

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**NADZOR TRGA FINANČNIH STORITEV - PRIMERJAVA TUJE IN
SLOVENSKE PRAKSE**

Ljubljana, julij 2016

IRENA PETERNEL

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Irena Peternel, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Nadzor trga finančnih storitev – primerjava tuje in slovenske prakse, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Sergejo Slapničar in sosvetovalcem prof. dr. Alešem Berk Skokom

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne 12. julija 2016

Podpis študentke:

KAZALO

UVOD	1
1 POMEN FINANČNEGA NADZORA IN REGULACIJE	3
2 LOČENA REGULACIJA IN NADZOR.....	4
2.1 Institucionalni model	6
2.1.1 Model institucionalnega nadzora: Kitajska in Mehika	7
2.1.2 Model institucionalnega nadzora: Evropska unija.....	10
2.1.2.1 Bančni nadzor	13
2.1.2.2 Zavarovalni nadzor	18
2.1.2.3 Nadzor trga vrednostnih papirjev	21
2.2 Funkcionalni model	23
2.2.1 Primer funkcionalnega modela: Italija	24
2.2.2 Primer funkcionalnega modela: Španija.....	25
3 KONSOLIDIRAN NADZOR	27
3.1 Dvostebni model oz. model »Twin Peaks«.....	30
3.1.1 Bonitetni nadzor	30
3.1.2 Nadzor vodenja poslov	32
3.1.2.1 Dvostebni model: Avstralija.....	32
3.1.2.2 Dvostebni model: Belgija.....	33
3.2 Konsolidirana regulacija in nadzor.....	35
3.2.1 Primer konsolidiranega nadzora: Singapur.....	36
3.2.2 Primer konsolidiranega nadzora: Nemčija	38
4 PREDNOSTI IN SLABOSTI KONSOLIDIRANEGA TER LOČENEGA	
SISTEMA	39
4.1 Prednosti konsolidiranega sistema.....	40
4.2 Slabosti konsolidiranega sistema.....	43
4.3 Prednosti in slabosti ločenega sistema	45
5 FINANČNI NADZOR V SLOVENIJI	46
5.1 Banka Slovenije.....	48
5.2 Agencija za trg vrednostnih papirjev	50
5.3 Agencija za zavarovalni nadzor.....	53
5.4 Koordinacija vseh nadzorniških institucij	55
5.5 Stanje na slovenskem trgu kapitala	56
6 PREHOD IZ LOČENEGA NA KONSOLIDIRAN SISTEM REGULACIJE V	
SLOVENIJI.....	59
6.1 Prednosti združevanja po dvostebnem modelu	60
6.2 Primer nadzora vzajemnega pokojninskega sklada ter nadzora pokojninskih družb in zavarovalnic.....	61
6.3 Slabosti združevanja po dvostebnem modelu	63

6.4 Prednosti združevanja po dvostebnem modelu v Sloveniji	64
6.5 Primerjava trenutne in potencialne nove organizacije	65
SKLEP.....	67
LITERATURA IN VIRI.....	70

KAZALO TABEL

Tabela 1: Okvir Basel II.....	14
Tabela 2: Primerjava zakonov in pristojnosti institucij ATVP, AZN in BS	46

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz modela ločene regulacije in nadzora.....	6
Slika 2: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema na Kitajskem	8
Slika 3: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema v Mehiki.....	9
Slika 4: Institucionalni okvir za finančno stabilnost Evropske unije	12
Slika 5: Tristebna struktura Solventnosti II	19
Slika 6: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema v Italiji.....	25
Slika 7: Model konsolidirane regulacije in nadzor.....	36
Slika 8: Organigram ATVP	51

UVOD

V zadnjem času smo priča hitremu razvoju finančnih trgov. V zadnjih desetletjih se pod vplivom globalizacije dogaja hitra rast trgovanja, ki je imelo za posledico uvedbo številnih novih finančnih proizvodov. Finančni posredniki spodbujajo rast trga z oblikovanjem vedno novih storitev, ki predstavljajo nove trge. Spremenjene razmere so na domačih in tujih finančnih trgih pripeljale do novih oblik in načinov izvajanja poslov v okolju visoko konkurenčnega in povezanega svetovnega gospodarstva. Omenjene spremembe so prinesle nove finančne skupine, ki zagotavljajo široko paleto finančnih storitev. T.i. finančni konglomerati postajajo vedno pogostejša realnost v razvitih finančnih trgih, pa tudi na novo nastalih trgih. Na razvitih trgih je tudi v nadaljnje pričakovati tekmovanje za čim večji tržni delež. Saunders (2000, str. 93) meni, da je nadzor trga finančnih storitev nujen zaradi negativnih eksternalij v primeru propada finančnih posrednikov, saj finančno posredništvo temelji na zaupanju. Drugi razlog za nadzor trga finančnih storitev je morebitna diskriminacija komitentov.

Dobro strukturiran regulatorni režim lahko tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema. V teoriji in praksi pa še vedno ni dorečeno, ali ima institucionalna politika finančne regulacije in nadzora kakršenkoli vpliv na učinkovitost finančne regulacije in nadzora ter kakšen vpliv ima na širšo ekonomijo (Llewellyn, 2003, str. 3.). Dober primer za to je propad banke Barings. Propad banke Barings je verjetno en izmed najbolj znanih finančnih škandalov, saj je bila omenjena banka najstarejša in najuglednejša angleška zasebna banka. Propadla je zaradi neučinkovitega notranjega in zunanjega nadzora poslovanja zgolj ene enote banke. Posledice tega propada pa ni čutil le finančni sistem Velike Britanije, ampak celotni mednarodni finančni sistem, kar dokazuje, kako pomemben je učinkovit nadzor finančnih institucij.

Nedavna finančna kriza je prav tako pokazala pomembnost finančnega nadzora na svetovni in nacionalni ravni. Finančna kriza je razkrila številne pomanjkljivosti glede vodenja in upravljanja finančnih institucij, korporacijske prevare ter šibko regulacijo in nadzor. Po petih letih razglabljanj o finančni krizi je mogoče povzeti, da je kljub številnim in dalj časa prisotnim indicem zatajila preventivna vloga nadzornikov in regulatorjev (Ahčan, b.l.).

