznosti.

posredniške družbe zahtevala le v višini že zapadlih, a ne poravnanih terjatev do strank. Takšna metodologija bi namreč od borzno posredniške družbe zahtevala aktivnejši pristop k upravljanju z likvidnostnim tveganjem. Borzno posredniška družba bi bila prisiljena ocenjevati boniteto strank, s katerimi posluje, in oblikovati likvidnostne rezerve le za bolj tvegane posle. Taka metodologija bi hkrati znižala potrebna likvidna sredstva in pocenila poslovanje borzno posredniške družbe, kar bi v konkurenčnem okolju gotovo pripeljalo do znižanja provizij in bi koristilo tako borzno posredniški družbi sami, kot tudi strankam, ki bi storitve borzno posredniške družbe lahko kupovale ceneje. Če pa zakonodajalec ne zaupa borzno posredniškim družbam, da bi same lahko dobro ocenjevale boniteto strank, bi predpis lahko omilil na tak način, da bi sedanjo metodologijo, po kateri so vse stranke uvrščene v razred z najnižjo boniteto, zamenjala uporaba različnih razredov strank, v katere bi borzno posredniška družba razvrščala stranke in njihove terjatve.

4.2. IZPOSTAVLJENOST

Velika izpostavljenost borzno posredniške družbe po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev je izpostavljenost borzno posredniške družbe do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb, ki presega višino 10% kapitala borzno posredniške družbe. Vsota vseh velikih izpostavljenosti borzno posredniške družbe ne sme presegati 800% višine kapitala borzno posredniške družbe.

Izpostavljenost borzno posredniške družbe do posamezne osebe je vsota vseh terjatev in pogojnih terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev borzno posredniške družbe v tej osebi. Pri izračunu izpostavljenosti se za posamezno osebo štejeta tudi dve ali več oseb, ki so med seboj povezane tako, da za borzno posredniško družbo predstavljajo eno samo tveganje.

Izpostavljenost borzno posredniške družbe do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb ne sme presegati višine 25% kapitala borzno posredniške družbe. Ne glede na zgoraj povedano, izpostavljenost borzno posredniške družbe do osebe, ki je v razmerju do borzno posredniške družbe posredno ali neposredno obvladujoča družba oziroma, ki jo borzno posredniška družba posredno ali neposredno obvladuje oziroma do osebe, ki jo posredno ali neposredno obvladuje ista oseba kot borzno posredniško družbo, ne sme presegati višine 20% kapitala borzno posredniške družbe. Če borzno posredniška družba preseže največjo dopustno izpostavljenost zaradi združitve dveh pravnih oseb oziroma zaradi drugih vzrokov, na katere ne more vplivati, mora takoj izvesti ukrepe za uskladitev s predpisano izpostavljenostjo.

4.2.1. VREDNOTENJE POSTAVK IZPOSTAVLJENOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

Če za finančni instrument obstaja uradni enotni tečaj borze, se postavke pri izračunu izpostavljenosti vrednotijo po enotnem tečaju, sicer se kot tržna cena upošteva cena zapiranja izpostavljenosti; kratke (prodajne) izpostavljenosti se vrednotijo po zadnji ponujeni ceni, dolge (imetniške, nakupne) izpostavljenosti pa po zadnji ponujeni nakupni ceni. Če tržna cena ne obstaja, mora borzno posredniška družba vrednotiti postavko po drugi metodi, upoštevajoč računovodske standarde.

4.2.2. IZJEMNE POSTAVKE, KI SE NE VKLJUČUJEJO V IZRAČUN IZPOSTAVLJENOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

V izračun izpostavljenosti se ne vključujejo naslednje postavke:

1. Postavke, ki se kot odbitne postavke že odštevajo od kapitala v skladu z izračunavanjem kapitalske ustreznosti borzno posredniške družbe.
2. Izpostavljenost, ki obstaja v času, običajnem za izpolnitev obveznosti iz poslov z neodloženo izpolnitvijo.
3. Izpostavljenost borzno posredniške družbe do Republike Slovenije, Banke Slovenije, Evropskih skupnosti, vlad in centralnih bank držav članic EEA in nekaterih z njimi primerljivih držav OECD, Mednarodnega denarnega sklada in Svetovne banke ter izpostavljenosti, ki so jih ustrezno zavarovale te institucije ali so ustrezno zavarovane z vrednostnimi papirji, ki so jih izdale našteje institucije.
4. Zunajbilančne postavke oziroma posli, ki jih borzno posredniška hiša lahko kadarkoli prekliče ali ki bi jih bilo mogoče realizirati le ob pogoju, da ne povzročajo preseganja največje dopustne izpostavljenosti.
5. Izpostavljenosti, ki so ustrezno zavarovane z denarno vlogo pri banki s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EEA ali kateri od primerljivih držav OECD, če denarna vloga izpolnjuje naslednje pogoje:
 - da je v pogodbi o denarni vlogi izrecno navedeno, da so sredstva nepreklicno dana v zastavo za poravnavo obveznosti do borzno posredniške družbe,
 - da je borzno posredniška družba edini upravičenec do izplačila iz zavarovanja,
 - da je edini pogoj za uresničitev te oblike zavarovanja neplačilo obveznosti do borzno posredniške družbe.

4.2.3. ZMANJŠANJE IZPOSTAVLJENOSTI DO SKUPINE OSEB

Borzno posredniška družba lahko zmanjša celotno izpostavljenost ali del izpostavljenosti do določene osebe, če za izpolnitev obveznosti te osebe jamči tretja oseba ali je terjatev do določene osebe ustrezno zavarovana z zastavo vrednostnih papirjev, katerih izdajatelj so tretje osebe. Zmanjšanje izpostavljenosti je dopustno le, če tretja oseba ni povezana z osebo, katere obveznost je zavarovana. Ocena kreditne sposobnosti tretje osebe ne sme biti nižja od ocene kreditne sposobnosti osebe, katere obveznost je zavarovana. Oceno kreditne sposobnosti mora podati mednarodno priznana agencija za ocenjevanje tveganj ali banka s sedežem v Sloveniji, državi članici EEA ali kateri od primerljivih držav OECD.

4.2.4. PRIMER IZRAČUNA VELIKE IZPOSTAVLJENOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

V tabeli 4 navajam osebe, ki sestavljajo skupino, do katere je bila Ilirika borzno posredniška družba d.d. v mesecu februarju 2001 visoko izpostavljena. Naveden je znesek izpostavljenosti do posamezne osebe v vseh instrumentih in razmerje med skupno izpostavljenostjo do vseh oseb in kapitalom borzno posredniške družbe.

Tabela 4: Primer izračuna velika izpostavljenost Ilirike borzno posredniške hiše d.d. po skupinah oseb glede na kapital v višini 391.452 tisoč SIT za februar 2001

Skupina oseb	Firma	Sedež	Skupna izpostavljenost (v 1000 SIT)	Skupna izpostavljenost glede na kapital (v %)
Skupina oseb št. 1	Triglav DZU (TG1N)	Ljubljana	66.471	
	Triglav DZU (TG2N)	Ljubljana	19.440	
	Tanin Sevnica d.d.	Sevnica		
	Skupaj		85.911	21,95
Skupina oseb št. 2	Iskra avtoelektrika d.d.	Ljubljana	61.001	
	Skupaj		61.001	15,58
Skupina oseb št. 3	Gorenje d.d.	Velenje	62.551	
	Skupaj		62.551	15,98
Skupina oseb št. 4	Petrol d.d.	Ljubljana	97.441	
	Skupaj		97.441	24,89
Skupina oseb št.5	Intereuropa D.D.	Koper	30.805	
	Banka Koper D.D.	Koper	313	
	Luka Koper D.D.	Koper	2.113	
	Aero Celje D.D.	Celje	1.129	
Skupaj		34.360	8,78	
Skupina oseb št. 6	Lek D.D. (LEKA)	Ljubljana	25.131	
	Lek D.D. (LEKB)	Ljubljana	647	
	Skupaj		25.778	6,59
Skupina oseb št. 7	Telekom d.d.	Ljubljana	115.386	
	Skupaj		115.386	29,48

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Kot je razvidno iz zgornje tabele, je borzno posredniška družba v mesecu februarju 2001 preseгла predpisano izpostavljenost do Telekoma, kar se je zgodilo iz dveh razlogov. V mesecu februarju 2001 je cena delnic Telekoma narasla. Borzno posredniška hiša je hkrati znižala znesek kapitala glede na prejšnji mesec zaradi previsoko obračunane revalorizacije. V svoji aktivi je imela v tem mesecu za 115,3 mio tolarjev delnic Telekoma, kar predstavlja 30% njenega kapitala. Po predpisih je Agenciji za trg vrednostnih papirjev poročala, kakšne ukrepe za zmanjšanje izpostavljenosti je sprejela. Ker gre za delnico, s katero se trguje na neorganiziranem trgu, lahko borzno posredniška družba pri zmanjševanju izpostavljenosti ukrepa na dva načina:

- zniža ceno, po kateri odkupuje/prodaja delnice, tako se bodo vse tovrstne delnice, ki jih drži v premoženju vrednotile po novi (nižji) ceni ali,
- proda količino delnic, ki ustrezno zniža njeno izpostavljenost.

Borzno posredniška družba se je odločila, da bo prodala ustrezno število delnic Telekoma in tako zmanjšala veliko izpostavljenost pod mejo predpisano s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. Velika količina delnic, ki so se pojavile na trgu, je hkrati povzročila padec njihove cene in tako še dodatno znižala izpostavljenost borzno posredniške družbe.

Prav tako je pri izpostavljenosti do Petrola že skoraj preseгла mejo velike izpostavljenosti. V aktivi je na zadnji dan meseca februarja 2001 imela 5.007 lotov delnic Petrola, ki jih je vrednotila po tržni ceni, ki je na zadnji dan meseca februarja 2001 znašala 19.461,00 tolarjev. Ker delnice Petrola kotirajo na borzi, je v tem primeru edini možni ukrep za znižanje izpostavljenosti prodaja delnic. Ker se je borzno posredniška hiša odločila prodati veliko količino delnic, kar bi pomenilo velik pretres trga, se je borzno posredniška hiša o prodaji dogovorila neposredno s kupcem in na borzi prijavila sveženj.

Kot je razvidno iz tabele, se Ilirika borzno posredniška hiša d.d. približuje zgornji meji visoke izpostavljenosti tudi pri delnicah Triglav DZU. V mesecu marcu bo zato potrebno posvetiti pozornost gibanju cen teh delnic in v primeru, da bodo te naraščale, sprejeti ustrezne ukrepe.

Borzno posredniška družba dnevno pregleduje izpostavljenost do posameznih oseb in temu prilagaja naložbeno politiko.

Tabela 5: Primer izračuna vsote velikih izpostavljenosti Ilirike borzno posredniške hiše d.d. po skupinah oseb glede na kapital v višini 391.452 tisoč SIT za februar 2001

Skupina oseb št.	Skupna izpostavljenost do skupine (v 1000 SIT)	Skupna izpostavljenost glede na kapital (v %)
1	85.911	
2	61.001	
3	62.551	
4	97.441	
5	34.360	
6	25.778	
7	115.386	
Skupaj	482.428	123,24

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Vsota vseh velikih izpostavljenosti borzno posredniške družbe po predpisih ne sme presegati 800% kapitala. Kot je razvidno iz tabele, vsota vseh velikih izpostavljenosti Ilirike borzno posredniške hiše d.d. v mesecu februarju 2001 znaša 123% njenega kapitala.

Poleg tega mora borzno posredniška družba spremljati še skupno izpostavljenost do posamezne skupine oseb v vseh instrumentih. Primer takega poročila je v tabeli 6. Kot je razvidno iz tabele 6 je bila Ilirika borzno posredniška hiša d.d. v mesecu februarju 2001 do skupine oseb št. 1 (glej tabelo 4) izpostavljena le v lastniških instrumentih. Ker je bila v tem mesecu do vseh poročanih skupin oseb izpostavljena le v lastniških instrumentih, ostalih primerov ne navajam.

Tabela 6: Primer izračuna skupna izpostavljenosti do skupine oseb št. 1 po posameznih instrumentih Ilirike borzno posredniške hiše d.d. za februar 2001

Postavka	Izpostavljenost (v 1000 SIT)
Izpostavljenost v dolžniških instrumentih	0
Izpostavljenost v lastniških instrumentih	85.911
Izpostavljenost iz terminskih pogodb	0
Izpostavljenost iz izdaje opcij	0
Izpostavljenost iz nakupa opcij	0
Nadomestitveni stroški za ostale izv.fin.inst.	0
Izpostavljenost iz klasičnih zunajbilančnih postavk	0
Skupna izpostavljenost do skupine oseb št. 1	85.911

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

4.2.4.1. Viri podatkov za izračun izpostavljenosti borzno posredniške družbe

Podatek o osebah, do katerih je borzno posredniška družba visoko izpostavljena, lahko borzno posredniška družba po izračunu kapitala dobi iz računovodskih evidenc ali iz podatkov o vrednostnih papirjih, ki jih drži v aktivih, in iz evidence danih posojil ter drugih terjatev do povezanih oseb.

Ko so znane osebe, do katerih je borzno posredniška družba visoko izpostavljena, je potrebno pridobiti še podatek o osebah, s katerimi so le-te povezane in v tem smislu za borzno posredniško družbo predstavljajo eno samo tveganje. Pridobivanje omenjenih podatkov je možno iz različnih virov. Da pa bi bili podatki res kvalitetni, je potrebno tudi dobro poznavanje tekočih razmer in dogodkov na trgu.

4.2.5. KRITIKA METODOLOGIJE IZRAČUNA IZPOSTAVLJENOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

Kritika metodologije izračuna izpostavljenosti borzno posredniške družbe temelji predvsem na neposrednem prenosu ideje o merjenju izpostavljenosti za banke na borzno posredniške družbe. Razlika med obema subjektoma je predvsem v deležu aktive, ki ga imata instituciji naložene v različne instrumente. Merjenju izpostavljenosti za dana posojila kot deležu le teh v kapitalu ne moremo oporekati, saj se glavnica danega posojila v času nominalno ne spreminja.

Drugače je pri izpostavljenosti v vrednostnih papirjih, kjer se znesek izpostavljenosti dnevno spreminja v skladu s tržno ceno vrednostnega papirja na trgu. Problem, ki ga vidim pri obstoječem predpisu o izpostavljenosti borzno posredniške družbe, je torej v metodologiji izračuna izpostavljenosti, ki je precej toga.

Povedano predstavljam na primeru. Kapital borzno posredniške družbe Ilirika d.d. je v februarju 2001 znašal 377,7 mio tolarjev. Maksimalna dovoljena izpostavljenost do posamezne osebe je za to borzno posredniško družbo znašala 94,4 mio tolarjev. Borzno posredniška družba je v novembru 2000 imela v aktivih 5.007 lotov Petrola, vrednotenih po ceni 18.630,68 tolarjev.¹⁰ Izpostavljenost borzno posredniške družbe je bila pod najvišjo dovoljeno. Cena delnic Petrola je naraščala in v februarju dosegla 19.461 tolarjev.¹¹ Kar pomeni, da je edini faktor, ki je vplival na povečanje izpostavljenosti borzno posredniške družbe, cena delnic in ne povečanje naložbe v smislu dodatnih nakupov delnic.

Problem je v tem, da predpis sili borzno posredniško družbo, da v omejenem obsegu nalaga sredstva v delnice uspešnih podjetij (katerih cene praviloma rastejo) ali celo v prodajo le-teh (če je cena narasla toliko, da so pri določeni količini presegli izpostavljenost) in v nalaganje sredstev v vrednostne papirje slabših podjetij (katerih cene praviloma padajo).

Obstoječa metodologija merjenja izpostavljenosti je torej korektna v delu, ki meri izpostavljenost borzno posredniške družbe pri danih posojilih. Za merjenje izpostavljenosti za naložbe v vrednostne papirje pa bi bil primernejša metodologija, ki bi temeljila na merjenju tveganja premoženja kot celote in njegove razpršenosti.

¹⁰ Enotni tečaj Borze na dan 30. november 2000.

¹¹ Enotni tečaj Borze na dan 28. februar 2001.

4.3. KAPITALSKA USTREZNOST

4.3.1. KAPITAL

Temeljni namen kapitala je kritje finančne institucije pred nepričakovanimi izgubami, ki nastajajo zaradi tveganj pri njenem poslovanju. Premalo kapitala lahko finančno institucijo privede v položaj, ko ni sposobna unovčiti svojih terjatev za poplačilo vseh obveznosti do svojih strank. Zato v povezavi s kapitalom govorimo o tako imenovanem tveganju dolgoročne plačilne nesposobnosti. Teoretično je lahko sicer banka dolgoročno plačilno sposobna tudi brez kapitala – če je le dovolj natečenega dobička, rezerv ali rezervacij, ki bi ublažile morebitne velike izgube. Toda takšni finančni instituciji bi vsak dan grozil propad. Tveganje dolgoročne plačilne nesposobnosti pa vendarle ni primarni krivec za propad finančne institucije. Močni količniki kapitalne ustreznosti kaj malo povedo o tem, ali v finančni instituciji dobro upravljajo ali ne. Vedno namreč določeno osnovno tveganje (kreditno, likvidnostno ali obrestno) povzroči, da postane finančna institucija zaradi izgub premalo kapitalizirana in v končni fazi dolgoročno plačilno nesposobna. Še preden se začne razmišljati o ustrezni višini kapitala, možnih izgubah in podobnih elementih tveganja dolgoročne plačilne nesposobnosti, je potrebno torej poskrbeti za primarna tveganja; zagotoviti njihovo pravilno meritev, kontrolo in nastavitve omejitev, kar skupaj z razporeditvijo kapitala in računanjem donosnosti po stroškovnih mestih, proizvodih in strankah privede do optimalnih in stabilnih neto prihodkov v izkazu uspeha. Če so osnovna tveganja ušla iz rok, ne pomaga, če se v bilanco uvrsti še nekaj dodatnega kapitala (če to sploh uspe), saj je tekoča dobičkonosnost že načeta in s tem omajana dolgoročna uspešnost finančne institucije (Prašnikar, 2000, str. 60).