Finančna kriza, ki je izbruhnila v letu 2007, je razkrila slabosti poslovanja bank (neustrezni kapitalski količniki, vzdrževanje prenizkega obsega visoko kakovostnih likvidnih sredstev, neustrezna ročnostna usklajenost obveznosti in naložb ...). Ker je bila likvidnost pred krizo na razpolago po relativno nizki ceni, niti banke niti nadzorniki niso posvečali večje pozornosti tveganju nelikvidnosti bank, ki se je v finančni krizi pokazalo kot eno izmed najpomembnejših tveganj. Kriza je prav tako razkrila pomanjkanje kapitala v bankah oz. njegovo neustreznost. Razpoložljivi kapital je bil prenizek glede na naložbe, ki jim je

vrednost v času krize padla. Pred nesolventnostjo bank so države dokapitalizirale sistemsko pomembne banke v težavah (Evropska komisija, 2011, str. 2).

Obseg finančne krize je razkril nesprejemljiva tveganja, povezana s sedanjo ureditvijo finančnih institucij. Po ocenah Mednarodnega denarnega sklada izgube, ki so jih zaradi krize imele evropske kreditne institucije med letoma 2007 in 2010, znašajo skoraj 1 bilijon EUR ali 8 % BDP Evropske unije (v nadaljevanju EU). Za ponovno vzpostavitev stabilnosti bančnega sektorja in nadaljnje zagotavljanje posojil realnemu gospodarstvu so EU in njene države članice sprejele različne popolnoma nove ukrepe, na podlagi katerih se ta izguba krije z davkoplačevskim denarjem. V tem okviru je Komisija do oktobra 2010 finančnim institucijam odobrila ukrepe državne pomoči v višini 4,6 bilijona EUR, od česar sta se v letih 2008 in 2009 dejansko porabila 2 bilijona EUR (Evropska komisija, 2011). V ukrepe državne pomoči je bilo zajeto reševanje in prestrukturiranje evropskih bank ter odobritev nacionalnih shem, pri katerih se uporablja izbor orodij, uvedenih pred krizno ureditvijo (kapitalski vložki, jamstva, pomoč pri odprodaji oslabljenih sredstev) (Evropska komisija, 2012).

Za vsako kategorijo ponudnika finančnih storitev obstaja samostojen regulator oz. nadzornik, ki pokriva posamezne cilje finančne regulacije in nadzora. Nekatere države so v zadnjih letih začele opuščati ločen nadzor finančnih institucij. Razlogi za prehod na konsolidiran nadzor so predvsem v združevanju finančnih trgov, v vse večji moči finančnih konglomeratov in finančnih skupin, ki zahtevajo konsolidiran nadzor, v težavah povezanih s pomanjkanjem konsistentnosti pri izvajanju regulative med različnimi finančnimi sektorji, ki nudijo podobne finančne storitve oz. proizvode in v potrebi po učinkovitejši uporabi redkih regulativnih virov (Carmichael, & Pomerleano, 2002, str. 4). Konsolidiran nadzor razkriva nove vidike poslovanja finančnih institucij, saj ocenjuje moč finančne skupine z namenom ovrednotiti dejanski in potencialni vpliv drugih članov skupine na finančne investicije.

Zagovorniki ločenega nadzora pa poudarjajo predvsem naslednje prednosti (Mazi, 2004): lažje obvladovanje specifičnih tveganj po posameznih finančnih storitvah, še posebej razlikovanje med tveganji, ki so jim izpostavljene banke, zavarovalnice in finančne institucije; boljše poznavanje poslovanja in težav posameznih področij, boljše vodenje in zato večja učinkovitost, večja specializacija pri opravljanju nadzora, večja medsebojna konkurenčnost med nadzorniki ter eno nadzorno telo, ki je lahko skupek različnih oddelkov, ki ne sodelujejo med seboj.

V Sloveniji opravljajo nadzor trije nadzorni organi, specializirani za posamezen sektor finančnega trga, po institucionalnem modelu:

- organ nadzora nad bankami, Banka Slovenije,

- organ nadzora nad zavarovalnicam, Agencija za zavarovalni nadzor,
- organ nadzora vrednostnih papirjev, Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Cilj magistrskega dela je študija možnosti združitve nadzornih organov. Proučujem možnosti za združitev nadzornih organov v Sloveniji ter prednosti in slabosti t.i. dvostebnega modela v Sloveniji. Organizacijam, ki opravljajo več različnih storitev se hitro lahko zgodi, da padejo pod nadzor več nadzornikov trga. Razlog za konsolidiran nadzor je v večji učinkovitosti in zmanjšanju stroškov nadzora. Namen dela je primerjati tujo in slovensko prakso na področju nadzora trga finančnih storitev ter proučiti možnosti združitve nadzornih organov v Sloveniji.

Pri analizi teh vprašanj se v magistrskem delu opiram na študij domače in tuje literature. Za proučevanje in ugotavljanje obstoječega stanja predstavljam in analiziram znanstvene članke ter strokovne prispevke s področja reguliranja in nadzora finančnih storitev. Uporabljam literaturo s seminarjev, znanstvenih člankov ter internetnih virov. Podatke pridobivam tudi iz zakonodaje regulativnega področja.

Magistrsko delo začnjam z uvodom, kjer predstavljam problem in pomen nadzora trga finančnih storitev. Nadaljujem z opisom ločenega nadzora, ugotavljam prednosti in slabosti ter podajam primere učinkovite prakse. Sledi predstavitev regulativnih organov EU. Nadaljujem z motivi za konsolidiran nadzor finančnih institucij ter se osredotočam na primere tujih držav ki uspešno vodijo konsolidiran sistem. Na koncu povzamem in raziščem prednosti in slabosti ločenega ter konsolidiranega sistema in glede na stanje slovenskega trga predlagam ustrezen model za združitev nadzornih organov. Na koncu podajam še prednosti združevanja ter skušam kar najbolje prikazati in opisati nov model združevanja glede na sedanji model nadzora.

1 POMEN FINANČNEGA NADZORA IN REGULACIJE

Nadzor trga finančnih storitev poteka preko finančnega sistema, ki je sestavljen iz različnih elementov: finančnih institucij, finančnih instrumentov in finančnih trgov. Finančni sistemi s svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih subjektov, pri katerih ti prihranki nastajajo, do gospodarskih subjektov, ki potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje svojih potreb. Finančni instrumenti omogočajo enostavno in učinkovito prenašanje prihrankov od suficitnih celic do izdajatelja. Ti instrumenti so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki določajo velikost transakcije, plačilne pogoje in obveznosti. Različni finančni instrumenti so si ponavadi podobni v jeziku, obliki in tudi zakonskih pogojih, saj nastajajo v istem zakonskem in institucionalnem okolju. Vsak instrument je bil razvit z namenom, da zadovolji določeno finančno potrebo deficitnih in suficitnih gospodarskih celic, ki do tedaj z obstoječimi instrumenti še ni bila zadovoljivo izpolnjena.

Zadnji gradnik finančnega sistema so finančne institucije, ki so specializirana podjetja, ki opravljajo posle na trgih denarja in kapitala. Dejansko jih ne moremo ločevati od finančnih trgov, saj so finančne institucije največkrat tiste, ki trg ustvarijo in na njem poslujejo” (Prohaska, 1999).

Nadzor in regulacija finančnega sektorja sta potrebna zaradi obstoja tržnih nepravilnosti, ki so posledica nepopolne konkurence na omenjenem trgu. V kolikor bi se finančne storitve sklepale na popolno konkurenčnih trgih, z vidika tržnih nepravilnosti ne bi bilo potrebe po nadzoru. Slaba informiranost potrošnika finančnih storitev v primerjavi s ponudnikom teh storitev je posledica omenjene tržne anomalije, kar pa slednji lahko tudi uporabijo za zavajanje potrošnika.

Stabilen in učinkovit finančni sistem lahko močno vpliva na ekonomski položaj države, ker vpliva na raven kapitalske ureditve, učinkovitost in alokacijo kapitala med konkurirajočimi se zahtevami in ker ustvarja zaupanje končnih uporabnikov v poštenost finančnega sistema. Dobro strukturiran regulatorni režim lahko tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema (Llewellyn, 2003, str. 3). Podlaga za oblikovanje modela regulacije in nadzora oz. osnovni cilji regulacije in nadzora so: zaščita investitorjev pred tveganim vedenjem individualne finančne institucije; zagotavljanje poštenega, učinkovitega in transparentnega trga; varnost in solventnost finančnih institucij ter zmanjševanje sistematičnega tveganja.

V zadnjem času se v razvitih državah tendence po deregulaciji poslovanja institucij finančnega sektorja večajo. Spremembe v smeri globalizacije in liberalizacije so povzročile položaj, v katerem finančne institucije iščejo nove strategije poslovanja. S tem se brišejo meje tradicionalno ločenih segmentov finančnega sektorja, zaradi česar se finančne institucije pospešeno zbližujejo in povezujejo. Tako prihaja na eni strani do združevanja opravljanja različnih, prej strogo ločenih finančnih storitev, v eni sami finančni instituciji – univerzalni banki, na drugi strani pa prihaja do razvoja t. i. finančnih skupin ali finančnih konglomeratov. Pravno-organizacijsko so finančni konglomerati zelo različno organizirani, in sicer kot holding, kot navzkrižna lastniška povezava ali kot pogodbeno sodelovanje (Stankovič, 1997, str. 8). Zaradi združevanja opravljanja različnih finančnih storitev v okviru ene finančne institucije prihaja tudi do povezovanja na regulativni oz. nadzorni ravni.

2 LOČENA REGULACIJA IN NADZOR

Regulacija je oblika intervencije. Reguliranje zajema pravila, ki nadzirajo ali spreminjajo aktivnosti posameznikov/podjetij in razlikuje med dvema vidikoma reguliranja:

- oblikovanje pravnega okvira (sprejetje določenega predpisa/zakona – enkraten proces),

- uveljavljanje predpisov/dogovorov (stalen proces).

Razlogi za regulacijo so odvisni od pomanjkljivosti trga, ki se kažejo v prisotnosti elementov monopola/oligopola, obstoja asimetričnosti informacij ali prisotnosti eksternalij. Glavni razlog za vladno regulacijo na trgu je, da trg sam brez njene pomoči ne proizvaja določene dobrine/storitve na učinkovit način in z najnižjimi možnimi stroški (Fišer, 2009). Osnovni cilji regulacije vključujejo zaščito investorjev pred tveganim vedenjem posamezne finančne institucije, zagotovitev poštenega in učinkovitega delovanja finančnega trga ter varnost in solventnost finančnih institucij.

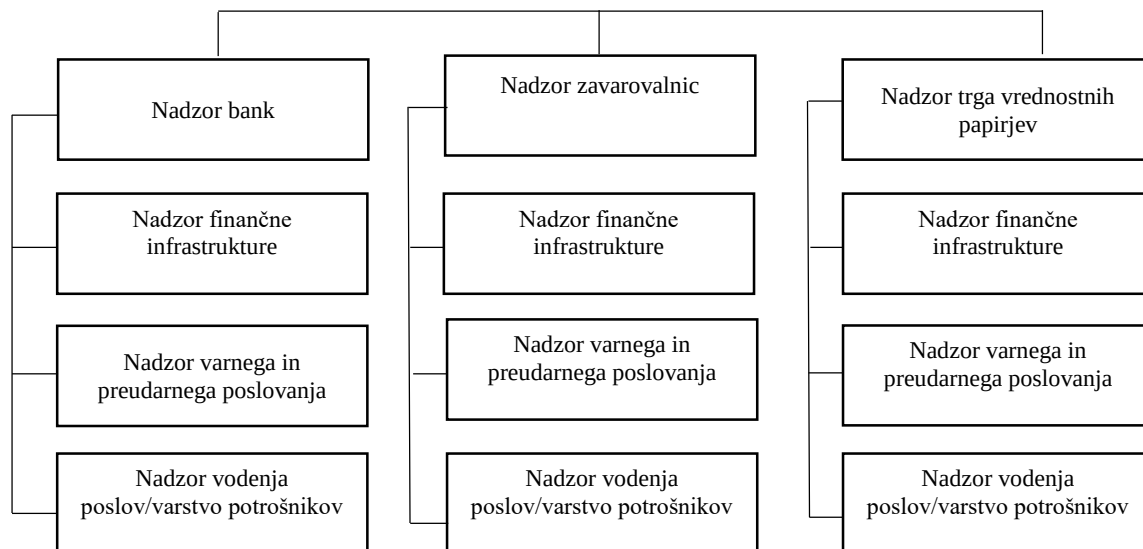
Finančni nadzor opravljajo državne institucije. Nadzor je nedvisna, objektivna in svetovalna funkcija s ciljem dodati vrednost in pripomoči k izboljšanju poslovanja.