4.3.2. KAPITALSKA USTREZNOST

Predpisi o kapitalski ustreznosti pomagajo pri vzpostavljanju zaupanja na finančnem trgu v smislu, da od udeležencev zahtevajo zadosten obseg kapitala. Kapital mora biti v tem smislu dovolj visok, da ščiti stranke finančne institucije pred vsemi tveganji, ki jih le-ta prevzema. Skladno s tem morajo biti standardi kapitalne ustreznosti zgrajeni tako, da finančna institucija s svojim kapitalom lahko pokrije morebitne izgube in v primeru stečaja pokrije terjatve strank, tako da tak dogodek ne pretrese finančnega trga. Minimalni kapitalni standardi so glavno orodje za zniževanje sistemskih tveganj.

Kapital borzno posredniške družbe mora biti po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev najmanj enak vsoti kapitalnih zahtev, ne sme pa biti manjši od zneskov osnovnega kapitala.¹² Kapital borzno posredniške družbe mora biti vedno enak vsoti:

1. Kapitalnih zahtev za kritje morebitnih izgub zaradi tveganj, ki jim je izpostavljena borzno posredniška družba pri trgovanju s finančnimi instrumenti za svoj račun in pri opravljanju storitev izvedbe prvih in nadaljnjih prodaj z obveznostjo odkupa (kapitalska zahteva za trgovanje).
2. kapitalnih zahtev za kritje morebitnih izgub zaradi valutnih tveganj, ki jim je izpostavljena borzno posredniška družba pri svojem poslovanju (kapitalske zahteve za valutna tveganja).

¹² Določen v drugem odstavku 117. člena Zakonu o trgu vrednostnih papirjev in znaša za opravljanje vseh storitev 150 mio tolarjev.

3. Kapitalskih zahtev za kritje morebitnih izgub zaradi tveganj, ki jim je izpostavljena borzno posredniška družba pri opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji in drugih poslov (kapitalske zahteve za storitve).

4.3.2.1 Postavke kapitala borzno posredniške družbe

Kapital borzno posredniške družbe sestavljajo naslednje postavke:

1. Vplačani osnovni kapital in vplačani presežek kapitala, razen vplačanega osnovnega kapitala in presežka kapitala na podlagi prednostnih kumulativnih delnic.
2. Rezerve: upoštevajo se zakonske in statutarne rezerve iz dobička, sklad za lastne delnice in druge rezerve.
3. Rezervacije, ki jih je borzno posredniška družba oblikovala za splošna tveganja.
4. Preneseni čisti dobiček iz prejšnjih let, ki ni obremenjen s kakršnimikoli obveznostmi in je potrjen na skupščini delničarjev oziroma družbenikov v delu, za katerega se predvideva, da bo ostal še naprej sestavina kapitala in ne bo razdeljen.
5. Čisti dobiček poslovnega leta, vendar največ do višine 50% tega dobička po odbitku davkov in drugih dajatev, ki bremenijo dobiček in za katerega se na podlagi odločitve pristojnih organov predvideva razporeditev v rezerve ali v preneseni čisti dobiček iz prejšnjih let in če je višino dobička potrdil pooblaščen revizor. Od zneska čistega dobička poslovnega leta se odšteje tudi morebitni znesek predpisanih rezervacij, ki še niso oblikovane po stanju na dan izračuna kapitala. Pri izračunu dobička med letom se upošteva tudi saldo revalorizacijskega izida.
6. Znesek osnovnega kapitala in presežka kapitala, vplačanega na podlagi prednostnih zbirnih (kumulativnih) delnic. Upošteva se vplačane zbirne (kumulativne) prednostne delnice po nominalni vrednosti ter vplačani presežek kapitala v delu, ki se nanaša na zbirne prednostne delnice. Zbirne prednostne delnice s fiksnim donosom se v izračunu kapitala izkazujejo posebej.
7. Podrejeni dolžniški instrumenti, ki izpolnjujejo naslednje pogoje:
 - so v celoti vplačani,
 - so nezavarovani,
 - v primeru stečaja ali likvidacije borzno posredniške družbe so podrejeni vsem ostalim obveznostim borzno posredniške družbe,
 - rok dospelosti je daljši od petih let,
 - predčasna vnovčitev s strani imetnika ni mogoča,
 - so razpoložljivi za kritje izgub borzno posredniške družbe šele ob stečaju oziroma likvidaciji in niso na razpolago za kritje izgub v času rednega poslovanja borzno posredniške družbe.Zadnjih pet let pred zapadlostjo se v kapitalu upoštevajo tako, da se njihova vrednost tehta s predpisanimi utežmi.
8. Druge postavke, ki so po svojih lastnostih enake prej naštetim postavkam in revalorizacijski popravek naštetih postavk.

4.3.2.2 Odbitne postavke pri izračunu kapitala borzno posredniške družbe

Kapital borzno posredniške družbe se znižuje za naslednje postavke:

1. Lastne delnice, upošteva se znesek odkupljenih lastnih delnic po knjižni vrednosti in znesek z odkupljenimi lastnimi delnicami izenačenih delnic. Pri tem se upošteva neposredno in posredno pridobljene lastne delnice, kakor tudi lastne delnice, neposredno in posredno pridobljene v zastavo.
2. Neodpisana vrednost neopredmetenih dolgoročnih sredstev.
3. Preneseno izgubo iz prejšnjih let in izgubo poslovnega leta, kateremu se prišteje tudi morebitni znesek predpisanih rezervacij, ki še niso oblikovane po stanju na dan izračuna kapitala. Pri izračunu izgube med letom se upošteva tudi saldo revalorizacijskega izida.
4. Nelikvidna sredstva so tista, ki jih ni možno unovčiti v času, potrebnem za pravočasno izpolnitev dospelih denarnih obveznosti, zlasti pa:
 - delnice borze,
 - delnice klirinško depotne družbe,
 - vplačila v jamstveni sklad klirinško depotne družbe in druge vzajemne jamstvene sklade,
 - neprenosljive delnice in drugo premoženje, ki ga ni mogoče unovčiti.
5. Naložbe borzno posredniške družbe v delnice, poslovne deleže, podrejene dolžniške instrumente drugih borzno posredniških družb in bank ter druge naložbe v te osebe, ki se pri ugotavljanju kapitalne ustreznosti teh oseb lahko upoštevajo v izračunu njihovega kapitala, kadar je borzno posredniška družba udeležena v kapitalu druge osebe z najmanj 10% deležem.
6. Naložbe borzno posredniške družbe v delnice, poslovne deleže, podrejene dolžniške instrumente drugih borzno posredniških družb in bank ter druge naložbe v te osebe, ki se pri ugotavljanju kapitalne ustreznosti teh oseb lahko upoštevajo v izračunu njihovega kapitala, in sicer v obsegu, ki presega 10% kapitala borzno posredniške družbe, ki poroča (kadar je borzno posredniška družba udeležena v kapitalu druge osebe z manj kot 10% deležem, torej tiste, ki niso odbitna postavka iz prejšnje točke). Naložbe borzno posredniške družbe v delnice borzno posredniških družb in bank, ki so pridobljene z namenom trgovanja in so uvrščene na organizirani trg, se ne uvrščajo v odbitno postavko.

4.3.3. PRIMER IZRAČUNA KAPITALA BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

V tabeli 7 predstavljam primer izračuna kapitala Ilirike borzno posredniške hiše d.d. za mesec februar 2001.

Osnovni kapital proučevane borzno posredniške hiše je znašal konec februarja 2001 362,1 mio tolarjev.¹³ Borzno posredniška hiša je imela v mesecu februarju za 58,6 mio tolarjev rezervacij za splošna tveganja. Rezervacije je vzpostavila z namenom morebitnega poplačila stroškov in škode iz tožbe stranke. V istem mesecu je proučevana borzno posredniška hiša izkazovala za 21,6 mio SIT neopredmetenih dolgoročnih sredstev¹⁴, za 8,4 mio tolarjev je imela delnic borze, vplačilo v jamstveni sklad Klirinško depotne družbe je znašalo 7,4 mio tolarjev, kar so odbitne postavke pri izračunu kapitala. Vse navedene postavke so revalorizirane. Tako je znašal skupni kapital Ilirike borzno posredniške hiše

¹³ Predpisan osnovni kapital za borzno posredniško hišo za opravljanje vseh storitev znaša 150 mio SIT.

¹⁴ Večino zneska je predstavljala računalniška oprema.

d.d., ki se vključuje v izračun kapitalske ustreznosti in izpostavljenosti, v mesecu februarju 2001 377,7 mio tolarjev.

Tabela 7: Kapital Ilirike borzno posredniške družbe d.d. izračunan po Sklepu o kapitalski ustreznosti borzno posredniške družbe (Url. RS 6/2000) - stanje na dan 28.02.2001

Zap. št.	Postavka	Stanje (v 1000 SIT)	Utež (v %)	Ponderirano stanje (stanje*utež) (v 1000 SIT)
1	Osnovni kapital	362.120	100%	362.120
2	Vplačani presežek	0	100%	0
3	Rezerve	0	100%	0
4	Rezervacije	58.635	100%	58.635
5	Prenešeni dobiček	0	100%	0
6	Revalorizacija postavk 1-5	33.107	100%	33.107
7	Tekoči čisti dobiček	0	50%	0
8	Kapital I. (1+2+3+4+5+6+7)			453.862
9	Lastne delnice	0	100%	0
10	Neopredmetena dolg.sredstva	21.639	100%	21.639
11	Prenešena izguba	0	100%	0
12	Tekoča izguba	0	100%	0
13	Delnice borze	8.430	100%	8.430
14	Delnice KDD	0	100%	0
15	Jamstveni sklad KDD	7.390	100%	7.390
16	Drugi jamstveni skladi	0	100%	0
17	Nepren.delnice in nevnovč.prem.	700	100%	700
18	Revalorizacija 9-17	1.171	100%	1.171
19	Odbitki od kapitala I. (9+10+11+12+13+14+15+16+17+18)			39.330
20	Kapital II. (8-19)			414.532
21	Osn.kap.iz predn.kumul.delnic	0	100%	0
22	Osn.kap.iz predn.delnic s fiks.donosom	0	100%	0
23	Podrejeni dolž.instr.	0	100%	0
24	Revalorizacija postavk 21-23	0	100%	0
25	Kapital iz postavk 21-23	0	100%	0
26	Kapital III. (20+21+22+23+24+25)			414.532
27	Nal.nad 10% kap.v druge BPD ali banke	34.983	100%	36.806
28	Nal.v druge BPD ali banke nad 10% kapitala	0	100%	0
29	Kapital skupaj (26-27+28)			377.726

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

4.3.4. KAPITALSKE ZAHTEVE

Kapitalske zahteve za borzno posredniško družbo so vsota kapitalskih zahtev za trgovanje, za valutna tveganja in kapitalskih zahtev za storitve.

Izpostavljenost tveganju pomeni naložbo oziroma pozicijo ali pravico, katere velikost oziroma vrednost vpliva na skupno premoženje in posledično na vrednost kapitala borzno posredniške družbe.

4.3.4.1. Kapitalske zahteve za trgovanje

Borzno posredniška družba mora po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev glede na obseg in vrsto trgovanja za lastni račun, opravljanje posebnih storitev in opravljanja drugih poslov, pri katerih se izpostavlja enakim tveganjem, zagotoviti ustrezen kapital za posebna in splošna tveganja spremembe cen vrednostnih papirjev in tveganja izpolnitve nasprotno stranke.

Borzno posredniška družba mora posamezne postavke uvrščati med postavke trgovanja na podlagi računovodskih standardov oziroma drugih objektivnih kriterijev. Med postavke trgovanja se uvrščajo izpostavljenosti borzno posredniške družbe:

1. V finančnih instrumentih, katerih imetnik je borzno posredniška družba in jih je pridobila z namenom ponovne prodaje zaradi uresničitve dejanske ali pozitivne razlike med ceno prodaje in ceno nakupa oziroma pridobitve za lasten in tuj račun.
2. Postavke, ki izvirajo iz opravljanja storitve priprave in izvedbe prvih in nadaljnjih javnih prodaj z obveznostjo odkupa.
3. Postavke, ki izvirajo iz neporavnanih terjatev iz poslov trgovanja (brezplačne izročitve, avansi, netržni izvedeni finančni instrumenti), sklenjenih tako za lasten kot za tuj račun.
4. Izpostavljenosti nastale zaradi upravljanja in obvladovanja tveganj v zvezi z zgoraj naštetimi postavkami.
5. Druge izpostavljenosti (zlasti pa provizije, kritja iz trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, obresti in dividende).

Če za finančni instrument obstaja uradni enotni tečaj borze, se ta vrednoti po enotnem tečaju, sicer se kot tržna cena upošteva cena zapiranja izpostavljenosti; kratke (prodajne) izpostavljenosti se vrednotijo po zadnji ponujeni prodajni ceni, dolge (imetniške, nakupne) izpostavljenosti pa po zadnji ponujeni nakupni ceni. Če tržna cena ne obstaja, mora borzno posredniška družba vrednotiti postavko v skladu z računovodskimi standardi.

Neto izpostavljenost se ugotavlja za vsak posamezni finančni instrument, ki se vključuje v postavke trgovanja, tako da se izračuna razlika med dolgimi (nakupnimi, imetniškimi) in kratkimi (prodajnimi, dolgovanimi) izpostavljenostmi trgovanju v istem finančnem instrumentu.

4.3.4.1.1. Izvedeni finančni instrumenti v postavkah trgovanja

Izvedeni finančni instrumenti z *obvezno izpolnitvijo za obe stranki* po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev so:

- terminske pogodbe,
- zamenjave,
- druge podobne zaveze k izpolnitvi v prihodnosti.

Izvedeni finančni instrumenti se razstavijo na izpostavljenosti v osnovnih finančnih instrumentih:

1. Pri terminski prodaji na dolgo (imetniško) izpostavljenost v netveganem brezkuponskem dolžniškem finančnem instrumentu z zapadlostjo enako zapadlosti terminske pogodbe in nominalno vrednostjo terminske pogodbe ter na kratko (prodajno) izpostavljenostjo v finančnem instrumentu, na katerega se nanaša terminska pogodba. Ustrezna izpostavljenost v netveganem brezkuponskem dolžniškem finančnem instrumentu se vključuje v izračun kapitalskih zahtev za splošna tveganja pri dolžniških finančnih instrumentih. Za izpostavljenost v netveganem brezkuponskem dolžniškem finančnem instrumentu ni treba izračunavati kapitalskih zahtev za posamezna tveganja pri dolžniških finančnih instrumentih oziroma se jih uvrsti v skupino z utežjo 0%.
2. Pri terminskem nakupu na kratko (prodajno) izpostavljenost v netveganem brezkuponskem dolžniškem finančnem instrumentu z zapadlostjo enako zapadlosti terminske pogodbe in nominalno vrednostjo v višini terminske pogodbe ter na dolgo (imetniško) izpostavljenost v finančnem instrumentu, na katerega se nanaša terminska pogodba.

3. Zamenjave in podobni izvedeni finančni instrumenti se obravnavajo kot dolga (imetniška izpostavljenost) v pridobljenem finančnem instrumentu z zapadlostjo zamenjave in kratko (prodajno) izpostavljenost v izročnem finančnem instrumentu z zapadlostjo zamenjave. Namesto zapadlosti zamenjave se lahko smiselno uporablja trenutek naslednjega spreminjanja obrestne mere za pridobljeni dolžniški finančni instrument.

Če se izvedeni finančni instrument nanaša na delniški indeks, se indeks obravnava kot poseben finančni instrument in se ne razstavi na posamezne delnice, ki ga sestavljajo.

Izvedeni finančni instrumenti z *obvezo izpolnitve le za izdajatelja* so:

- opcije,
- nakupni boni,
- zamenljivi vrednostni papirji.