Ločena regulacija in nadzor sta lahko organizirana na institucionalen ali funkcionalen način. V sistemih s strogo specializiranimi institucijami je učinkovitejši prvi način. V tem primeru nadzornik nadzira vse aktivnosti posamezne finančne institucije. Glavna slabost tega načina je, da nadzorniki ne razpolagajo z ustreznim strokovnim znanjem, ki je potrebno za učinkovit nadzor tudi tistih finančnih aktivnosti, ki niso značilne za njegov sektor. To slabost pa odpravlja drugi način, torej funkcionalen nadzor, pri katerem se specializirane institucije organizirajo glede na jasno definirane funkcionalne aktivnosti, ki so neodvisne od vrste institucije, ki te storitve nudi. Vendar pa tudi ta sistem ni popoln, saj dopušča možnost pravnih praznin, podvajanje ukrepov nadzora s strani več nadzornikov, povečuje stroške nadzora in zmanjšuje pregled ter nadzor nad vsemi aktivnostmi določene finančne institucije (Čokl, 2000, str. 12–13).

V prid ločenemu nadzoru se mnogokrat omenja specializacija posameznih nadzornikov, ki se lahko bolj specializirajo na določeno vrsto finančnih posrednikov. Posedujejo tudi manjšo moč, zato niso podvrženi večjemu političnemu vplivu. Od ločenega nadzora imajo korist tudi udeleženci saj vlada med nadzorniki večja stopnja konkurenčnosti, kar praviloma prinaša pozitivne učinke za udeležence (Mikdashi, 2003, str. 79).

Na sliki spodaj je model ločene regulacije in nadzora, ki zajema nadzor bank, zavarovalnic in nadzor trga vrednostnih papirjev. V sklopu vsakega nadzornega sektorja so glavne dejavnosti: nadzor finančne infrastrukture, nadzor varnega in preudarnega poslovanja ter nadzor vodenja poslov oz. varstvo potrošnikov.

Slika 1: Prikaz modela ločene regulacije in nadzora



Vir: S. Lumpkin, *Supervision of financial services in the OECD, 2002, str. 13*

Zaradi finančnega univerzalizma se pojavlja vprašanje, ali je ločen nadzor finančnih institucij sploh še primeren. Večina raziskovalcev meni, da mora biti ločen nadzor, ki posveča premalo pozornosti povezanim različnim finančnim institucijam, dopolnjen s konsolidiranim nadzorom, saj ta omogoča ovrednotiti potencialni in dejanski vpliv drugih članov v skupini na finančno institucijo v skupini. Konsolidiran nadzor je uporaben tudi za odkrivanje računovodskih in pravnih prevar, ki jih finančne institucije uporabljajo za izigravanje obstoječih bonitetnih in davčnih predpisov (Sušnik, 2000, str. 10).

2.1 Institucionalni model

Model institucionalnega nadzora je eden izmed klasičnih oblik finančnega nadzora. Gre za pristop glede na pravni status reguliranega podjetja (banka, zavarovalnica, ...), kar nato določa kateri regulator je zadolžen za nadzor nad določeno dejavnostjo. Pravni status podjetja tako določa dovoljen obseg poslovnih dejavnosti podjetja in se lahko skozi čas tudi spremeni (The Group of Thirty, 2008).

Llewellyn (2006, str.11–13) meni, da obstaja več razlogov, zakaj je institucionalni model regulativnih in nadzornih organov pomemben:

1. Institucionalni model predvsem vpliva na splošno učinkovitost regulacije in nadzora zaradi strokovnega znanja, izkušenj in kulture, ki se razvija v določeni regulatorni agenciji, in modelih, ki jih sprejme. Po mnenju nekaterih je enotna, bolj diverzificirana

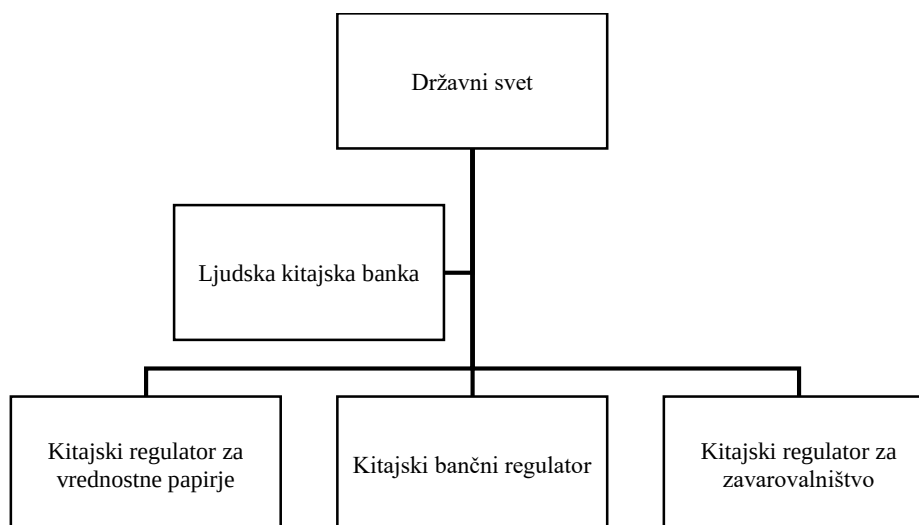
ali konglomeratska regulacija bolj učinkovita preprosto zato, ker je njihov cilj jasno opredeljen. Delno se skriva razlog v tem, da obstajajo transakcijski stroški povezani s spremembami v strukturi institucij. Obstaja nevarnost, da se bodo strokovnost, skupinsko znanje in izkušnje izgubile, ko pride do sprememb.

2. V tesni povezanosti z uspešnostjo je vprašanje jasne odgovornosti za posamezne vidike ali cilje regulacije. To postavlja vprašanje nadzorniškega rivalstva in sporov.
3. Redkokdaj je določen le en cilj regulacije, ko pa je določenih več ciljev, so si ti lahko v nasprotju. Kljub temu drži, da se lahko tudi ostali modeli regulacije bolj ali manj uspešno spopadajo z navzkrižjem interesov. Vprašanje je, ali se je s konflikti interesov lažje spopasti znotraj enega samega regulatorja/agencije ali med regulatorji, kjer je odgovornost za posamezne cilje jasno opredeljena. To je vprašanje transakcijskih stroškov: ali so ti nižji, če se spori rešujejo znotraj, kot pa če se rešujejo zunaj (med več regulatorji).
4. Različni modeli regulacije imajo različne vplive na stroške regulacije. Po eni strani, če obstajajo ekonomije obsega v regulaciji, potem bi bile prednosti v majhnem številu agencij, ali v enotnem organu. Po drugi strani pa lahko enoten regulator, ki zajema najrazličnejše finančne institucije, sprejme neprimeren regulativni režim, ker je morda njegova naloga preobsežna in neosredotočena. To bi lahko skladnost in strukturne stroške regulacije celo dvignili, pa čeprav samo institucionalne stroške regulativnih agencij (t.j. stroške vodenja agencije), ki bi morda lahko bili nižji.
5. Glavno vprašanje se nanaša na podvajanje ali pomanjkanje podatkov, zlasti, če določen model povzroča nepotrebno podvajanje regulativnih dejavnosti in s tem stroške za podjetje ali pa nekateri vidiki poslovanja ali institucije padejo skupaj pod drobnogled.
6. Pri odnosih z javnostjo je verodostojnost pomembno vprašanje v primeru več agencij. Takrat ni vedno popolnoma jasno, katera agencija/regulator je pristojna za posamezna področja regulacije, oz. komu se pritožiti, da bo pritožba obravnavana.

2.1.1 Model institucionalnega nadzora: Kitajska in Mehika

Kitajska deluje pod institucionalnim modelom, z nekaterimi elementi funkcionalnega nadzora. Medtem ko so se večinoma vsi svetovni organi nadzora z reformami v zadnjih petindvajsetih letih bolj ali manj pomikali proti konsolidiranemu modelu ali t.i. »Twin Peaks« modelu, se Kitajska ni (The Group of Thirty, 2008).

Slika 2: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema na Kitajskem



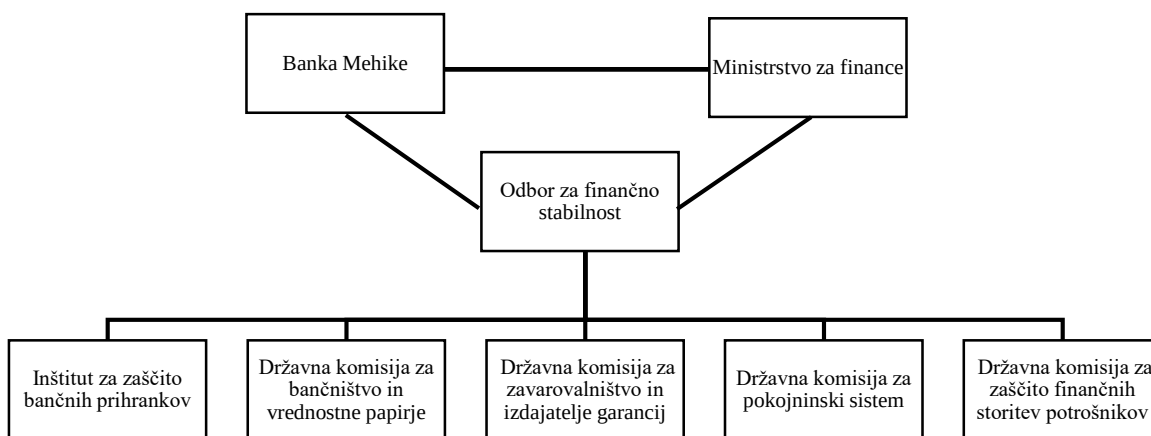
Vir: *The Group of Thirty, The structure of financial supervision, 2008, str. 61.*

V preteklosti je bil finančni nadzor združen v Ljudski kitajski banki (angl. *People's Bank of China*), ki je centralna banka Kitajske. Skozi serijo reform v zadnjih petindvajsetih letih se je Kitajska pomaknila k institucionalnemu modelu, kjer so bančništvo, vrednostni papirji in zavarovalništvo nadzorovani s strani ločenih nadzornikov. Od leta 1998 je Kitajski regulator za vrednostne papirje (angl. *China Securities Regulatory Commission – CSRD*) pristojen za nadzor in urejanje osnovnih in izvedenih finančnih instrumentov. Odgovoren je za podjetja, ki kotirajo na borzi, podjetja za vrednostne papirje in trge. Osredotoča se na varovanje srednjih in malih vlagateljev. Leta 1998 je bil ustanovljen Kitajski regulator za zavarovalništvo (angl. *China Insurance Regulatory Commission – CIRC*). V letu 2003 se je glavna odgovornost za nadzor in regulacijo bančnega sektorja preselila iz Ljudske kitajske banke na novega Kitajskega bančnega regulatorja (angl. *China Banking Regulatory Commission – CBRC*), katerega odgovornosti vključujejo nadzor nad bankami, podjetji za upravljanje finančnega premoženja in drugimi depozitnimi finančnimi institucijami. Njegova odgovornost zajema odobritev licenc novim bančnim institucijam, oblikovanje novih bonitetnih pravil in predpisov in vodenje natančnejših pregledov in raziskav. Vloga Ljudske kitajske banke je zdaj omejena na oblikovanje in izvajanje denarne politike in ohranjanje finančne stabilnosti. Vseeno ohranja vlogo pri ohranjanju regulacije. Natančneje, guverner banke je član Državnega sveta Kitajske, ki je izvršilni organ vlade. Kot taka ima centralna banka nadaljnji vpliv na splošno smer finančne reforme, še posebej ko se razpravlja o vprašanjih, o katerih odloča Državni svet. Če Državni svet na Kitajskem primerjamo z institucijami EU, ugotovimo, da takega vpliva politike na organe nadzora ni oz. ga naj ne bi bilo. Glede na razvoj finančnih trgov, se institucionalni model na Kitajskem sooča s potrebo po prilagoditvi trgov: finančne storitve so postale bolj povezane in meje med klasičnim

bančništvom, vrednostnimi papirji in zavarovalnim sektorjem postajajo zabrisane (The Group of Thirty, 2008).