Izdaja ali nakup izvedenega finančnega instrumenta pomenita izpostavljenost, za katero je potrebno zagotoviti ustrezen kapital. Opcije za izdajatelja in kupca pomenijo izpostavljenost v osnovnem instrumentu v količini, na katero se nanaša opcija, ovrednoteni po tržni ceni in pomnoženi z delto opcije. Delta pomeni pričakovano spremembo cene opcije zaradi majhne spremembe cene osnovnega finančnega instrumenta, na katerega se nanaša opcija. Za delto se uporablja uradni kazalec, ki ga izračunava borza, na kateri se trguje z opcijami. Za izdano (nakupno ali prodajno opcijo) se v primeru, ko ni ustrezne delte ali če tako narekuje načelo previdnosti, zahteva kapital, ki ni manjši od tržne vrednosti opcije. Za kupljeno (nakupno ali prodajno) opcijo se v primeru, ko ni uradnih dnevnih kazalcev delte ali če tako zahteva načelo previdnosti, upošteva kapitalna zahteva, kot če bi šlo za nakup ali prodajo instrumenta, na katerega se nanaša opcija. Če je za borzno posredniško hišo ugodneje, lahko za kupljene opcije oblikuje kapitalno zahtevo v višini tržne vrednosti opcije. Za nakupne bone se smiselno uporabljajo pravila, ki veljajo za opcije.

Zamenljivi vrednostni papirji se obravnavajo kot obstoječ vrednostni papir (navadno obveznica). Zamenljivi vrednostni papir se mora obravnavati kot bolj tvegan izmed možnih (navadno delnica), če je do prvega datuma, ko je možna sprememba v bolj tvegan instrument, manj kot tri mesece, trenutna tržna cena manj tveganega instrumenta pa je manj kot 10% nad vrednostjo ustrezne količine bolj tveganega instrumenta, ki ga je možno pridobiti z izvršitvijo zamenjave.

4.3.4.1.2. *Posebna in splošna tveganja spremembe cen finančnih instrumentov*

Za vse finančne instrumente, ki so vključeni v trgovanje, je po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev potrebno izračunati kapitalne zahteve za posebna in splošna tveganja spremembe cen finančnih instrumentov.

4.3.4.1.3. *Posebna in splošna tveganja, povezana z dolžniškimi finančnimi instrumenti*

Kapitalne zahteve za dolžniške finančne instrumente (obveznice, finančni instrumenti denarnega trga, izvedeni finančni instrumenti, ki se nanašajo na obrestno mero oziroma na druge dolžniške finančne instrumente) so vsota zahtev za posebna tveganja, povezana z

izdajateljem dolžniškega finančnega instrumenta in za splošna tveganja, povezana s splošno ravniyo obrestnih mer.

Kapitalske zahteve za *posebna tveganja* so vsota vseh neto izpostavljenosti v dolžniških finančnih instrumentih, pomnoženih z ustreznimi utežmi.¹⁵ Kapitalske zahteve za dolge (imetniške) in kratke (prodajne) neto izpostavljenosti se pri tem seštevajo v absolutni vrednosti. Izpostavljenost v dolžniških finančnih instrumentih, ki jih je borzno posredniška družba sama izdala, se ne upošteva pri izračunu kapitalskih zahtev. Za izračun kapitalskih zahtev se neto izpostavljenosti v posameznih dolžniških finančnih instrumentih množijo z ustrežno utežjo, ki odraža tveganje, povezano z izdajateljem.

Kapitalske zahteve za *splošna tveganja* za dolžniške finančne instrumente se izračunavajo na podlagi zapadlosti in nominalne obrestne mere.

Za določitev posebnega obrestnega tveganja v zvezi z dolžniškimi instrumenti in na njih temelječimi izvedenimi instrumenti, če povzamemo povedano, je treba vse neto pozicije v teh instrumentih razporediti v ustrezne kategorije tveganja glede na kvaliteto izdajatelja in preostalo zapadlost instrumentov. Posamezne kategorije so opredeljene z utežmi tveganja, ki so podlaga za določitev kapitalskih zahtev.

Splošno obrestno tveganje pa je mogoče izračunati ob uporabi dveh različnih pristopov: prvi temelji na zapadlosti dolžniških instrumentov, drugi pa upošteva povprečni čas vezave oz. trajanje dolžniških instrumentov.

15

- Skupina brez posebnih tveganj (utež 0%):
 - vsi dolžniški finančni instrumenti, ki sta jih izdali Banka Slovenije ali Republika Slovenija,
 - centralna banka ali vlada države polnopravne članice EEA oziroma primerljive članice OECD, Svetovna banka ali Mednarodni denarni sklad,
 - oziroma so zavarovani z nepreklicno brezpogojno garancijo na prvi poziv, izdano s strani Banke Slovenije ali Republike Slovenije, centralne banke ali vlade države polnopravne članice EEA oziroma primerljive članice OECD, Svetovne banke ali Mednarodnega denarnega sklada, ne glede na ročnost.
- Skupina z nižjim tveganjem:
 - dolžniški finančni instrumenti z dospelostjo do 6 mesecev (utež 0,25%):
 - izdani s strani ali zavarovane z nepreklicno brezpogojno garancijo na prvi poziv centralnih bank ali vlad drugih držav, multilateralnih razvojnih bank, bank iz držav polnopravnih članic EEA oziroma primerljivih članic OECD,
 - dolžniški finančni instrumenti, izdani s strani lokalnih skupnosti držav EEA, če se v skupino z nižjim tveganjem uvrščajo tudi v državi lokalne skupnosti,
 - dolžniški finančni instrumenti zavarovani z drugimi garancijami Banke Slovenije ali Republike Slovenije, centralne banke ali vlade države polnopravne članice EEA oziroma primerljive članice OECD,
 - drugi dolžniški finančni instrumenti, s tako dospelostjo, če ima izdajatelj najvišjo bonitetno oceno s strani dveh mednarodnih ocenjevalnih agencij,
 - dolžniški finančni instrumenti z dospelostjo od 6 do 24 mesecev izdani pod enakimi pogoji, kot zgoraj naštetih dolžniški finančni instrumenti z dospelostjo do 6 mesecev se v izračun kapitalske ustreznosti vključijo z upoštevanjem višje uteži (1%), saj so zaradi daljše dospelosti bolj tvegani,
 - še višjo utež (1,6%) pa uporabimo za opisane dolžniške finančne instrumente z dospelostjo nad 24 mesecev.
- Skupina z najvišjim tveganjem:
 - za dolžniške finančne instrumente ostalih izdajateljev se uporablja utež 8%.

Tabela 8: Uvrstitev dolžniškega instrumenta v skupino in razred glede na zapadlost in nominalno obrestno mero

Skupina	Čas do zapadlosti		Utež (%)
	dolžniškega instrumenta (v mesecih oz.letih) in nominalna obrestna mera \geq 3%	dolžniškega instrumenta (v mesecih oz.letih) in nominalna obrestna mera $<$ 3%	
1	\leq 1 mesec	\leq 1 mesec	0,00
1	$>1\leq$ 3 mesece	$>1\leq$ 3 mesece	0,20
1	$>3\leq$ 6 mesece	$>3\leq$ 6 mesece	0,40
1	$>6\leq$ 12 mesece	$>6\leq$ 12 mesece	0,70
2	$>1\leq$ 2 leti	$>1\leq$ 1,9 let	1,25
2	$>2\leq$ 3 let	$>1,9\leq$ 2,8 let	1,75
2	$>3\leq$ 4 let	$>2,8\leq$ 3,6 let	2,25
3	$>4\leq$ 5 let	$>3,6\leq$ 4,3 let	2,75
3	$>5\leq$ 7 let	$>4,3\leq$ 5,7 let	3,25
3	$>7\leq$ 10 let	$>5,7\leq$ 7,3 let	3,75
3	$>10\leq$ 15 let	$>7,3\leq$ 9,3 let	4,50
3	$>15\leq$ 20 let	$>9,3\leq$ 10,6 let	5,25
3	>20	$>10,6\leq$ 12,0 let	6,00
3		$>12,0\leq$ 20,0 let	8,00
3		>20	12,50

Vir: Url. RS 6/2000, str. 644

4.3.4.1.4. Posebna in splošna tveganja za lastniške finančne instrumente

Med lastniške instrumente štejemo delnice, potrdila o lastništvu delnic in izvedene instrumente, ki se nanašajo na delnice ali indekse delnic.

Kapitalske zahteve za lastniške finančne instrumente so vsota zahtev za posebna tveganja, povezana s posameznim izdajateljem lastniškega finančnega instrumenta, in za splošna tveganja, povezana s stanjem na kapitalskem trgu. Za izvedene finančne instrumente, katerih osnova so lastniški finančni instrumenti, je potrebno poleg zgoraj omenjene kapitalske zahteve, upoštevati še kapitalske zahteve za obrestno tveganje.

Kapitalska zahteva za *posebna tveganja* znaša 4% od skupne bruto izpostavljenosti. Borzno posredniška družba izračuna skupno bruto in neto izpostavljenost tako, da sešteje neto dolge (imetniške) izpostavljenosti in neto kratke (prodajne) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih, in sicer v njihovi absolutni vrednosti ne glede na predznak. Seštevek absolutnih vrednosti neto izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih je skupna bruto izpostavljenost borzno posredniške družbe.

Borzno posredniška družba mora odšteti neto kratke (prodajne) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih od neto dolgih (imetniških) izpostavljenosti v vseh lastniških finančnih instrumentih. Absolutna vrednost tako dobljene razlike je skupna neto izpostavljenost borzno posredniške družbe.

Kapitalska zahteva za *splošna tveganja* znaša 8% od skupne neto izpostavljenosti izračunane, kot sem opisala.

Za izvedene finančne instrumente, katerih osnova so lastniški finančni instrumenti, se posebna in splošna tveganja izračunavajo enako kot za lastniške finančne instrumente.

Kapitalsko zahtevo za obrestna tveganja pa borzno posredniška družba ugotavlja tako, da pomnoži tržno vrednost lastniškega finančnega instrumenta, na katerega se nanaša izvedeni finančni instrument, z utežjo glede na preostali čas, ki še manjka do zapadlosti izvedenega

finančnega instrumenta. Kapitalske zahteve se seštevajo v absolutni vrednosti. Uteži glede na preostali čas do zapadlosti so navedene v tabeli 9.

Tabela 9: Uteži, za izračun obrestnega tveganja za izvedene finančne instrumente s katerimi se pomnoži tržna vrednost lastniškega instrumenta, na katerega se nanaša izvedeni finančni instrument, glede na preostali čas do zapadlosti

Zapadlost	Utež (v%)
do 3 mesece	0,20
do 6 mesecev	0,40
do 12 mesecev	0,70
do 2 let	1,25
do 3 let	1,75
do 4 let	2,25
do 5 let	2,75
nad 5 let	3,75

Vir: *Url. RS 2000/6, str. 645*

4.3.4.1.5. Primer izračuna kapitalskih zahtev za trgovanje

Tabela 10: Kapitalske zahteve za trgovanje, posebna in splošna tveganja pri lastniških instrumentih

Postavka	Dolge (imetniške) pozicije (v 1000 SIT)	Kratke (prodajne) pozicije (v 1000 SIT)	Neto pozicija (v 1000 SIT)	Bruto pozicija (v 1000 SIT)	Kapitalska zahteva za posebna tveganja (v 1000 SIT)	Kapitalska zahteva za splošna tveganja (v 1000 SIT)
1	2	3	4=2-3	5=2+3	6=5*4%	7=4*8%
Posebna tveganja pri lastniških instrumentih	0	0	0	0		
Splošna tveganja pri lastniških instrumentih	0	0	0	0		
Delnice	721.328	0				
Indeksi	0	0				
Lastniški instrumenti iz trgovanja skupaj	721.328	0	721.328	721.328	28.853	57.706
Prve in nadaljnje javne prodaje	0	0	0	0		
Skupaj kapitalske zahteve za posebna tveganja	721.328	0			28.853	
Skupaj kapitalske zahteve za splošna tveganja	721.328	0				57.706

Vir: *Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni*

Iz tabele 10 je razvidno, da je imela Ilirika borzno posredniška hiša d.d. v mesecu februarju 2001 v lastniške instrumente naloženih za 721,3 mio tolarjev sredstev. Na podlagi tega je izračunala kapitalsko zahtevo za posebna tveganja v višini 4% od skupne bruto izpostavljenosti, kar znese 28,8 mio tolarjev, in kapitalsko zahtevo za splošna tveganja v višini 8% od skupne neto izpostavljenosti, v višini 57,7 mio tolarjev.

Prvih in nadaljnjih javnih prodaj borzno posredniška družba v tem mesecu ni izvajala.

4.3.4.2. Kapitalska ustreznost za opravljanje storitev odkupa vrednostnih papirjev zaradi izvedbe javne prodaje

Izpostavljenost nastane v primeru, ko se je borzno posredniška družba zavezala odkupiti finančni instrument, ki je predmet prve ali nadaljnje prodaje, ne glede na vrsto finančnega instrumenta.

Borzno posredniška družba izračunava neto izpostavljenost v tem primeru tako, da od svoje obveznosti odšteje tisti del izpostavljenosti, ki jo je že prenesla na tretje osebe, ki so finančne instrumente odkupile ali so se zavezale k odkupu finančnih instrumentov.

Tovrstna izpostavljenost se vključuje v izračun kapitalskih zahtev od dne, ko je borzno posredniška družba obveznost prevzela.

4.3.4.3. Tveganje izpolnitve nasprotne stranke

Borzno posredniška družba izračunava posebne kapitalske zahteve za vse svoje izpostavljenosti iz terjatev, ki so že zapadle v poravnavo, vendar jih dolžnik še ni izpolnil oziroma jih ni izpolnil v celoti (*tveganje zaradi zamude izpolnitve*).

V kapitalsko zahtevo za tveganje izpolnitve nasprotne stranke se vključujejo tako izpostavljenosti, ki izhajajo iz poslov borzno posredniške družbe za svoj račun, kot tudi izpostavljenosti iz poslov borzno posredniške družbe za tuj račun, pri čemer posel za tuj račun vključuje izpostavljenost tako pri nasprotni stranki v poslu, kakor tudi proti naročniku posla.

Borzno posredniška družba mora za izračun kapitalske zahteve za *tveganja zaradi zamude izpolnitve nasprotne stranke* izračunavati tečajne razlike oziroma razlike v ceni, ki so v njeno škodo in so nastopile v času zamude z izpolnitvijo. Tečajno razliko oziroma razliko v ceni mora borzno posredniška družba izračunati v primeru, ko je pri nakupu finančnega instrumenta razlika med trenutno tržno ceno in dogovorjeno pogodbeno ceno pozitivna oziroma ko je pri prodaji finančnega instrumenta razlika med trenutno tržno ceno in dogovorjeno pogodbeno ceno negativna. Tečajne razlike se za izračun kapitalske zahteve pomnožijo z ustreznimi utežmi glede na čas, ki je pretekel od dneva zapadlosti terjatve borzno posredniške družbe.

Tabela 11: Uteži za izračun kapitalske zahteve za tveganje zaradi zamude izpolnitve nasprotne stranke (glede na čas, ki je pretekel od dneva zapadlosti terjatve borzno posredniške družbe, pri naslednji zamudi)

Zamuda	Utež
pod 5 dni	0%
od 5 do 15 dni	8%
od 16 do 30 dni	50%
od 31 do 45 dni	75%
nad 45 dni	100%

Vir: *Url. RS 2000/6 str 646*

Borzno posredniška družba izračunava posebne kapitalske zahteve za tveganja iz poslov, v katerih je sama obveznost že izpolnila, nasprotna stranka pa še ne oziroma jo je izpolnila v manjši meri kakor borzno posredniška družba (*tveganje časovne neusklajenosti plačila in izročitve*).

Kapitalsko zahtevo za tveganje zaradi *časovne neusklajenosti plačila in izročitve* je treba izračunati v vseh primerih, ko v poslu s finančnim instrumentom plačilo in izročitev nista istočasna oziroma ne gre za plačilo proti izročitvi. Tak primer nastopi, če je borzno posredniška družba plačala finančni instrument, ki ji še ni bil izročen, ali pa je že izročila finančni instrument, ki ji še ni bil plačan.

Kapitalska zahteva za tveganje zaradi časovne neusklajenosti plačila in izročitve je 8% od tehtane vrednosti terjatev borzno posredniške družbe, ki se izračuna tako, da se vrednost terjatve pomnoži z ustrezno utežjo.¹⁶

Borzno posredniška družba mora izračunati kapitalske zahteve tudi za druga tveganja izpolnitve nasprotne stranke, tj. iz naslova terjatev za plačilo provizij, obresti, dividend, kritij za izvedene finančne instrumente z dnevnim obračunom in plačevanjem, nadomestil in podobnih postavk, kolikor niso bile odštete od kapitala ter se nanašajo na trgovanje.

Kapitalska ustreznost za tveganje izpolnitve nasprotne stranke se izračunava tudi za depozite, ki imajo lastnosti postavk trgovanja.

Borzno posredniška družba mora izračunavati kapital v višini 8% od vsote izpostavljenosti, pomnožene z ustrezno utežjo kreditnega tveganja.

4.3.4.4. Primer izračuna kapitalske zahteve za tveganje neusklajenosti plačila in izročitve

Iz tabele 12 je razvidno, da Ilirika borzno posredniška hiša d.d. v mesecu februarju 2001 izkazuje za 72,9 mio zapadlih, a še ne plačanih terjatev iz razreda z najvišjim kreditnim

¹⁶ Uteži kreditnega tveganja so naslednje:

Utež kreditnega tveganja 0%:

1. Bankovci, kovanci v domači in tuji valuti in plemenite kovine.
2. Terjatve do Banke Slovenije in terjatve, zavarovane z vrednostnimi papirji Banke Slovenije.
3. Terjatve do Republike Slovenije in terjatve, zavarovane z vrednostnimi papirji ali nepreklicno brezpogojno garancijo Republike Slovenije na prvi poziv.
4. Terjatve do centralnih bank in vlad držav EA in nekaterih z njimi primerljivih držav OECD in terjatve zavarovane z nepreklicno, brezpogojno garancijo na prvi poziv ali vrednostnimi papirji teh izdajateljev;
5. Terjatve do Evropske skupnosti sli terjatve, zavarovane z vrednostnimi papirji, katerih izdajatelj so vlade držav Evropske skupnosti.
6. Odbitne postavke od kapitala.

Stopnja kreditnega tveganja 20%:

1. Terjatve zavarovane z drugimi jamstvi Republike Slovenije.
2. Terjatve do Evropske investicijske banke in terjatve, zavarovane z nepreklicno, brezpogojno garancijo ali vrednostnimi papirji te banke.
3. Terjatve do multilateralnih razvojnih bank in terjatve, zavarovane nepreklicno, brezpogojno garancijo ali vrednostnimi papirji teh bank.
4. Terjatve do domačih bank, borzno posredniških družb, borz in klirinško depotnih družb in terjatve, zavarovane z jamstvi in vrednostnimi papirji teh oseb, razen naložb, ki se štejejo za kapital teh oseb. za domače banke se štejejo banke in hranilnice, ki so pridobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev, domače borzno posredniške družbe, borze in klirinško depotne družbe pa so tiste, ki so pridobile ustrezno dovoljenje agencije za trg vrednostnih papirjev.
5. Terjatve do prvovrstnih bank, borzno posredniških družb, borz in klirinško depotnih družb držav članic EEA ter nekaterih primerljivih držav OECD ter terjatve, zavarovane z jamstvi in vrednostnimi papirji teh oseb, razen naložb, ki se štejejo za kapital teh oseb. borzno posredniška družba mora prvovrstnost preveriti in izkazati z dokumentom o najvišji bonitetni oceni dveh mednarodnih ocenjevalnih agencij.
6. Tratkoročne terjatve do drugih bank, borzno posredniških družb, borz in klirinško depotnih družb držav članic EEA ter nekaterih primerljivih držav OECD, razen podrejenih terjatev, in kratkoročne terjatve, zavarovane z jamstvi ali vrednostnimi papirji teh oseb, razen naložb, ki se štejejo za kapital teh oseb.
7. Postavke za denar na poti.

Utež kreditnega tveganja 50%:

1. Terjatve do rezidentov, v celoti zavarovane z zastavo premoženja.
2. Terjatve, za katere je bil prejet predujem, do višine predujema.

Utež kreditnega tveganja 100%:

1. Vse terjatve, ki so podrejene ostalim obveznostim dolžnika oziroma nasprotne strani.
2. Vse zapadle in neplačane terjatve, ne glede na nasprotno stranko.
3. Vse druge terjatve in druga bilančna aktiva.

tveganjem 100%, kjer mora borzno posredniška družba izračunavati kapitalsko zahtevo v višini 8% od vsote izpostavljenosti. Kapitalska zahteva za trgovanje zaradi tveganja neuskklajenosti plačila in izročitve tako v mesecu februarju 2001 znaša 5,8 mio tolarjev.

Tabela 12: Kapitalske zahteve za trgovanje - tveganje neuskklajenosti plačila in izročitve

Postavka	Terjatve (v 1000 SIT)	Utež (v %)	Kapitalska zahteva za trgovanje - tveganje neuskklajenosti plačila in izročitve (v 1000 SIT)
Terjatve do BS oz. zavarovane z v.p. BS	0	0%	
Terjatve do RS oz. zavarovane z v.p. ali garancijo RS	4119	0%	0
Ter.do centr.bank in vlad EEA in delno OECD oz. zav.z v.p. ali gar.teh oseb	0	0%	
Terjatve do Evropskih Skupnosti oz. zavarovane z v.p. ali garancijo ES	0	0%	
Terjatve do MDS in Svetovne banke oz. zav. z v.p. ali garancijo teh oseb	0	0%	
Odbitne postavke od kapitala	76.136	0%	0
Terjatve zav z drugimi jamstvi RS	0	20%	
Terjatve do Evropske investicijske banke oz. zav.z v.p. ali garancijo EIB	0	20%	
Terjatve do multilat. razvojnih bank oz. zav. z v.p.ali garancijo the bank	0	20%	
Terjatve do domačih finančnih institucij oz.zav.z v.p.ali gar.teh institucij	0	20%	
Terjatve do prvovrstnih fin.inst.EEA oz.delno OECD oz.zav.z v.p.ali gar.teh inst.	0	20%	
Kratkor.terj.do drugih fin.inst.EEA oz.delno OECD oz.zav.z v.p.ali gar.teh oseb	0	20%	
Denar na poti	0	20%	
Terjatve do rezidentov, v celoti zav.z zastavo premoženja	0	50%	
Terjatve, zavarovane s predujmi, do višine predujma	0	50%	0
Vse podrejene terjatve	0	100%	
Vse zapadle, neplačane terjatve	72.921	100%	5.834
Ostale terjatve	0	100%	
Kapitalske zahteve zaradi neuskklajenosti plačila in izročitve			5.834

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

4.3.4.5. Kapitalske zahteve za valutno tveganje

Kapitalska zahteva za valutno tveganje znaša 8% skupne neto izpostavljenosti valutnemu tveganju. Borzno posredniškim družbam, katerih skupna neto izpostavljenost ne dosega 2% kapitala, ni treba zagotavljati dodatnega kapitala za izpostavljenost valutnemu tveganju.

Neto izpostavljenost v tuji valuti se ugotavlja iz razlik med aktivnimi in pasivnimi postavkami, izraženimi v tuji valuti. Za aktivne in pasivne postavke, izražene v tuji valuti, se štejejo vse bilančne in zunajbilančne postavke, ki se glasijo na tujo valuto, vključno s postavkami, izraženimi v tolarjih z valutno klavzulo.

Neto izpostavljenost v posamezni tuji valuti predstavlja vsoto:

- neto promptnih izpostavljenosti, ki so razlika med vsemi aktivnimi postavkami in pasivnimi postavkami bilance stanja,
- neto terminskih izpostavljenosti, ki so razlika med vsemi predvidenimi terjatvami oziroma prejetimi plačili ter vsemi predvidenimi obveznostmi oziroma plačili po terminskih valutnih transakcijah v posamezni valuti, vključno z nominalnimi zneski terminskih poslov s tolarško neto poravnavo,
- nepreklicnih garancij in drugih podobnih instrumentov v posamezni valuti, ki bodo verjetno vnovčeni,
- tržne vrednosti opcij v posamezni valuti.

Ugotovljene razlike med aktivnimi in pasivnimi postavkami po posameznih tujih valutah, to je neto izpostavljenosti v vseh valutah, se preračunajo v tolarje.¹⁷ Nato se seštejejo ločeno vse neto kratke (prodajne) in vse neto dolge (imetniške) izpostavljenosti, tako da se ugotovi posebej vsota vseh neto kratkih in posebej vsota vseh neto dolgih izpostavljenosti.

¹⁷ Po srednjem tečaju Banke Slovenije

Večja izmed obeh neto izpostavljenosti, predstavlja skupno neto izpostavljenost borzno posredniške družbe.

4.3.4.5.1. Primer izračuna kapitalskih zahtev za valutno tveganje

Tabela 13: Izračun kapitalske zahteve za valutno tveganje Ilirike borzno posredniške družbe po stanju konec februarja 2001 v hrvaških kunah

Postavka	Dolga (imetniška) pozicija (v 1000 HRK)	Kratka (prodajna) pozicija (v 1000 HRK)	Neto pozicija (v 1000 HRK)	Srednji tečaj BS (SIT/HRK)	Neto dolga (imetniška) pozicija (v 1000 SIT)	Neto kratka (prodajna) pozicija (v 1000 SIT)	Kapitalska zahteva za valutno izpostavljenost (v 1000 SIT)
1	2	3	4=2-3	5	6=5*4>0	7=5*4<0	če 6>7 potem 8 = 6 * 8% če je 6<7 potem 8 = 7 * 8%
Promptna izpostavljenost	814	0	814				
Terminska izpostavljenost	0	0					
Izpostavljenost v garancijah ipd.	0	0					
Tržna vrednost opcij	0	0					
Neto izpostavljenost v valuti	0	0	814	27,7488	22.588	0	
Skupaj	814	0	814		22.588	0	1807

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Tabela 14: Izračun kapitalske zahteve za valutno tveganje Ilirike borzno posredniške družbe po stanju konec februarja 2001 v nemških markah

Postavka	Dolga (imetniška) pozicija (v 1000 DEM)	Kratka (prodajna) pozicija (v 1000 DEM)	Neto pozicija (v 1000 DEM)	Srednji tečaj BS (SIT/DEM)	Neto dolga (imetniška) pozicija (v 1000 SIT)	Neto kratka (prodajna) pozicija (v 1000 SIT)	Kapitalska zahteva za valutno izpostavljenost (v 1000 SIT)
1	2	3	4=2-3	5	6=5*4>0	7=5*4<0	če 6>7 potem 8 = 6 * 8% če je 6<7 potem 8 = 7 * 8%
Promptna izpostavljenost	200	0	200				
Terminska izpostavljenost	0	0					
Izpostavljenost v garancijah ipd.	0	0					
Tržna vrednost opcij	0	0					
Skupaj neto izpostavljenost v valuti	0	0	200	109,43	21.886	0	
Skupaj	200	0	200		21.886	0	1751

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Ker valutna izpostavljenost Ilirike borzno posredniške družbe ni dosegala 2% kapitala, ki je po stanju konec meseca februarja znašal 377 mio SIT, borzno posredniški družbi ni potrebno zagotavljati dodatnega kapitala za izpostavljenost valutnemu tveganju.

4.3.4.6. Kapitalske zahteve za storitve

Borzno posredniška družba vključuje v izračun kapitalskih zahtev za storitve vse svoje aktivne bilančne in zunajbilančne postavke, ki jih ni vključila v izračun kapitalskih zahtev za trgovanje in niso odbitna postavka za izračun kapitala. Te postavke mora pomnožiti z ustrezno utežjo kreditnega tveganja. Vsem postavkam, ki se ne uvrščajo med postavke trgovanja, pa se pripiše utež 100%.

4.3.4.6.1. Primer izračuna kapitalnih zahtev za storitve

Tabela 15: Izračun kapitalne zahteve za storitve Ilirike borzno posredniške hiše d.d. po stanju konec februarja 2001

Postavka 1	Čista knjigovodska vrednost (v 1000 SIT) 2	Ulež (v %) 3	Tehtana vrednost (v 1000 SIT) 4=2*3	Kapitalna zahteva (v 1000 SIT) 10=8%*4
Bankovci in kovanci v domači in drugih valutah, plemenite kovine	4.278	0%	0	0
Terjatve do BS oz. zavarovane z v.p. BS	0	0%	0	0
Terjatve do RS oz. zavarovane z v.p. ali garancijo RS	4.119	0%	0	0
Ter.do centr.bank in vlad EEA in delno OECD oz. zav.z v.p. ali gar.teh oseb	0	0%	0	0
Terjatve do Evropskih Skupnosti oz. zavarovane z v.p. ali garancijo ES	0	0%	0	0
Terjatve do MDS in Svetovne banke oz. zav. z v.p. ali garancijo teh oseb	0	0%	0	0
Izdane garancije, pokrite z gar.ali v.p.RS in drugih oseb iz postavk 153 do 157	0	0%	0	0
Brezpogojno preključne garancije	0	0%	0	0
Premoženje na računih vrednostnih papirjev strank pri KDD	0	0%	0	0
Odbitne postavke od kapitala	76.136	0%	0	0
Terjatve zav z drugimi jamstvi RS	0	20%	0	0
Terjatve do Evropske investicijske banke oz. zav.z v.p. ali garancijo EIB	0	20%	0	0
Terjatve do multilat. razvojnih bank oz. zav. z v.p.ali garancijo teh bank	0	20%	0	0
Terjatve do domačih bank oz.zav.z v.p.ali gar.teh bank	0	20%	0	0
Terjatve do prvovrstnih bank EEA oz.delno OECD oz.zav.z v.p.ali gar.teh bank	0	20%	0	0
Kratkor.terj.do drugih bank EEA oz.delno OECD oz.zav.z v.p.ali gar.teh bank	0	20%	0	0
Denar na poti	0	20%	0	0
Terjatve do rezidentov, v celoti zav.z zastavo premoženja	0	50%	0	0
Terjatve, zavarovane s predujmi, do višine predujma	0	50%	0	0
Neizkoriščeni brezpogojno preključni okvimi krediti	100.000	50%	50.000	4.000
Vse podrejene terjatve	0	100%	0	0
Vse zapadle, neplačane terjatve	0	100%	0	0
Ostale terjatve in druga bilančna aktiva	100.450	100%	100.450	8.036
Druge klasične zunajbilančne postavke	0	100%	0	0
Druge posebne zunajbilančne postavke	0	100%	0	0
Kapitalne zahteve z storitve				12.036

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Kapitalna zahteva za stroške, ki nastajajo pri opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, znaša 25% vseh rednih poslovnih stroškov preteklega poslovnega leta, kot jih je izkazovalo zadnje revidirano letno poročilo.

Tabela 16: Izračun kapitalne zahteve za tveganje pokrivanja stroškov Ilirike borzno posredniške hiše d.d. po stanju konec februarja 2001

Postavka 1	Čista knjigovodska vrednost (v 1000 SIT) 2	Kapitalna zahteva (v 1000 SIT) 3=8%*2
Redni poslovni stroški	361.936	
Redni poslovni stroški, izrazito povezani z obsegom poslovanja	100.627	
Redni poslovni stroški, zmanjšani za izrazito povezane z obsegom poslovanja	261.309	65.327
Kapitalna zahteva za stroške		65.327

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Iz tabele 16 je razvidno, da je Ilirika borzno posredniška hiša d.d. v preteklem letu, to je letu 2000, izkazovala za 361,9 mio tolarjev rednih poslovnih stroškov. Od tega jih je bilo za 100,6 mio tolarjev izrazito povezanih z obsegom poslovanja. Na znesek 261,3 mio tolarjev je borzno posredniška družba izračunala 0,25% kapitalne zahteve za stroške v višini 65,3 mio tolarjev.

4.3.5. PRIMER IZRAČUNA KAPITALSKE USTREZNOSTI BORZNO POSREDNIŠKE HIŠE

Vse zgoraj obravnavane kapitalske zahteve za posamezna tveganja borzno posredniška družba vnese v zbirno tabelo, v kateri jih sešteje in tako dobi vsoto kapitalskih zahtev, ki jo primerja z njenim kapitalom in zakonsko določenim minimalnim kapitalom. Primer takega izračuna je razviden iz tabele 17.

Tabela 17: Izračun kapitalske ustreznosti Ilirike borzno posredniške hiše d.d. po stanju konec februarja 2001 in primerjava na predhodno stanje konec januarja 2001

Postavka	Predhodno stanje (v 1000 SIT) 31.01.2001	Tekoče stanje (v 1000 SIT) 28.02.2001
2	4	5
Kapitalske zahteve za posebna tveganja pri dolžniških instrumentih	0	0
Kapitalske zahteve za splošna tveganja pri dolžniških instrumentih	0	0
Kapitalske zahteve za posebna tveganja pri lastniških instrumentih	29.930	28.853
Kapitalske zahteve za splošna tveganja pri lastniških instrumentih	59.860	57.706
Kapitalske zahteve za obrestno tveganje pri lastniških izvedenih instrumentih	0	0
Kapitalske zahteve za zamudo izpolnitve	0	0
Kapitalske zahteve zaradi neuskkljenosti plačila in izročitve	13.825	5.834
Kapitalske zahteve za valutno tveganje	0	0
Kapitalske zahteve za storitve	14.968	12.036
Vsota kapitalskih zahtev	118.583	104.429
Kapital	397.027	377.726
Kapitalska zahteva za stroške	65.327	65.327
Zakonsko določeni minimalni kapital	150.000	150.000

Vir: Interni podatki Ilirike borzno posredniške hiše d.d., Ljubljana, lastni izračuni

Vsota vseh kapitalskih zahtev za Iliriko borzno posredniško hišo d.d. je v mesecu februarju 2001 znašala 104,4 mio tolarjev, kar predstavlja 28% njenega celotnega kapitala. Kapitalska zahteva za stroške pa znaša še dodatnih 65,3 mio tolarjev. Skupaj torej 169,7 mio tolarjev, kar predstavlja 50% njenega kapitala izračunanega po sklepu o kapitalski ustreznosti. S tem borzno posredniška družba izpolnjuje zahtevo Zakona o trgu vrednostnih papirjev, po kateri mora biti kapital borzno posredniške družbe najmanj enak vsoti kapitalskih zahtev.

Iz tabele 16 je razvidno, da bi proučevana borzno posredniška družba pri trenutnem obsegu in tveganosti dejavnosti lahko delovala na ravni, ki bi bila le malo višja od zakonsko določenega minimalnega kapitala in dosegala kapitalsko ustreznost.