Mehika je drug primer države, kjer je nadzor večinoma zajet z institucionalnim modelom, čeprav je ta hibriden. Za regulacijo in nadzor finančnih subjektov so odgovorne naslednje institucije: Državna komisija za bančništvo in vrednostne papirje, Državna komisija za pokojninski sistem in Državna komisija za zavarovalništvo in izdajatelje garancij. Državna komisija za bančništvo in vrednostne papirje nadzira bančne institucije in borznoposredniške družbe. Njen glavni cilj je stabilnost in varnost regulacije ter nadzora vseh finančnih enot (razen posrednikov zavarovanj, obveznic podjetij in pokojninskih skladov). Naslednji nadzorni organ Mehike se imenuje Državna komisija za zaščito finančnih storitev potrošnikov in je odgovoren za varstvo potrošnikov. Nadzira vodenje poslov in ne opravlja bonitetnega nadzora. Državna komisija za zavarovalništvo in izdajatelje garancij je bonitetni regulator in nadzornik zavarovalnic ter izdajateljev garancij. Svet guvernerjev Državne komisije za bančništvo in vrednostne papirje ima predstavnike na drugih vejah oblasti, vključno z Ministrstvom za finance, Banko Mehike, Državno komisijo za zavarovalništvo in izdajatelje garancij ter Državno komisijo za pokojninski sistem (The Group of Thirty, 2008).

Slika 3: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema v Mehiki



Vir: The Group of Thirty, The structure of financial supervision, 2008, str. 80.

Banka Mehike, ki je centralna banka, neposredno ne ureja ali nadzoruje finančnih subjektov, lahko pa predlaga predpise, v kolikor vidi obstoječe, ki so nezadostni. Banka Mehike je

posojilodajalec v skrajni sili. Glavni cilji Banke Mehike so: spodbujati stabilnost cen, spodbujati razvoj finančnega sistema in pravilno delovanje plačilnega sistema. Naslednji organ, Odbor za finančno stabilnost obravnava finančne institucije »ki so prevelike, da bi propadle«, v kolikor se soočajo z morebitno krizo likvidnosti ali solventnosti. Finančni regulativni sistem Mehike zajema tudi Inštitut za zaščito bančnih prihrankov, ki je pristojen za zavarovanje depozitov v Mehiki (The group of Thirty, 2008, str. 24–26).

2.1.2 Model institucionalnega nadzora: Evropska unija

V letu 1998/99 so se člani Evropske komisije lotili ambicioznega projekta reforme izgradnje enotnega trga za finančne storitve. Medtem ko se je spreminjala porazdelitev moči med evropskimi in nacionalnimi akterji, je začetek uvedbe postopka v **Lamfalussyjevem procesu** zagotovo privedlo do povečanega napredka v novi regulaciji. Konsolidacija finančnih trgov v EU se hitro premika naprej. Z gospodarskega vidika to prispeva k dobrobiti celotnega prebivalstva in konsolidiran finančni trg vodi k višjim stopnjam rasti. Lamfalussyjev proces je pristop na področju razvoja regulacije finančnih storitev. Konsolidacija finančnih trgov v EU se hitro premika naprej. Z gospodarskega vidika to prispeva k dobrobiti celotnega prebivalstva, saj konsolidiran finančni trg vodi k višjim stopnjam rasti (Gottwald, 2005).

V okviru Lamfalussyjevega procesa se je na področju regulacije EU razvil koncept treh odborov, ki delujejo na področju nadzora bank, zavarovalnic in kapitalskega trga. Na podlagi Direktive Evropskega parlamenta in sveta 2005/1/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve so bili leta 2005 ustanovljeni trije organi:

- Komisija evropskih bančnih nadzornikov (angl. *Committee of European Banking Supervisors – CEBS*), ki se danes imenuje Evropski bančni organ (*European Banking Authority – EBA*),
- Komisija evropskih zavarovalniških nadzornikov ter nadzornikov za poklicne pokojnine (angl. *Committee of European Insurance and Occupational Pensional Supervisors – CEIOPS*),
- Komisija evropskih regulatorjev za vrednostne papirje (angl. *Committee of European Securities Regulators – CESR*).

Kot odgovor na finančno krizo je Predsednik Evropske komisije Jose Manuel Barroso konec leta 2008 Larosierovi skupini podal nalogo raziskati prihodnjo evropsko finančno ureditev in nadzor. Larosierova skupina je na visoki ravni za finančni nadzor pod predsedstvom Jacquesa de Larosiera štela osem članov. Skupina je v začetku leta 2009 podala svoj odgovor v obsežnem poročilu skupaj z ugotovitvami in priporočili. Končno poročilo de Larosierove skupine je določilo vizijo novega sistema evropskega finančnega sistema, ki zajema

predloge za krepitev sodelovanja in usklajevanja med nacionalnimi nadzornimi organi ter vzpostavitev novih evropskih nadzornih organov, ki so povezani na mikro in makro ravni nadzora.

Larosierova skupina verjame, da zmorejo svetovni monetarni organi ter njihovi regulativni in nadzorni finančni organi narediti veliko več, da se v prihodnje zmanjša možnost ponovitve dogodkov. Možno je preprečiti vrsto sistemskih in občutljivih med seboj povezanih točk, ki smo jih zaznali in ki povzročajo nalezljive učinke (The de Larosiere Group, 2009).