Ker pa načrtuje širjenje obsega dejavnosti tako v državi kot tudi transakcij s tujino, se je sama odločila zagotoviti primerno visok kapital, ki bo pokrival možna tveganja.

V Sloveniji se je, po uveljavitvi novega Zakona o trgu vrednostnih papirjev, večina borzno posredniških družb odločila ustrezno povečati kapital in na ta način izpolnjevati predpis o kapitalski ustreznosti.

Zaradi pomanjkanja kadrov in znanja, majhnega obsega poslov, slabe informacijske opremljenosti (vse to v primerjavi z bankami) se je takšna rešitev na prvi pogled zdela cenejša kot usmeritev v aktivno upravljanje s tveganji in delovanje na mejni stopnji kapitalske ustreznosti.

4.3.6. KRITIKA METODOLOGIJE IZRAČUNA KAPITALSKE USTREZNOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

Metodologija izračuna kapitalskih zahtev po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev je osnovana na preprostih mehaničnih predpisih in ne temelji na zapletenih modelih merjenja tveganj. V metodologiji so privzeti standardi za izračun kapitalске ustreznosti v višini najmanj 8% kapitala od tvegane aktive. V letih od sprejetja smernice o kapitalski ustreznosti, na podlagi katere je oblikovan tudi omenjeni zakon pa je na finančnih trgih prišlo do sprememb, katerih posledica je, da kazalec kapitalске ustreznosti izračunan v skladu s staro metodologijo, ni več dober pokazatelj resnične tveganosti in posledično relativne kapitalске moči.

Ker je v podzakonskem aktu, ki ureja področje poročanja borzno posredniških družb o kapitalski ustreznosti, metodologija¹⁸ na večih področjih nejasna in premalo konkretna, prihaja do tega, da borzno posredniške družbe v različne postavke, ki so del omenjenih poročil, vključujejo različne podatke, kar pomeni, da so poročila različnih borzno posredniških družb neprimerljiva. To pa seveda ni sprejemljivo za namene nadzora, kjer je ena od bistvenih zahtev, da se vsi subjekti, ki so podvrženi nadzoru, obravnavajo po enakih kriterijih.

4.3.7. PREDLOG IZBOLJŠAVE IZRAČUNA KAPITALSKE USTREZNOSTI BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE

Vse sodobne oblike kvantifikacije tveganja izvirajo iz metodologije za razpršitev premoženja naložb, ki jo je v svojih delih razvil ameriški ekonomist Harry Markowitz. Čeprav se je v financah vedno uporabljalo pravilo, da ne smeš nositi vseh jajc v eni košari, je bil Markowitz prvi, ki je to načelo spremenil v formalno metodo, ki jo je bilo mogoče operativno uporabljati. Izhajal je iz zamisli, da za oblikovanje optimalnega premoženja zadošča poznavanje pričakovanih donosov in standardnih odklonov donosov posameznih naložb ter korelacije med njimi.

Ena izmed novejših metod, ki se uporablja za merjenje številnih izpostavljenosti (valutne, obrestne, kreditne izpostavljenosti, za merjenje tveganj vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov), je metoda tvegane vrednosti (Value at Risk – VaR).

Srednji standardni odklon premoženja σ_p je mogoče izraziti tudi kot denarni znesek. Ta vrednost se lahko poimenuje nestanovitnost premoženja in izrazi s pomočjo formule:

$$\sigma_p = \sqrt{V^T C V} \quad (3)$$

kjer je C kovariančna matrika donosov, V pa vektor sestavljen iz zneskov posameznih naložb. Ti zneski se, kot naložbe v finančne instrumente, imenujejo *pozicije* (pozicije ugotavljamo posebej za posamezne vrste vrednostnih papirjev ali posamezne vrste finančnih aktiv ali oblik). Če gre za zneske, ki jih ima finančna institucija v svoji aktivi, so

¹⁸ Tu mislim na metodologijo, ki bi jasno in nedvoumno določila elemente posamezne postavke v poročilu. Najbolje bi bilo, da bi se naslonila na kontni plan za borzno posredniške družbe.

to *dolge pozicije*, če pa so to zneski, ki jih finančni posrednik dolguje in so torej v njegovi pasivi, gre za *kratke pozicije*. V nadaljevanju bomo privzeli, da so komponente vektorja pozicij V neto pozicije, ki so definirane kot razlike med dolgo in kratko pozicijo v enakem finančnem instrumentu (npr. valuti, delnici, terminski pogodbi...). Če je ta razlika 0, je pozicija *zaprta*, sicer je *odprta*. Tovrstna sprememba standardnega Markowitzevega modela je v literaturi znana pod imenom Blackov model (Markowitz, 1987, str.11). Ugotoviti velja, da ta sprememba modela pomeni prilagajanje logiki bančnega poslovanja.¹⁹ Velja namreč pravilo, da se tveganje lahko občutno zmanjša, če se na različnih straneh bilance stanja oblikujejo pozicije v finančnih instrumentih, ki imajo visoko korelacijo donosov (v idealnem primeru 1). Če pa sta poziciji na isti strani bilance stanja, velja že omenjeno pravilo, da so zaželeno čim manjše korelacije med donosi (v idealnem primeru -1). To postane bolj nazorno, če oblikujem eksplicitno obliko formule (3) s kovariančno matriko reda 2×2 :

$$\sigma_p = \sqrt{V_1^2 \sigma_1^2 + V_2^2 \sigma_2^2 + 2V_1 V_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}} \quad (4)$$

Za nekatere posebne primere veljajo naslednji zaključki:

- če velja $V_1 \sigma_1 = -V_2 \sigma_2$ in $\rho_{12} = 1$, potem velja $\sigma_p = 0$,
- če velja $V_1 \sigma_1 = V_2 \sigma_2$ in $\rho_{12} = -1$, potem velja $\sigma_p = 0$,
- če imata V_1 in V_2 enak predznak in velja $\rho_{12} = 1$, potem velja $\sigma_p = \sigma_1 V_1 + \sigma_2 V_2$,
- če imata V_1 in V_2 nasproten predznak in velja $\rho_{12} = -1$, potem velja $\sigma_p = \sigma_1 V_1 + \sigma_2 V_2$,
- če velja $\rho_{12} = 0$, $V_1 = V_2$ in $\sigma_1 = \sigma_2$, potem velja $\sigma_p = \sqrt{2} \sigma_1 V_1$.

Prva dva primera pomenita popolno odstranitev tveganja premoženja. Pomembno je, da sta produkta standardnih odklonov in pozicij enaka za prvi in drugi instrument, korelacija pa je enaka 1, če se instrumenta nahajata na nasprotnih straneh bilance stanja oziroma -1 , če sta na isti strani bilance stanja. To sta primera, kjer pride do popolne medsebojne zaščite pozicij (hedging). V splošnem velja, da je možnost zaščite obveznosti z ustrezno izbiro naložb bistvena značilnost finančnega posrednika, ki zaradi tega lahko posluje z razmeroma majhnim kapitalom. Take možnosti pa ni npr. pri zavarovalnicah, ki se zato morajo zanašati na visoke rezerve oziroma kapital. V primeru borzno posredniške družbe je, pri opravljanju storitev nakupov in prodaj vrednostnih papirjev za stranke, korelacija enaka ena in s tem odstranjeno tveganje, ko vrednostne papirje kupujemo in prodajamo strankam z enako boniteto. V primeru nakupov za lastno aktivo pa tveganje zmanjšamo tako, da kupujemo vrednostne papirje, katerih korelacija je čim manjša.

V tretjem in četrtem primeru se tveganja instrumentov na isti strani bilance stanja zaradi popolne korelacije seštevajo. Zadnji primer pokaže, da tudi ničelna korelacija precej zmanjša (z $2\sigma_1 V_1$ na $\sqrt{2}\sigma_1 V_1$) tveganje v primerjavi s primerom, ko obstaja polna korelacija med donosi instrumentov. Ta pojav postane še bolj izrazit s povečanjem števila nekoreliranih instrumentov na isti strani bilance stanja (v podobnem primeru s 100 instrumentov se tveganje zmanjša s $100\sigma_1 V_1$ na $10\sigma_1 V_1$). V splošnem v takih primerih velja t.i. pravilo kvadratnega korena.

Enačba (4) pove, da je tveganje premoženja funkcija dveh faktorjev:

- nestanovitnosti donosnosti vsakega sestavnega dela premoženja (σ_i in σ_j) in
- korelacij med donosnostmi sestavnih delov premoženja (ρ_{ij}).

¹⁹ Lastnost prenašam na borzno posredniško družbo.

Če spremembe cen različnih vrst premoženja, ki sestavljajo premoženje, niso med seboj v popolni korelaciji, se pojavi učinek razpršitve. V tem primeru je tveganje celotnega premoženja manjše od seštevka tveganj posameznih delov premoženja.

Ena izmed prednosti metode je, da izračun lahko prilagajamo različnim časovnim okvirom (to je času, v katerem lahko določeno pozicijo zapremo ali prodamo naložbo). Če namreč tveganje pozicij, ki so odprte preko noči, predstavlja normalno porazdelitev, je isto premoženje tudi v daljšem obdobju porazdeljen normalno. Standardni odklon te porazdelitve pa se določi kot zmnožek dnevnega standardnega odklona s kvadratnim korenom števila dni, na katerega se nanaša časovni okvir.

Najpomembnejše kritike se nanašajo na predpostavke metode (med drugim tudi to, da izhaja iz normalne porazdelitve). Izredna dogajanja so na finančnih trgih pogostejša kot to kaže normalna porazdelitev (Skubic, 1999, str. 97).

Opisane izpeljave omogočajo definirati t.i. *tvegano vrednost* ali VaR ('Value at Risk'). To je mera za maksimalno ocenjeno izgubo tržne vrednosti posamezne pozicije ali premoženja, ki se lahko zgodi s predpisano verjetnostjo v predpisanem časovnem okviru ali horizontu ('holding period'). Velja naslednja enačba:

$$VaR = \alpha \sqrt{V_t CV \sqrt{h}} \quad (5)$$

kjer je α koeficient, s katerim je podana stopnja značilnosti (npr. $\alpha=1.65$ za stopnjo značilnosti 90% in $\alpha=2.33$ za značilnost 99%), h pa je časovni okvir (horizont) naložbe. Če se kovariančna matrika računa na temelju časovnih vrst dnevnih podatkov, želimo pa določiti možno izgubo za celo leto vnaprej, se uporabi vrednost $h=252$ (to je povprečno število delovnih dni v enem letu). Če pa je kovariančna matrika izračunana na temelju časovnih vrst mesečnih podatkov, horizont pa je en dan, se mora uporabiti vrednost $h=1/21$.

Praktična uporaba tvegane vrednosti (Skubic, 1999, str. 99):

1. *Primerljivost tveganja.* Tvegana vrednost omogoča izračun največje možne izgube z uporabo enotnega postopka za različne vrste tveganj (tržna, kreditna, operativna...), za različne pozicije (tako se dobi možnost za primerjavo na primer obrestnega tveganja določenega termenskega posla in valutnega tveganja valutne zamenjave) in za različna premoženja. Poleg tega tveganje izraža v enotah, ki imajo pomen tudi za upravljavsko strukturo, to je v denarnih enotah. Zato je metoda dobra osnova za ugotavljanje tveganj na vseh ravneh institucije, omogoča vzpostaviti dialog o tveganjih.
2. *Poročanje različnim vodstvenim ravnam.* Tvegana vrednost se lahko uporablja pri seznanjanju vodilnega poslovodstva o tveganjih, ki jim je podjetje izpostavljeno pri trgovanju in investiranju. Hkrati je tvegana vrednost pomembna tudi za delničarje.
3. *Vpliv izpostavljenosti valutnim tveganjem na izračun kapitalske ustreznosti.* Ker je tvegana vrednost izračunana v denarnih enotah in naj bi pokazala večino izgub, ki jih lahko utрпи podjetje, jo lahko razlagamo tudi kot znesek kapitala, ki je potreben za pokrivanje izračunanih izgub. Opredelitev tvegane vrednosti je popolnoma skladna z vlogo, ki jo finančne institucije pripisujejo kapitalu: medtem, ko so rezervacije oblikovane za pokrivanje pričakovanih izgub v normalnih pogojih poslovanja, naj bi bil kapital namenjen pokrivanju potencialnih nepričakovanih izgub. Ker od finančnih institucij ni mogoče pričakovati, da bi imele toliko kapitala, da bi z njim 100 odstotno

pokrivale vse nepričakovane izgube, mora biti določena vsaj metoda izračuna potrebnega kapitala glede na izračunano tveganost premoženja.

4. *Merjenje tveganju prilagojene uspešnosti.* Izračunavanje tvegane vrednosti je poslovodstvu v finančnih institucijah v pomoč pri vodenju uspešnosti podjetja in njihovih strategij na osnovi tveganju prilagojene donosnosti. Tvegana vrednost se torej lahko opredeli kot minimalno potrebni kapital za pokrivanje nepričakovanih izgub tveganih poslov. Glede na to je smiselno, da to mero uporabljamo tudi pri vrednotenju relativne uspešnosti različnih dejavnosti z izračunavanjem donosnosti na kapital, kjer s kapitalom mislimo tvegani in ne računovodski kapital. Veliko metod za ugotavljanje tveganju prilagojene donosnosti (Risk-Adjusted Performance Measures) temelji na tvegani vrednosti. Pri tem pri vsaki poziciji ali transakciji donose prilagodijo za zneske prevzetega tveganja. Metode tveganju prilagojene donosnosti uporablja poslovodstvo za ugotavljanje relativne in absolutne uspešnosti. Znano je, da lahko da uporaba knjigovodskega kapitala za ugotavljanje relativne uspešnosti napačne in zavajajoče rezultate. Zato je postala tvegana vrednost, opredeljena kot ekonomski kapital, potreben za pokrivanje izgub tveganih transakcij, standard, ki pomaga poslovodstvu, da pričakovane donose prilagodi prevzetim tveganjem. Finančna institucija si tako lahko postavi za cilj določeno višino dobička, ki ga bo poskušala doseči ob čim manjšem tveganju ali pa bo določila višino tveganja, ki ga je pripravljena sprejeti in bo ob taki omejitvi tveganja poskušala doseči čim večji dobiček. To pomeni, da mora vodstvo potrditi vrsto omejitev za različna tveganja, in to tako, da določi največje dopustno zmanjšanje vrednosti premoženja ali dobička v določenem obdobju.
5. *Omejitve izpostavljenosti valutnim tveganjem.* Ko se določi maksimalno še sprejemljivo tvegano vrednost za celotno podjetje, se ta omejitev lahko porazdeli po posameznih organizacijskih delih podjetja, vključno s posameznimi trgovci. To je jasna smernica glede tega, koliko tveganj se lahko sprejme.

Bistvena prednost metode tvegane vrednosti je v njeni preprostosti. V eni sami številki namreč ocenjuje, koliko lahko podjetje izgubi zaradi izpostavljenosti različnim vrstam tveganja. Velikokrat pa se pri tem pozablja, da je tvegana vrednost le orodje, ki temelji na številnih, tudi nerealnih predpostavkah. Med slabostmi te metode velja omeniti naslednje:

1. *Omejitve za tveganja trgovanja.* Vodje skupin trgovcev so morali na operativni ravni uspešno nadzirati trgovanje (s pomočjo omejitev pozicij in omejitev občutljivosti) že veliko pred začetkom izračunavanja tvegane vrednosti. Če se upošteva še dokaj velike stroške izračunavanja tvegane vrednosti ter zamude pri izračunavanju zaradi zamud pri pridobivanju informacij, se bodo tudi v prihodnje vodje skupin trgovcev pri kontroli operativnih omejitev raje zanašali na stare, preproste metode merjenja tveganj. Zato nekateri avtorji trdijo, da je uporabna vrednost tvegane vrednosti predvsem v obliki mere tveganja oziroma ekonomskega kapitala, potrebnega za kritje tveganj, in ne toliko kot operativne omejitve, ki bi jo bilo potrebno nadzirati v času dnevnega trgovanja.
5. *Preprečevanje velikih izgub.* Prvič, nekateri avtorji razlagajo, da nobeno upravljanje s tveganji, niti tako, ki temelji na tvegani vrednosti, ne more preprečiti izgub, če imajo trgovci možnosti za skrivanje svojih dejanskih odprtih pozicij in izgub v dolgih časovnih obdobjih. Teh pozicij in njihove tveganosti ni mogoče meriti z nobenim sistemom tvegane vrednosti, saj v sistemu sploh niso bile ali pa niso bile pravilno zabeležene. Drugič, noben sistem tvegane vrednosti ne more sam po sebi ugotoviti oziroma opozoriti na to, da določen model vrednotenja vsebuje napake in netočnosti.
6. *Izračun temelji na zgodovinskih nestanovitnostih in kovariancah.* Zato običajno njegov izračun ne vključuje možnosti izrednih dogodkov na različnih trgih in tako ne omogoča preprečiti velikih izgub iz tega naslova.

Če povzamem povedano, lahko rečem, da do vzpodbud za uporabo tvegane vrednosti pri poslovnem odločanju pride po dveh poteh:

- organizacija mora na kapital gledati kot na redek faktor, ki mora biti zadostno in pravilno izkoriščen,
- organizacija mora ugotoviti, katere izmed možnih aktivnosti lahko izbere glede na kapital, s katerim razpolaga.

V delu sem poskušala analizirati različne vidike merjenja tveganja in zagotavljanja ustrezne višine kapitala. Ugotovila sem, da so možnosti za aktivno upravljanje s tveganji v naših razmerah še dokaj omejene. Modelu za merjenje tvegane vrednosti s katerim sem ilustrirala postopke za merjenje tveganj, je mogoče upravičeno oporekati uporabnost. Dejansko je zelo težko poskusiti vgraditi kvalitativne lastnosti slučajnega in kaotičnega okolja, v katerem se meri finančno tveganje v model, ki bi bil neoporečen v kvantitativnem in statističnem smislu. Namen tega dela je bolj skromen: opozoriti na možnosti, ki jih pri analizi tveganj nudijo tudi razmeroma preproste statistične metode. To je okvir, ki omogoča uporabo nekaterih prijemov za aktivno upravljanje s tveganji, ki gredo dlje od preprostega zapiranja odprtih pozicij tržno občutljivih finančnih instrumentov. Spopasti se moramo s problemi tako na področju podatkov kot tudi metodologije. Temu bi lahko dodala, da so koristi lahko neposredne kot tudi posredne. Neposredne koristi temeljijo na dejstvu, da uporaba statističnih in matematičnih modelov, navkljub vsemu, včasih zagotavlja bolj natančno podobo tveganj, kot to velja za alternativne pristope. Posredna korist pa se lahko najde v obsežnih bazah podatkov, ki so nujni sestavni del in hkrati tudi stranski rezultat vsakega resnejšega poskusa merjenja tveganj.

4.3.8. VPLIV UPORABE MODELOV TVEGANE VREDNOSTI NA NADZOR BORZNO POSREDNIŠKIH DRUŽB

Povečanje uporabe in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti je pripeljalo do tega, da so borzno posredniške družbe vedno težje merile, spremljale in upravljale s tveganji povezanimi s trgovanjem s temi instrumenti na osnovi enostavnih metod. Trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti namreč povzroča dodatna tveganja, ki jih ne najdemo pri trgovanju z osnovnimi instrumenti. Posledično so borzno posredniške družbe pričele z uporabo bolj zapletenih statističnih pristopov temelječih na načelu razpršitve premoženja, ki so pripeljali do uporabe modelov tvegane vrednosti modelov. Ti modeli so se nato pričeli uporabljati kot mehanizem za izboljšanje notranjih kontrol v borzno posredniških družbah in tudi kot osnova za izračunavanje kapitalskih zahtev za tržna tveganja.

Sčasoma se je uporaba teh modelov pričela seliti tudi na raven zakonodaje in s tem v uporabo nadzornih institucij. S širjenjem in razvojem uporabe modelov tvegane vrednosti pa se pojavljajo tudi zahteve, da se nadzorne institucije spoznajo z modeli in njihovimi rezultati.

4.3.8.1. Spreminjanje namena uporabe modelov

Razvoj modelov tvegane vrednosti je šel v smeri, da so jih borzno posredniške družbe razvijale za merjenje tržnih tveganj za lastne potrebe. Cilj borzno posredniških družb, ki take modele razvijajo, je izračunati čim nižji obseg potrebnega kapitala. V tem se skriva past, da bodo borzno posredniške družbe modele tvegane vrednosti razvijale na način, ki

bo omogočal izračun nižjega potrebnega obsega kapitala in ne izboljšanja upravljanja s tveganji. S tem se na nadzornike postavlja odgovornost, da bodo modeli, ki jih borzno posredniške družbe uporabljajo, res služili osnovnemu cilju, to je dobremu notranjemu upravljanju s tveganji in šele iz tega izhajajočim nižjim kapitalskim zahtevam.

Model tvegane vrednosti je statistična mera, ki je izračunana na podlagi preteklih opazovanj verjetnosti, da bosta dobiček ali izguba podjetja padli izven v naprej določenega območja. Je torej mera tega, kar naj bi se zgodilo v normalnih okoliščinah. Ne meri pa tega, kar naj bi se zgodilo kot posledica nenavadnega ali nepričakovanega dogodka. Tovrstni dogodki pa so navadno prav tisti, ki najbolj skrbijo nadzornike ter zakonodajalce in kjer je kapital tisto končno varovalo, ki bo ščitilo podjetje in širši finančni sistem. Zaradi tega lahko rečemo, da je v podjetju vedno potreben obseg kapitala nad izračunanim z modelom, ki bo služil kot varovalo. Kolikšen naj bi ta obseg bil, pa je prepuščeno oceni zakonodajalca. Baselski komite predpisuje trikratnik kapitala izračunanega z modelom tvegane vrednosti. Ker pa na področju še ni dovolj praktičnih izkušenj, bo čas pokazal, kakšen naj bi bil pravi obseg.

4.3.8.2. Lastni ali predpisani modeli

Vprašanje, ali priznati lastne modele tvegane vrednosti za izračunavanje kapitalskih zahtev, temelji na dveh preudarkih:

- ker ni enotnega modela, ki bi definiral tveganja, je vprašanje, ali dovoliti izračunavanje kapitalske zahteve na podlagi množice notranjih modelov ali predpisati enoten model, za uporabo v vseh borzno posredniških družbah,
- ali je za borzno posredniške družbe, ki že imajo dobro razvite lastne modele tvegane vrednosti, katerih uporabe verjetno ne bodo opustile, smiselno predpisati vzporedno izračunavanje po predpisanem modelu?

Vsekakor se bodo zakonodajalci verjetno vpletli s predpisovanjem nekaterih ključnih parametrov, ki bodo morali biti vključeni v model za izračun kapitalske ustreznosti.

Trenutno različne borzno posredniške družbe uporabljajo množico različnih tehnik in predpostavk pri izračunu modelov tvegane vrednosti za lastno upravljanje s tveganji. Spremenljivke, ki se med modeli razlikujejo, so:

- opazovano obdobje,
- interval zaupanja,
- minimalno obdobje držanja premoženja,
- sprejemljivost korelacije znotraj različnih vrst proizvodov, npr. različnih imetij in različnih trgov,
- sprejemljivost korelacije med tipi proizvodov, npr. obrestnimi merami.

V odsotnosti pravil uporabe različnih parametrov je mogoče, da je rezultat različnih modelov za isto premoženje zelo različno izračunana vrednost tvegane vrednosti. To seveda ni sprejemljivo za namene nadzora, kjer je ena bistvenih zahtev, da se vsi subjekti, ki so podvrženi nadzoru, obravnavajo po enakih kriterijih. Zato je za namen nadzora potrebno vsaj delno poenotenje modelov, ob jasno določeni stopnji odstopanja rezultatov posameznih modelov. V tem smislu je Baselski komite definiral določene ključne parametre, kot npr. interval zaupanja, obdobje opazovanja, minimalno obdobje držanja premoženja in sprejemljive križne korelacije.

Na podlagi povedanega lahko sklepam, da se bo nadaljevala pot k poenotenju modelov za namen nadzora, čeprav bodo borzno posredniške družbe tveganja vzporedno izračunavale tudi po lastnih modelih.

4.3.8.3. Nadzor uporabe modelov

V dokumentu *Posledice naraščajoče uporabe modelov tvegane vrednosti* s strani borzno posredniških družb za nadzornike trga vrednostnih papirjev (IOSCO, 1995), Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev proučuje probleme, s katerimi se srečujejo nadzorniki trga vrednostnih papirjev ob širši uporabi lastnih modelov za izračun kapitalskih zahtev.

Ob upoštevanju dejstev, da različna podjetja uporabljajo različne parametre in predpostavke za lastne modele, Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev ugotavlja, da je na tem področju potrebna določena standardizacija. Mednarodna organizacija za trg vrednostnih papirjev poleg tega nadzornike opozarja, naj bodo pozorni na metodologije modelov tvegane vrednosti pri določanju kapitalskih zahtev. Predlagajo, da se nadzorniki vključujejo v potrjevanje metodologij tvegane vrednosti v smislu ugotavljanja, ali so modeli integrirani v dnevno upravljanje s tveganji v podjetju. Prav tako naj bi nadzorniki posebno pozornost posvetili notranjim kontrolam v borzno posredniški družbi (IOSCO, 2000, str. 4).

4.4. STROŠKI POROČANJA NADZORNI INSTITUCIJI

Borzno posredniška družba je po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev dolžna, poleg ostalega, Agenciji za trg vrednostnih papirjev mesečno poročati tudi o kapitalski ustreznosti, likvidnosti in izpostavljenosti.

Stroški izpolnjevanja omenjenih poročil so poleg ustrezno usposobljene delovne sile, povezani predvsem z informatizacijo poslovanja. Za pridobivanje vseh potrebnih podatkov, si mora borzno posredniška družba organizirati obsežne baze podatkov, za kar pa potrebuje dobro in sodobno programsko in strojno računalniško opremo.

Ker se strojna oprema, ki se uporablja pri izdelavi poročil, uporablja tudi za drugo dejavnost borzno posredniške družbe in podatki zbirajo tudi za druge namene (npr. računovodstvo), je težko oceniti kakšen strošek za borzno posredniško družbo predstavlja izpolnjevanje omenjenih poročil.

Izračun postane še bolj zapleten, lahko bi rekla skoraj nemogoč, če v izračun vzamemo še koristi, ki jih ima borzno posredniška družba od poročanja (npr. zgodnje zdravljenje likvidnostnih težav, odkrivanje nepravilnosti v poslovanju ipd.).

4.5. STROŠKI NADZORA

Stroški nadzora se borzno posredniški družbi obračunavajo mesečno, glede na promet, ki ga je borzno posredniška hiša v preteklem letu ustvarila s posli preko borze. V promet se ne šteje promet s prvo prodajo vrednostnih papirjev. Promet s svežnji se v osnovo všteva s količnikom 0,2.

Ilirika borzno posredniška hiša d.d. je imela v letu 2000 na borzi za 18,6 mrd tolarjev prometa brez poslov s svežnji ter za 10,2 mrd tolarjev poslov s svežnji, s čimer se je uvrstila na tretje mesto po prometu med slovenskimi borznimi družbami. Osnova za nadomestilo za nadzor za to borzno posredniško družbo tako znaša 20,6 mrd tolarjev (18,6 mrd prometa + 10,2 mrd poslov s svežnji * 0,2) in je v letu 2001 mesečno Agenciji za trg vrednostnih papirjev plačevala 650 tisoč tolarjev nadomestila za nadzor.

Poleg tega borzno posredniška družba ob nadzoru s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev le tej plača kazen v skladu z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, če ne izpolnjuje katerega od določil zapisanih v tem zakonu. Kazni se gibljejo od 10 do 100 mio tolarjev, v primeru hujše kršitve pa lahko Agencija za trg vrednostnih papirjev borzno posredniški družbi celo odvzame dovoljenje za opravljanje storitev.

4.6. SPREMLJANJE IN OBVLADOVANJE TVEGANJ – PRIMER ILIRIKE BORZNO POSREDNIŠKE HIŠE D.D.

Spremljanje in pravočasno odkrivanje nekaterih tveganj v zvezi s poslovanjem Ilirike borzno posredniške hiše d.d. je zagotovljeno z rednim tedenskim poročilom upravi s strani vseh oddelkov borzno posredniške družbe ter z dnevno kontrolo nakupov in prodaj vrednostnih papirjev na ravni oddelkov borznega posredovanja, zaledne pisarne in računovodstva.

Pravočasno odkrivanje pomembnejših vrst tveganj in njihovo zmanjševanje zagotavlja tudi redno spremljanje gibanj kazalnikov kapitalске ustreznosti, izpostavljenosti in likvidnosti ter obravnavanje poročil s tem v zvezi in računovodskih izkazov Ilirike d.d. s strani uprave borzno posredniške družbe.

Tveganja, ki jih je uprava Ilirike d.d. označila za pomembnejša pri poslovanju borzno posredniške družbe, se obvladujejo z organizacijo notranjih kontrol v borzno posredniški družbi in na spodaj opisan način.

Pri borznem posredovanju za manjše stranke Ilirika borzno posredniška hiša d.d. zmanjšuje tveganje neplačila s strani stranke z zahtevo po plačilu avansa za nakup vrednostnih papirjev. Večje stranke, ki redno trgujejo z vrednostnimi papirji, Ilirika borzno posredniška hiša d.d. razvršča glede na njihovo boniteto in izkušnje v zvezi z rednostjo plačevanja ter jim glede na to v pogodbi določi dan za poravnavo (ki znaša od T + 0 do T + 2). Med večjimi strankami Ilirike borzno posredniške hiše d.d. je večina takih, katerih trgovanje z vrednostnimi papirji je redno in katerih poslovanje je Iliriki borzno posredniški hiši d.d. poznano. Zaradi zagotavljanja likvidnosti v zvezi z omenjenimi strankami je imela družba, pri slovenskih bankah po stanju na dan 31.12.2000 dogovorjenih za 350 mio SIT okvirnih kreditov. Večji nakupi strank morajo biti predhodno odobreni s strani vodje financ zaradi zagotavljanja zahtevane likvidnosti borzno posredniške družbe. V primeru pomembnejših financiranj stranke družba zahteva ustrezno zavarovanje plačila z zastavo vrednostnih papirjev ali z drugimi garancijami stranke. Ob začetku sodelovanja z novo pridobljeno stranko je v oceno bonitete stranke vključen analitik iz oddelka borznega posredovanja.

Z rednim sledenjem kazalnikov izpostavljenosti do izdajatelja vrednostnega papirja s strani računovodstva definiranih skupin in poročanjem upravi se preprečuje *prevelika izpostavljenost* do ene osebe in z njo povezanih oseb.

Uprava Ilirike borzno posredniške hiše d.d. skrbi, da je *kapital* borzno posredniške družbe vedno zadosti velik glede na storitve, ki jih opravlja (spremljanje poročil oddelka računovodstva). Navedeno bi prišlo v poštev predvsem pri opravljanju storitev gospodarjenja z vrednostnimi papirji, kjer bi Ilirika borzno posredniška hiša d.d. stranki jamčila minimalni donos ter v primeru opravljanja storitev organiziranja prve izdaje z obveznostjo odkupa, vendar zadevnih storitev družba v letu 2001 ni opravila za nobeno stranko, zaradi česar tudi ni oblikovala posebnih rezervacij za posle v zvezi z vrednostnimi papirji, v zvezi s katerimi družba stranki jamči donos pri upravljanju premoženja (oz. pri posojilih s fiksnim donosom). Ilirika borzno posredniška hiša d.d. je v septembru 2000 povečala tudi znesek osnovnega kapitala z namenom doseganja *zahtevane kapitalске ustreznosti*.

V zvezi s splošnimi tveganji sprememb cen vrednostnih papirjev računovodstvo pri izračunavanju kapitalске ustreznosti Ilirike borzno posredniške hiše d.d. upošteva ustrezne uteži za vrednostne papirje, terjatve in obveznosti v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji za lastni račun. Lastno premoženje se redno vrednoti po tržnih cenah in primerja s povprečnimi nabavnimi cenami, zavedenimi v zaledni pisarni. Oddelek borznega posredovanja redno obvešča upravo o gibanju cen delnic iz aktive Ilirike borzno posredniške hiše d.d. in drugih vrednostnih papirjev. Glavne odločitve za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev se sprejemajo na sestankih naložbene komisije na podlagi tehnične in temeljne analize vrednostnega papirja (analiza trgovanja z vrednostnim papirjem, izdajatelja, lastništva vrednostnega papirja, makroekonomske situacije, ocena tveganosti naložbe). V zvezi s posebnimi tveganji sprememb cen vrednostnih papirjev se oblikujejo pasivne časovne razmejitve.

Pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev na organiziranem trgu zaradi poravnave, ki jo zagotavlja Klirinško depotne družbe, tveganja neuskklajenosti plačila in izročitve praktično ni. Pri pomembnejših poslih za lastni račun, ki se sklepajo izven organiziranega trga, skuša Ilirika borzno posredniška hiša d.d. tveganje zamude izpolnitve nasprotne stranke odpraviti preko predhodnega preverjanja lastništva vrednostnih papirjev stranke v delniški knjigi izdajatelja oziroma s predhodnim deponiranjem naloga stranke za prenos vrednostnih papirjev pri notarju. Sicer je v zvezi s plačili pri čim večjem številu pogodb dogovorjeno, da se plačilo opravijo po preknjižbi delnic. Pri manjših strankah se izpolnitev ob kupoprodaji zagotavlja s hkratnim odpiranjem trgovalnega računa stranke in preknjižbo zadevnih vrednostnih papirjev na trgovalni račun stranke.

Pozicije Ilirike d.d. v *tuji valuti* predstavljajo zelo nizek delež njene bilančne vsote in kot take ne predstavljajo bistvenega tveganja za borzno družbo.

Zagotovitev povračila stroškov Ilirike borzno posredniške hiše d.d., nastalih v zvezi s poslovanjem stranke, se izvaja z odtegljajem stroškov ob nakazilu kupnine za vrednostne papirje oz. z zahtevo po takojšnjem povračilu stroškov ob odpiranju računa vrednostnih papirjev oz. v okviru predplačila za nakup vrednostnih papirjev.