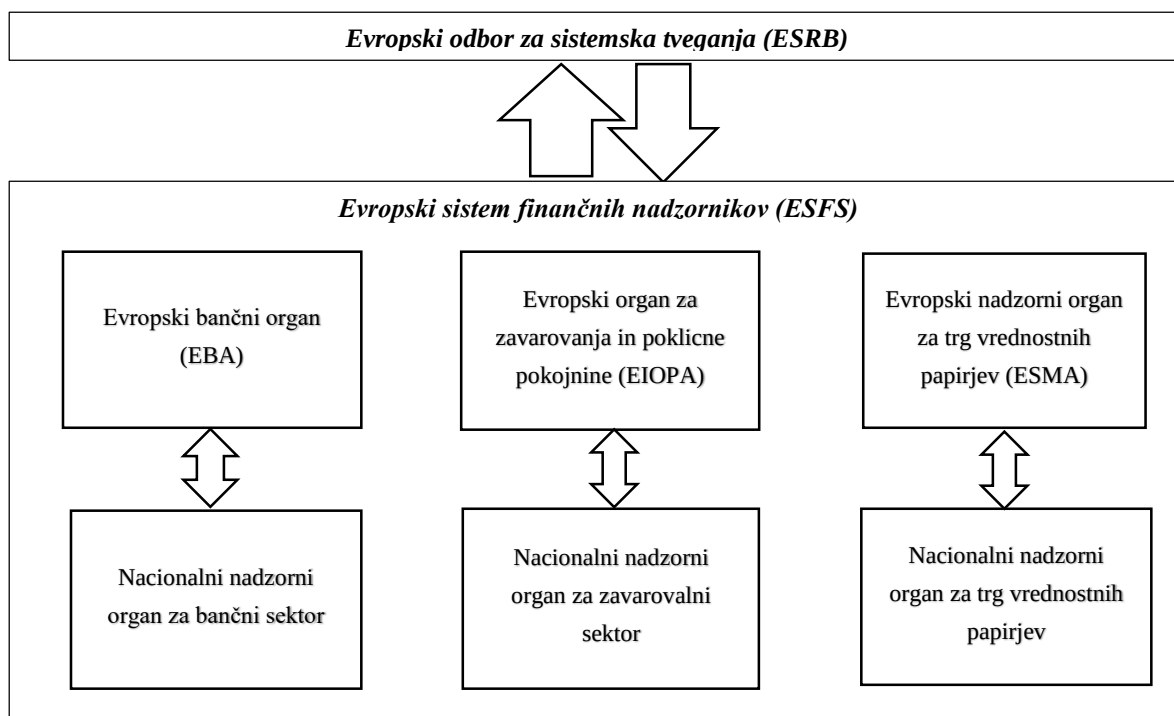
Larosierova skupina je predlagala Evropski sistem finančnih nadzornikov, ki bi ga sestavljali trije evropski nadzorni organi: organ za bančni sektor, organ za zavarovalniški sektor in poklicne pokojnine ter organ za trg vrednostnih papirjev. Čeprav Larosierovo poročilo omenja model »Twin Peaks« (funkcionalni model), je bil izbran institucionalni model (Schoenmaker, 2011). V primeru modela »Twin Peaks« gre za dva regulatorja. Enega, ki je pristojen za bonitetni nadzor in drugega, ki je pristojen za nadzor vodenja poslov. V primeru evropskega sistema je bil predlagan institucionalni model, ki zajema tri nadzornike: nadzornika za bonitetni nadzor, nadzornika za zavarovalništvo in nadzornika za trg vrednostnih papirjev.

Na pravni podlagi Uredbe (EU) št. 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010 Evropskega parlamenta o ustanovitvi evropskega nadzornega organa so se oblikovali naslednji nadzorniki:

- Evropski bančni organ (angl. *European Banking Authority* – EBA),
- Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (angl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA),
- Evropski nadzorni organ za trg vrednostnih papirjev (angl. *European Securities and Markets Authority* – ESMA),
- Evropski odbor za sistemska tveganja (angl. *European Systemic Risk Board* – ESRB).

Mikrobonitetni nadzor pokrivajo Evropski bančni organ, Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine ter Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine. Za makrobonitetni nadzor je zadolžen Evropski odbor za sistemska tveganja (Evropski parlament, 2014).

Slika 4: Institucionalni okvir za finančno stabilnost Evropske unije



Vir: *The High-Level Group on Financial Supervision in EU, Report, 2009, str. 58.*

Evropski sistem finančnega nadzora je mreža, ki povezuje tri evropske nadzorne organe in Evropski odbor za sistemska tveganja in nacionalne nadzornike. Njegova glavna odgovornost je zagotoviti ustrezen in konsistenten finančni nadzor v celotni EU (European banking authority, 2015).

Evropski bančni organ (v nadaljevanju EBA) zagotavlja učinkovito stopnjo ureditve varnega poslovanja ter nadzora v evropskem bančnem sektorju. Njegov cilj je ohranяти finančno stabilnost v EU ter zagotavljati pravilno delovanje bančnega sektorja, učinkovitost in integriteto. EBA je odgovoren Evropskemu parlamentu, Svetu Evropske unije in Evropski komisiji. Njegova glavna naloga je prispevati k vzpostavitvi enotnih evropskih pravil v bančništvu s sprejetjem zavezujočih tehničnih standardov in smernic, prav tako igra pomembno vlogo pri spodbujanju konvergence nadzornih praks za zagotavljanje uporabe bonitetnih pravil. Organ je odgovoren za oceno tveganja in ranljivosti v bančnem sektorju (European Banking Authority, 2015).

Evropski organ za zavarovanje in poklicne pokojnine (v nadaljevanju EIOPA) narekuje zakonske in tehnične standarde, ki spremljajo zakonodajo in veljajo za zavarovalnice, finančne konglomerate, poklicne pokojnine in zavarovalne posrednike. Prav tako je

pooblaščen za izdajo smernic in priporočil o uporabi evropskega prava. EIOPA zagotavlja stabilnost zavarovalniških trgov ter zaščito upravičencev, članov pokojninskih skladov ter zavarovancev. Spremlja ravnanja potrošnikov ter ocenjuje tveganja tržišč (Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine, 2015).

Evropski nadzorni organ za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ESMA) prispeva k ohranjanju stabilnosti finančnega sistema EU z zagotavljanjem integritete, učinkovitosti in pravilnega delovanja trga vrednostnih papirjev ter izboljšanjem zaščite vlagateljev. Delo ESME na zakonodaji ravni prispeva k enotnim pravilom po vsej Evropi, kar omogoča dosledno obravnavo vlagateljev. Prav tako spodbuja enake konkurenčne pogoje za ponudnike finančnih storitev ter zagotavlja uspešen in stroškovno učinkovit nadzor (ESMA, 2015).

Evropski odbor za sistemska tveganja (v nadaljevanju ESRB) je pristojen za makrobonitetni nadzor nad finančnim sistemom v EU z namenom preprečevanja oz. ublažitve sistemskih tveganj finančne stabilnosti v EU. Odgovoren je za prepoznavanje in prednostno obravnavo sistemskih tveganj, izdajo opozoril, kadar je to potrebno, izdajanje priporočil za sanacijske ukrepe, usklajevanje svojih ukrepov z Mednarodnim denarnim skladom in Odborom za finančno stabilnost (European Systemic Risk Board, 2015).