5. RAZLIKE V NADZORU BANK IN BORZNO POSREDNIŠKIH DRUŽB

V poglavju bom na kratko in poenostavljeno pregledala razlike v zahtevah nadzora nad tveganji za borzno posredniške družbe in banke.

Pri raziskovanju problema kapitalske ustreznosti je potrebno razmišljati o razlikah med nadzorovanimi finančnimi institucijami. V tem kontekstu je potrebno poudariti, da med bankami in borzno posredniškimi družbami obstajajo velike operativne razlike, ki jih je potrebno upoštevati pri oblikovanju sistema predpisov. Tradicionalna naloga banke je pridobivanje dolgoročnih netržnih posojil, ki se navadno v bilanci držijo do njihove zapadlosti. Tradicionalna naloga banke je finančno posredništvo. Nasprotno pa borzno posredniške družbe navadno hitro menjajo sestavo aktive njihove bilance kot rezultat naložb v visoko tržne instrumente. Borzno posredniške družbe so agentske finančne institucije. Glavno tveganje, kateremu so izpostavljene banke, je kreditno tveganje. Medtem, ko je glavno tveganje borzno posredniških družb, tržno tveganje.

Premoženje borzno posredniških družb se navadno meri po tržnih cenah in temu je prirejeno tudi njihovo računovodstvo. Po drugi strani pa banke svoje premoženje ocenjujejo po dejanskih stroških (Dale, 1994, str. 2).

Borzno posredniške družbe navadno zavzemajo kratkoročne trgovalne pozicije in se izpostavljajo iz tega izhajajočim kratkoročnim tveganjem, katera morajo biti sposobne pokrivati. V skladu s povedanim temelji poudarek pri nadzoru borzno posredniških družb na treh temeljih:

1. Ocenjevanju trenutne tržne vrednosti vrednostnih papirjev ali pravic v blagu, ki predstavljajo naložbe borzno posredniške družbe in ocenjevanje potencialnih kapitalskih izgub.
2. Ocenjevanju izpostavljenosti do posamezne osebe ali skupine oseb.
3. Ocenjevanju obsega naložb v posamezen instrument relativno glede na kapital.

Kapital borzno posredniške družbe mora biti zadosten za pokrivanje posameznih tveganj (tržna tveganja, tveganje izpolnitve nasprotne stranke ipd.), ki so jim borzno posredniške družbe izpostavljene. Borzno posredniške družbe z visokim deležem naložb v vrednostne papirje glede na kapital, so bolj ranljive glede na trenutne pretrese trga, kot banke katerih naložbe so bolj razpršene, saj lahko v trenutku izgubijo večji del svojega premoženja. Slednje je razlog za to, da je velik poudarek pri nadzoru borzno posredniških družb namenjen ugotavljanju likvidnosti in konzervativnem obravnavanju nelikvidnih imetij.

Pri nadzoru *bank* je v primerjavi z borzno posredniškimi družbami bolj poudarjen dolgoročen vidik. Osnovna predpostavka, iz katere izhaja nadzor bank je, da banke večino svojih naložb držijo do njihove zapadlosti in da je kreditno tveganje za banke še vedno najpomembnejše in prevladujoče. Zato tudi ni tako pomembno tržno vrednotenje. Nadzorniki ugotavljajo, ali je banka sposobna tekoče izpolnjevati svoje obveznosti ob njihovi zapadlosti, na podlagi primerjave zapadlosti terjatev in obveznosti (IOSCO, 2000, str. 6).

Naštete razlike v značilnostih bank in borzno posredniških družb imajo pomembne posledice na oblikovanje predpisov, ki urejajo njihov nadzor. Pomembne razlike so predvsem:

- potreba po nadzoru,
- cilji nadzora in
- tehnike nadzora.

Z vidika *potrebnosti nadzora* je med zakonodajalci, akademiki in tudi v praksi široko sprejeto mnenje, da je v primeru bank velika verjetnost, da propad ene banke sproži verižno reakcijo. Ta posebna ranljivost izvira iz tega, da banke na eni strani zbirajo visoko likvidne obveznosti (depozite) in na drugi odobravajo nelikvidne terjatve (posojila). Poleg tega pa še zaradi dejstva, da so imetja banke v likvidaciji navadno vredna veliko manj kot sicer. Prav zaradi omenjenega se je v večini držav razvil sistem zavarovanja vlog varčevalcev bodisi skozi nacionalno zavarovalno shemo ali na kakšen drug, manj formalen način. Ker pa takšna zavarovanja znižujejo disciplino na trgu, ker spodbujajo investitorje (depozitarje) k moralnem hazardu, zakonodajalci iščejo rešitve, kako zmanjšati tvegano poslovanje bank in s tem znižati izkoriščanje zavarovanja.

V primeru borzno posredniških družb je razlog za potrebo po nadzoru veliko manj jasen. Tradicionalno so nadzorniki opravičevali potrebo po nadzoru zaradi zaščite investitorjev. Vendar je investitorje v primeru borzno posredniških družb mogoče zaščititi na povsem enostaven način, brez zapletenega sistema predpisov. Tako možnost ponuja obvezna ločitev sredstev investitorjev od sredstev borzno posredniške družbe. V primeru, da so denarna imetja in druge oblike naložb investitorjev (npr. vrednostni papirji) ločeni na posebnih računih, potem ta imetja v primeru dolgoročne plačilne nesposobnosti borzno posredniške družbe niso ogroženi. Če je sistem oblikovan kot opisano, je težko poiskati razloge, ki bi opravičevali dodatne zahteve povezane s kapitalsko ustreznostjo. Nekateri zagovorniki obstoječega sistema nadzora sicer potrebo po nadzoru podpirajo s trditvijo, da z vsemi računi, torej tudi računi, na katerih so ločena sredstva in vrednostni papirji strank, razpolaga borzno posredniška družba. Argument potrebnosti nadzora zaradi zaščite investitorjev postane še manj prepričljiv v državah, kjer so borzno posredniške družbe vključene tudi v sistem zavarovanja terjatev investitorjev.

Kot drugi razlog, ki opravičuje potrebo po nadzoru borzno posredniških družb, se navaja tveganje nasprotne stranke (tako bank, kot drugih vlagateljev), ki bi v primeru odsotnosti nadzora mogoče ocenila vlaganje sredstev preko borzno posredniških družb kot preveč tvegano. Pri zniževanju tveganja nasprotne stranke je pomembna uvedba sistema hkratne denarne in stvarne poravnave (delivery versus payment). Na podlagi tega lahko ugotovim, da problem tveganja nasprotne stranke ne daje močnega razloga za uradni nadzor. Če bi borzno posredniške družbe želele prepričati investitorje o stabilni sestavi njihove bilance in dobri kapitalski ustreznosti, bi gotovo našle tudi neuradno pot in za to ne potrebujejo strogih predpisov. Bistven pri tem je učinkovit notranji nadzor, določeno vlogo pa lahko odigrajo tudi neodvisne ocenjevalne (bonitetne) agencije.

Tretji in najpomembnejši razlog, ki opravičuje nadzor borzno posredniških družb, je prepričanje, da bi propad nenadzorovane borzno posredniške družbe povzročil systemske težave. S problemom se ukvarja tudi ena od študij Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD, 1991, str.15), ki ugotavlja, »da obstaja močno tveganje, da bi padec cen vrednostnih papirjev, ki bi povzročil propad ene ali več večjih borzno posredniških družb in bi vodil v nadaljnje propade, lahko povzročil tudi zajedanje v bančni sistem, zlom plačilnih sistemov, sistemov poravnave in ostalih finančnih transakcij po celem svetu.«

Ugotovitev, da bi propad borzno posredniške družbe imel za posledico enake socialne stroške kot propad banke, je potrebno skrbno raziskati. Imetja borzno posredniške družbe

so v večini primerov sestavljena iz tržnih vrednostnih papirjev, katerih vrednost se, za razliko od bank, bistveno ne razlikuje v času likvidacije, od časa normalnega poslovanja borzno posredniške družbe.

Iz doslej povedanega lahko ugotovimo, da problem pravzaprav ni občutljivost borzno posredniških družb, ampak občutljivost bank v finančnem sistemu, kjer se vedno bolj prepletajo bančni posli in posredovanje pri nakupu ter prodaji vrednostnih papirjev. Banke se izpostavljajo tržnemu tveganju na trgu vrednostnih papirjev in njihovo delovanje se prepleta z delovanjem borzno posredniških družb skozi različne dejavnosti. Prvič, ker odobravajo posojila borzno posredniškim družbam, drugič, ker svoja sredstva nalagajo v vrednostne papirje, in tretjič, ker se njihovi posebni oddelki ali povezane osebe ukvarjajo z borznim posredovanjem.

Tveganje povezano z odobritvijo posojila nepovezani borzno posredniški družbi banka obvladuje preko predpisa o najvišji dovoljeni izpostavljenosti in s tega vidika ne vidimo razloga, zakaj bi imel stečaj borzno posredniške družbe za banko drugačne posledice kot propad kateregakoli drugega podjetja, ki mu je banka odobrila posojilo. Nekateri zagovorniki obstoječega sistema le-tega zagovarjajo z argumentom, da za borzno posredniške družbe zaradi narave posla in tveganj, ki so jim izpostavljene, obstaja večja verjetnost stečaja. Argument ne zdrži resnejše kritike, saj je naloga banke, da oceni boniteto komitenta, ki mu je odobrila posojilo in glede na tveganje oblikuje potrebne rezervacije.

Kjer se banka sama, preko povezane osebe, ukvarja z borznim posredovanjem, je dolgoročna plačilna sposobnost banke seveda povezana s posli na trgu vrednostnih papirjev. Vendar mora v tem primeru povezana oseba držati dovolj kapitala, da z njim pokriva tržna tveganja. V primeru stečaja tega podjetja za banko ne bo nepopravljive škode.

V univerzalni banki, kjer se z borznim posredovanjem ukvarjajo posamezni oddelki, ki so del celote banke, pa dejansko lahko pride do prenosa krize v bančni sistem. Tako lahko zaključimo, da je pravi razlog za nadzor borzno posredniških družb pravzaprav v prepletanju bančnih in borznih poslov v bankah in ne v posebnih značilnostih poslovanja borzno posredniških družb. To pa je še posebej pomembno v tistih državah Evropske unije, v katerih se je uveljavil sistem univerzalnega bančništva.

Kot sem ugotovila, obstajajo za nadzor bank močnejši razlogi od razlogov, ki opravičujejo nadzor borzno posredniških družb. Trdim pa lahko tudi, da ima nadzor teh dveh finančnih institucij različne *cilje*. Eden glavnih ciljev nadzora bank je preprečiti bančne stečaje, ker banka lahko svoja imetja likvidira samo z visokim popustom, kar bo investitorjem (depozitarjem oz. tistemu, ki skozi shemo zavarovanja depozitov jamči za le-te) povzročilo visoke izgube. Glavni cilj je torej nadzor, ki banki predpisuje takšno poslovanje, da se ne bo znašla pred problemom propada. Nasprotno pa bo borzno posredniška družba svoje imetje lahko prodala skoraj takoj in po tržni vrednosti. Cilj nadzora je torej v tem primeru poslovanje, ki bo omogočilo znižanje obsega poslovanja ali prenehanje poslovanja na takšen način, da investitorji ne bodo utrpeli izgube.

Zaradi teh dveh različnih ciljev nadzora, so se za nadzor bank in borzno posredniških družb oblikovale tudi različne *tehnike* nadzora. Pri nadzoru obeh vrst finančnih institucij je poudarek na posebnih kapitalskih zahtevah, vendar pri bankah s poudarkom na dolgoročni plačilni sposobnosti, pri borzno posredniških družbah pa na likvidnosti oz. likvidnem

kapitalu. V primeru banke naj bi bil kapital stalen in kot tak vzdrževal neprekinjeno poslovanje banke (to support the institution as a going concern). V primeru borzno posredniške družbe pa je lahko začasen, potrebno je le, da odseva njeno sposobnost zaključiti poslovanje brez izgub za investitorje. Drugič, nadzorniki borzno posredniških družb v veliki večini primerov menijo, da je konsolidiran nadzor pogrešljiv, saj naj bi borzno posredniške družbe bile bistveno manj občutljive na prenos težav na povezane družbe, kot to velja za banke. In tretjič, ker so banke po naravi svojega poslovanja vedno izpostavljene tveganju nelikvidnosti, imajo dostop do posojilodajalca v skrajni sili. Za razliko od njih pa borzno posredniške družbe takega posojilodajalca ne potrebujejo, saj lahko svojo likvidnost v vsakem trenutku zagotovijo s prodajo visoko tržnega premoženja (Dale, 1994, str. 3).

Na podlagi povedanega lahko ugotovim, da je eden od razlogov oblikovanja obstoječega sistema pravzaprav težnja po zavarovanju univerzalnih bank pred konkurenco specializiranih finančnih posrednikov. S tega zornega kota je torej nadzor nad borzno posredniškimi družbami cena, ki jo bodo evropski finančni sistemi plačali za zavarovanje modela univerzalnega bančništva, ki ga favorizira Evropska unija. Če temu dodamo še dejstvo, da tveganje nasprotne stranke borzno posredniška družba lahko obvladuje skozi dober sistem notranjih kontrol in da so terjatve vlagateljev lahko zavarovane z ločitvijo premoženja investitorjev (ločen denarni račun in račun vrednostnih papirjev) od premoženja borzno posredniške družbe ali skozi sistem jamstva za terjatve vlagateljev, postanejo zahteve povezane s kapitalsko ustreznostjo in njeno harmonizacijo neprepričljive

Osnovni spor pri pogajanjih o Evropski smernici o kapitalski ustreznosti se je odvijal med državami s tradicionalnim univerzalnim bančništvom (npr. Nemčijo) in tistimi, ki so se zavzemale za konkurenčen položaj borzno posredniških družb (npr. Veliko Britanijo). Glavni predmet spora je bil v različnih ciljih, ki naj bi jih nadzor dosegel, npr. ali bodo predpisi tako konzervativni, da bodo varovali dolgoročno plačilno sposobnost bank in podrejene terjatve izločili iz definicije kapitala. Na drugi strani pa zavzemanje, da nebančni finančni posredniki lahko znižajo raven zahtevanega kapitala z uporabo posebnih metod za upravljanje s tveganji in aktivno uporabljajo podrejene terjatve.

Nemčija je bila zaskrbljena, da bi trgovanje z vrednostnimi papirji tradicionalno umeščeno znotraj bank, postalo nekonkurenčno glede na nebančne borzno posredniške družbe znotraj EU, Velika Britanija pa v nasprotnem primeru za nekonkurenčnost njenih borzno posredniških družb glede na konkurente zunaj EU.

Izhod iz nastalega položaja so v pogajanjih našli tako, da so Evropsko smernico o kapitalski ustreznosti, ki je bila prvotno mišljena kot nadzor nad borzno posredniškimi družbami, razširili funkcionalno na institucije, ki so izpostavljene določenemu tipu tveganja. Postavil je skupne standarde za tržna tveganja, ki so jim izpostavljene tako banke kot borzno posredniške družbe. Ti standardi naj bi omogočili neposredno konkurenco med obema vrstama finančnih posrednikov z doseganjem enakosti pri njihovem obravnavanju. S tem namenom morajo te institucije ločiti 'tržno knjigo' od svojega ostalega poslovanja. Koncept je zadovoljiv v smislu zagotavljanja enakopravne konkurenčnosti med bankami in borzno posredniškimi družbami, vendar lahko v tem premiku proti funkcionalnem razvoju najdemo tudi resne pomanjkljivosti. Najosnovnejša je ta, da težko najdemo smisel dobrega nadzora varnosti in skrbnosti poslovanja v ločevanju različnih poslov bank in v izračunavanju različnih kapitalskih ustreznosti ločeno za različne naložbe banke. (Dale, 1994, str. 13).

SKLEP

Vprašanje, s katerim sem se ukvarjala v magistrskem delu, je, ali je ustrezno enostavno prenesti predpise, ki veljajo na področjih zagotavljanja likvidnosti, kapitalске ustreznosti in izpostavljenosti za banke, tudi na borzno posredniške družbe, brez upoštevanja pomembnih razlik med institucijama in posebnosti v njenem poslovanju.

Pri raziskovanju problema kapitalске ustreznosti je potrebno razmišljati o razlikah med nadzorovanimi finančnimi institucijami. Pri tem je potrebno poudariti, da med bankami in borzno posredniškimi družbami obstajajo velike operativne razlike, ki jih je potrebno upoštevati pri oblikovanju sistema predpisov. Tradicionalna naloga banke je pridobivanje dolgoročnih netržnih posojil, ki se navadno v bilanci držijo do njihove zapadlosti. Nasprotno pa borzno posredniške družbe navadno hitro menjajo sestavo aktive njihove bilance kot rezultat naložb v visoko tržne instrumente. Glavno tveganje, kateremu so izpostavljene banke, je kreditno tveganje. Medtem, ko je glavno tveganje borzno posredniških družb, tržno tveganje. Druga pomembna razlika med institucijama je ta, da v primeru bank premoženje investitorjev vstopa v njihovo bilanco, v primeru borzno posredniške družbe pa je to premoženje ločeno.

Z vidika potrebnosti nadzora je v primeru bank velika verjetnost, da propad ene banke sproži verižno reakcijo. Ta posebna ranljivost izvira od tega, da banke na eni strani zbirajo visoko likvidne obveznosti in na drugi odobravajo nelikvidne terjatve. Poleg tega pa še zaradi dejstva, da so imetja banke v likvidaciji navadno vredna veliko manj kot sicer. V primeru borzno posredniških družb je razlog za potrebo po nadzoru veliko manj jasen. Tradicionalno so nadzorniki opravičevali potrebo po nadzoru zaradi zaščite investitorjev. Vendar je investitorje v primeru borzno posredniških družb mogoče zaščititi na povsem enostaven način, brez zapletenega sistema predpisov. Tako možnost ponuja obvezna ločitev sredstev investitorjev od sredstev borzno posredniške družbe. Če je sistem oblikovan kot opisano in ustrezno nadziran, je težko poiskati razloge, ki bi opravičevali dodatne zahteve povezane s kapitalsko ustreznostjo.

Kot drugi razlog, ki opravičuje potrebo po nadzoru borzno posredniških družb, se navaja tveganje nasprotne stranke. Vendar je to tveganje v sistemu hkratne denarne in stvarne poravnave, ki je standarden v vseh državah z razvitimi finančnimi trgi, zmanjšano na minimum. Res je, da je borzno posredniška družba dolžna zagotavljati sredstva za poravnavo denarnih obveznosti iz naslova prodaje vrednostnih papirjev za stranke v primeru, da nasprotna stranka v poslu ne zagotovi denarnih sredstev iz nakupa vrednostnih papirjev, vendar je tveganje lahko obvladano v okviru predpisa o likvidnosti.

Tretji in najpomembnejši razlog, ki opravičuje nadzor borzno posredniških družb, je prepričanje, da bi propad nenadzorovane borzno posredniške družbe povzročil sistemske težave. Vendar so imetja borzno posredniške družbe v večini primerov sestavljena iz tržnih vrednostnih papirjev, katerih vrednost se, za razliko od bank, bistveno ne razlikuje v času likvidacije, od časa normalnega poslovanja borzno posredniške družbe.

Iz doslej povedanega lahko ugotovim, da problem pravzaprav ni občutljivost borzno posredniških družb, ampak občutljivost bank v finančnem sistemu, kjer se vedno bolj prepletajo bančni posli in posredovanje pri nakupu ter prodaji vrednostnih papirjev. V univerzalni banki dejansko lahko pride do prenosa krize iz borznega dela v bančni sistem. Tako lahko zaključim, da je eden od glavnih razlogov za nadzor borzno posredniških družb pravzaprav v prepletanju bančnih in borznih poslov v bankah in ne v posebnih značilnostih

poslovanja borzno posredniških družb. To pa je še posebej pomembno v Evropski uniji, kjer se je uveljavil sistem univerzalnega bančništva. Enega od razlogov oblikovanja obstoječega sistema lahko torej najdem v težnji po zavarovanju univerzalnih bank pred konkurenco specializiranih finančnih posrednikov.

Skozi delo si neprestano postavljam ključno vprašanje: ali so nadzor države in predpisi o kapitalski ustreznosti, likvidnosti in izpostavljenosti za borzno posredniške družbe ustrezni in potrebni, ali bi bili lahko milejši in bolj prožni, pa bi trg še vedno deloval dovolj varno? Ali povedano drugače, ali borzno posredniška hiša za varno poslovanje sploh potrebuje tako stroge predpise države ali pa lahko tako obnašanje pričakujemo že od same borzno posredniške družbe, na podlagi enega izmed ciljev njenega delovanja, tj. dolgoročnega obstoja podjetja.

Kljub temu, da slovenski predpisi temeljijo na mednarodnih standardih, v nadaljevanju podajam kritiko obstoječih predpisov s področja likvidnosti, izpostavljenosti in kapitalске ustreznosti in s tem ugotavljam, da so deloma neustrezni.

Po ureditvi Zakona o trgu vrednostnih papirjev mora borzno posredniška družba v vsakem trenutku posedovati tak obseg likvidnih sredstev, da je sposobna kriti vse obveznosti iz trgovanja za svoj in za račun strank, tako zapadle, kot tudi nezapadle. Iz te zahteve sledi, da če borzno posredniška družba izpolnjuje likvidnostno zahtevo Zakona o trgu vrednostnih papirjev, je njeno likvidnostno tveganje enako nič, saj je dolžna že v trenutku nastanka obveznosti imeti svoja likvidna sredstva, da bo to obveznost izpolnila ob njeni zapadlosti, če ne bodo poravnane terjatve iz nasprotnega posla. Menim, da je s tem zakonodajalec borzno posredniškim družbam odvzel njihovo temeljno funkcijo, to je prevzemanje tveganj, poleg tega pa še funkcijo proizvajalca informacij o kvaliteti dolžnikov, saj je za vse stranke predpisal enotni bonitetni razred. Vse stranke so namreč uvrščene v edini in najslabši razred, ne glede na njihovo dejansko boniteto. Stroški prevzemanja tveganja in proizvodnje informacij so se tako spremenili v stroške zagotavljanja likvidnih sredstev (najpogosteje z zadolževanjem pri drugih finančnih institucijah) za pokrivanje potencialnih neplačanih terjatev, ki so v večini primerov plačane ob njihovi zapadlosti.

Predpis za merjenje izpostavljenosti je za borzno posredniške družbe, ki največje izpostavljenosti izkazujejo v naložbah v vrednostne papirje neustrezen. Predpis v merjenje izpostavljenosti namreč ne vključuje blažilnega učinka razpršitve naložb, kar je dejanska mera tveganja premoženja in s tem tveganja izpostavljenosti borzno posredniške družbe.

Glavni namen izračunavanja kapitalске ustreznosti je omejevanje tveganih naložb. Pri prevzemanju standardov za izračun kapitalске ustreznosti, najmanj 8% kapitala od tvegane aktive vsa tveganja niso upoštevana oz niso upoštevana v ustrezni višini. V letih, odkar je bila sprejeta smernica o kapitalski ustreznosti, je namreč na finančnih trgih prišlo do velikih sprememb, zaradi katerih kazalec kapitalске ustreznosti, izračunan v skladu s staro metodologijo, ni več dober pokazatelj resnične tveganosti in posledično relativne kapitalске moči. Sistem tehtanja, uporabljen pri izračunu tehtane tvegane aktive, ne omogoča zadostnega razlikovanja med različnimi dolžniki in je zato pogosto slab približek dejanskega ekonomskega tveganja, ki ga prevzemajo finančne institucije. Poleg omenjenega pa dejstvo, da je premoženje strank borzno posredniške družbe ločeno od imetja borzno posredniške družbe, ki vstopa v izračun kapitalске ustreznosti, kaže na to, da ni pravega razloga za zahteve povezane s kapitalsko ustreznostjo.

Ena od ugotovitev, ki izhaja iz dela je torej, da bi bilo predpise potrebno prilagoditi posebnostim borzno posredniških družb v smislu, da bi se večji poudarek dal nadzoru likvidnosti in izpostavljenosti, pri tem pa upoštevale zgoraj našteje pomanjkljivosti.

Ali borzno posredniška družba za varno poslovanje torej sploh potrebuje predpise o obvladovanju tveganj? Gotovo so ti potrebni z vidika zniževanja sistemskega tveganja, v smislu krepitev zaupanja investitorjev, ki bi zaupanje v le-tega lahko izgubili v primeru propada večjega števila borzno posredniških družb, čeprav ob tem njihovo premoženje ne bi bilo ogroženo.

Delo lahko zaključim z ugotovitvijo, da bi trg na dolgi rok lahko pripeljal borzno posredniške družbe do obvladovanja tveganj in s tem varnega poslovanja brez vmešavanja države. Na kratki rok pa je nadzor tega segmenta gotovo potreben. Ena od največjih pridobitev, ki jo je doprinesla nova zakonodaja, je bila potreba po takojšnjem urejanju podatkovnih baz. Posledično je postalo poslovanje borzno posredniških družb bolj pregledno in primerljivo. Nadalje je novi zakon o trgu vrednostnih papirjev borzno posredniške družbe prisilil k razmišljanju o tveganjih, katerim so izpostavljene, in deloma tudi k aktivnemu upravljanju s temi tveganji. Na dolgi rok se bodo verjetno pokazali pozitivni učinki predpisov o upravljanju s tveganji. Število borzno posredniških družb se bo zmanjšalo, preko povezovanja domačih borzno posredniških družb se bodo znižali tako stroški informatizacije poslovanja, kot tudi stroški dela in s tem se bo povečala učinkovitost. Pri povezovanju s tujimi borzno posredniškimi družbami bo nastopil učinek cenejšega uvoza znanja in lažjega ter cenejšega odpiranja na tuje trge. V borbi za obstanek se bodo seveda obdržale najboljše borzno posredniške družbe, ki se bodo zaradi dobrega upravljanja s tveganji izognile pretresom na trgu. Kar pomeni, da bodo kljub na kratek rok višjim stroškom upravljanja s tveganji, na dolgi rok prav zaradi tovrstnih vlaganj lahko dvignile svojo dobičkonosnost. Vse omenjeno bo seveda vplivalo na večjo stabilnost poslovanja borzno posredniških družb, kar bo s časom dvigovalo zaupanje vlagateljev in pozitivno vplivalo na celoten trg.

Naj zaključim z Goethejevo mislijo: 'Katera vlada je najboljša? Tista, ki nas uči, da sami vladajmo nad seboj.'

LITERATURA

Alexander, Carol: Volatility and Correlation Forecasting. Alexander Carol, ed., The Handbook of Risk management and Analysis. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 1996. Str. 233–260.

Barle, Janez in Žunič, Tone: aktivno upravljanje s tveganji: iluzija ali stvarnost. Borak Neven, ed., Spremembe v bančnem okolju. 2. strokovno posvetovanje o bančništvu. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 1996, str. 134-155.

Beckers, Stan: A Survey of Risk Measurement Theory and Practice. Alexander Carol, ed., The Handbook of Risk management and Analysis. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 1996. str. 171–192.

Borak, Neven, ed.: Bančne direktive Evropske skupnosti. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1996. str. 246.

Dale, Richard: The Regulation of Investments Firms in the European Union. Discussion Papers in Accounting and Management Science : University of Southampton, 1994, str. 51.

Dale, Richard: The Capital Adequacy Regulation of US Broker-Dealers: A Comparative Analysis. Discussion Papers in Accounting and Management Science : University of Southampton, 1994a, str. 51.

Dale, Richard: EU Capital Requirements and The Level Playing Field. Discussion Papers in Accounting and Management Science : University of Southampton, 1996, str. 31.

Giarla, Michael: The Profitable side of Risk Management. Fabozzi Frank, ed., Asset/liability management. Chicago : Probus, 1991, str. 9-36.

Gregorčič, Lucija: Finančni predpisi kot oblika državnega uravnavanja dogajanj na nacionalnih finančnih trgih. Bančni vestnik, Ljubljana, 1995, 9, str. 22-27.

Ilovar, Sonja, Nadzor bančnega poslovanja (1). Bančni vestnik, Ljubljana (1997), 4, str. 2-7.

Kranjec, Marko: Nekatere dileme kapitalske ustreznosti bank in drugih finančnih posrednikov v Slovenij v luči predvidenih mednarodnih standardov. Bančni vestnik, Ljubljana 1994, 6, str. 5-10.

Markowitz, Harry: Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets. Oxford : Blackwell publishers, 1987. 387 str.

Mishkin, Frederic: Financial markets and Institutions. Reading : Addison Wesley, 2000. 697 str.

Muhič, Mateja: Spremljanje likvidnostnega tveganja v bankah. Borak Neven, ed., Analiza bančnih tveganj. 6. strokovno posvetovanje o bančništvu. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 2000, str. 127-139.

Oražem, Tadej: Tveganje spremembe obrestne mere v bankah in zavarovanje pred njim. Bančni vestnik, Ljubljana, 4(1995), str. 24-28.

Prašnikar, Domen: Kapitalska ustreznost v luči izboljševanja metod merjenja tveganj. Bančni vestnik, Ljubljana, 4(2000), 7-8, str. 60-63.

Rose, Peter: Financial institutions understanding and managing financial services. Boston : Irwin, 1993. 792 str.

Skubic, Tatjana: Modeli za upravljanje z nekreditnimi tveganji. Borak Neven, ed., Ravnanje s tveganji. 5. strokovno posvetovanje o bančništvu. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 1999, str. 93-106.

Sušnik, Saša: Mednarodna regulativa kapitala in kapitalske ustreznosti bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 3, str. 7-11.

Sušnik, Saša: Predlagane spremembe mednarodnih standardov kapitala in kapitalske ustreznosti bank. Borak Neven, ed., Analiza bančnih tveganj. 6. strokovno posvetovanje o bančništvu. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 2000, str. 21-31.

Wilson, Thomas: Calculating Risk Capital. Alexander Carol, ed., The Handbook of Risk management and Analysis. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 1996. Str. 193–232.

VIRI

A New capital Adequacy framework, Basle : Basel Committee on Banking Supervision, 1999. 62 str.

A Review of regulatory Capital Requirements for EU credit Institutions and Investment Firms (EU Review). Brussels : European Commission, 1999, 83 str.

Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über die Eigenmittel und die Liquidität der Institute (Grundsatz II) (25.11.1998)

Bilanca stanja Ilirike borzno posredniške hiše na dan 31.12.2000. Ljubljana : Ilirika d.d., 2001

Gesetz über das Kreditwesen – Banking Act (Federal Law Gazette I, September 9, 1998)

Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute (BAnz., Nr. 21029)

International convergence of capital measurement and capital standards. Basle : Basel Committee Publications, 1988. 4 str.

IOSCO: Capital Adequacy Standards for Securities Firms. Montreal : International Organisation of Securities Commission, 1989. 27 str.

IOSCO: Capital Requirements for Multinational Securities Firms. Madrid : International Organisation of Securities Commission, 1990. 39 str.

IOSCO: The Implications for Securities Regulators of Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms. Madrid : International Organisation of Securities Commission, 1995.

IOSCO: Risk Management and Control Guidance for securities firms and their Supervisors: consultative documents. Madrid : International Organization of Securities Commission, 1998.

IOSCO: Overview: Capital Adequacy. Madrid : International Organization of Securities Commission, 2000. 6 str.

Izkaz uspeha Ilirike borzno posredniške hiše za leto 2000. Ljubljana : Ilirika d.d., 2001

Lesefassung der Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Gesetzes über das Kreditwesen (Großkredit- und Millionenkreditverordnung - GroMiKV) (BGBl, 1997)

OECD: Systemic Risks in Securities Markets. Paris : Organisation of Economic Cooperation and Development, 1991. 15 str.

Obrazci BPD-D/H, BPD-D/C, BPD-D/G, KAP-1, LIKV-1, LIKV-2 Ilirike borzno posredniške hiše na da 28.02.2001. Ljubljana : Ilirika, 2001

Sklep o kapitalski ustreznosti borzno posredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/2000)

Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti, ki ga mora zagotavljati borzno posredniška družba (Uradni list RS, št. 6/2000)

Sklep o izračunu izpostavljenosti borzno posredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/2000)

Spletne strani agencije za trg vrednostnih papirjev. (<http://www.a-tvp.si>)

Spletne strani Banke za mednarodne poravnave. (<http://www.bis.org>)

Spletne strani Evropske komisije. (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en)

Spletne strani Federal Banking Supervisory Office. (<http://www.bakred.de>)

Spletne strani Financial Supervision Authority. (<http://www.fi.se>)

Spletne strani Financial Supervisory Authority. (<http://www.fsa.gov.uk/pubs>)

Spletne strani International financial Risk Institute. (<http://risk.ifci.ch>)

Spletne strani International Organization of Securities Commission. (<http://www.iosco.org>)

Spletne strani Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske. (<http://www.crosec.hr>)

Spletne strani Središnje depozitarne agencije. (<http://www.sda.hr/>)

The Capital Adequacy and Large Exposures (Credit institutions and Securities Companies) Act, Svenska Bankforeningen, 1994

The New basel Capital Accord: an explanatory note. Basle : Basel Committe on banking Supervision, 2001. 14 str.

Update on Work on a New Capital Adequacy framework. Basle : Basel Committe on Banking Supervision, 1999. 2 str.

Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (Narodne novine, no. 107/95)

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/1999)

PRILOGE

Priloga 1: DRŽAVE EEA IN NEKATERE PRIMERLJIVE DRŽAVE OECD

Države EEA

1. Vse države, polnopravne članice Evropske unije
2. Islandija
3. Liechtenstein
4. Norveška

Primerljive države OECD

5. Avstralija
6. Japonska
7. Kanada
8. Nova Zelandija
9. Švica
10. ZDA

Priloga 2: Multilateralne razvojne banke

1. International Bank for Reconstruction and Development
2. International Finance Corporation
3. Inter-American Development Bank
4. Asian Development Bank
5. African Development Bank
6. Council of Europe Resettlement Fund
7. Nordic Investment Bank
8. Carribean Development Bank
9. European Bank of Reconstruction and Development
10. European Investment Fund
11. Inter-American Investment Corporation