Organi v evropskem sistemu finančnega nadzora se na mednarodni ravni usklajujejo z različnimi ustanovami (Evropski parlament, 2014).

2.1.2.1 Bančni nadzor

Pomembnost bančnega nadzora se je pokazala v nedavni finančni krizi, zato je ključnega pomena, da se bančna pravila in standardi neprestano posodablajo - predvsem zaradi potrebnega sledenja nenehnim spremembam v finančnem okolju ter zagotavljanja stabilnega ter kredibilnega finančnega bančnega sistema. Razlogi, da so centralne banke kot nadzorniki zainteresirane za dobro poslovanje bančnega sistema, so po Štiblarju (2010) sledeči: interes za stabilnost finančnega sistema, katerega ni mogoče doseči brez stabilnosti bančnega sistema; poslovne banke lahko preko odobritve kreditov vplivajo na količino denarja v obtoku; učinkovitost finančnega sistema je v veliki meri odvisna od učinkovitosti bančnega sistema; interes centralnih bank je zaščita deponentov zaradi obstoja asimetričnih informacij in nevarnosti širjenja panike v primeru zloma posamezne banke.

Podlaga za bančni nadzor v Evropski Uniji so t.i. baselski standardi, ki so bili nato implementirani v evropsko zakonodajo tako, da se ujemajo z obstoječimi zakoni ali dogovori tako na nivoju EU, kot tudi na nivoju posameznih držav članic. Baselski standardi, sprejeti s strani Baselskega odbora za bančni nadzor (Basel Committee on Banking Supervision,

2012), so ustanovili guvernerji centralnih bank desetih najrazvitejših držav (Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, 1995). Glavni cilji tega odbora so izboljšave v kakovosti bančnega nadzora na svetovni ravni. Primarna vloga Baselskega odbora je določitev postopkov za izboljšanje sistemov zgodnjega opozarjanja in predvidevanja izrednih dogodkov, ki pomembno vplivajo na delovanje finančnega sistema (Basel Committee on Banking Supervision, 2015). Prvi standard, Basel I je bil sprejet že leta 1988, sledila sta mu Basel II (sprejet leta 2004) ter Basel III (sprejet decembra 2010), ki pa se nadgrajuje s spremembami in izboljšavami t. i. »Paketa CRD IV«, ki je opisan proti koncu poglavja.

Basel II je v evropsko zakonodajo prenešen z Direktivama o kapitalskih zahtevah 2006/48/ES in 2006/49/ES. Glavne spremembe sporazuma Basel II, glede na Basel I so:

- večje priznavanje internih sistemov bank za oceno tveganj,
- selitev poudarka z regulative na nadzor,
- fleksibilnost pravil,
- spodbude za boljše upravljanje s tveganji.

Cilji Basel II vključujejo ustvarjanje boljše povezave med minimalnim regulatornim kapitalom in tveganjem, krepitev tržne discipline in podpiranje enakih konkurenčnih pogojev v vedno bolj konsolidiranem globalnem finančnem sistemu. Okvir Basel II ima strukturo, sestavljeno iz treh stebrov, in sicer minimalnih kapitalskih zahtev (1. steber), regulatornega nadzora (2. steber) in tržne discipline (3. steber) (Schoenmaker, 2011).

Tabela 1: Okvir Basel II

Steber 1 Minimalne kapitalske zahteve	Steber 2 Regulatorni nadzor	Steber 3 Tržna disciplina
<i>Kreditno tveganje</i> • Standardiziran pristop • Pristop, ki temelji na interni bonitetni oceni • Pristop, ki temelji na notranji oceni <i>Operativno tveganje</i> • Standardiziran pristop • Pristop na notranji oceni • Pristop merjenja vnaprej <i>Tržna tveganja</i> • Model tvegane vrednosti	<i>Ekonomski kapital</i> • Ocena sistemskega tveganja s strani regulatornega organa	<i>Transparentnost</i> • Zahteve po razkritju količine in sestave kapitala glede na profil tveganja

Vir: Financial Supervision in the EU, 2011.

Tabela 1 predstavlja stebre Okvira Basel II. Basel II v 1. stebru dokaj natančno predpisuje minimalni kapital potreben za obvladovanje kreditnega, tržnega in operativnega tveganja, ki ga mora imeti vsaka banka. Minimalni koeficient kapitalске ustreznosti je 8%, ki pa ni nujno tudi pogoj za zagotovitev varnega poslovanja banke (Pregelj, 2009, str. 33).

2. steber okvira Basel II je t.i. nadzorni pregled in predstavlja kvalitativni dodatek k prvemu, kvantitativnemu stebru določanja kapitalске ustreznosti bank. Nadzorni pregled zahteva od nadzornikov, da preverjajo, ali banke korektno računajo kapitalске zahteve ter ocenjujejo tveganja, ki so jih izpostavile pri svojem poslovanju. Cilj nadzornikov pri preverjanju kapitalске moči bank in njihove strategije na tem področju je zagotoviti, da je obseg kapitala skladen s tveganostjo njihovega celotnega poslovanja). Če banke želijo preveriti točnost ocene kapitala, morajo opravljati retroaktivne teste realiziranih rezultatov glede na model ocen in stresnih testov določenih scenarijev. Nadzorni pregled pomeni, da nadzorni organi preučijo dejavnosti in profil tveganja banke, da bi videli, ali obstaja potreba po dodatnem kapitalu v bankah (Schoenmaker, 2011).

Cilj stebra 3 je povečati tržno disciplino s povečanjem transparentnosti višine in sestave kapitala glede na profil tveganja banke. Tretji steber pokaže, da ima tržna disciplina potencial za okrepitev minimalnih standardov kapitala (steber 1) in postopka nadzornega pregleda (steber 2) in s tem spodbujanja varnosti in stabilnosti bank. Tržna disciplina nalaga močne spodbude za banke, da poslujejo na varen, zanesljiv in učinkovit način, vključno s spodbudo za ohranitev močne kapitalске osnove (Schoenmaker, 2011).

Kot odgovor na globalno finančno krizo je Baselski odbor za bančni nadzor predlagal trdnjše kapitalске in likvidnostne standarde za finančne institucije. Zahteve Basla III je prevzela tudi Evropska komisija kot del regulacije bank, ki se bo v praksi postopoma uveljavljala do leta 2019. Predlagani standardi predvidevajo strožje zahteve pri definiranju kapitala in strožje upravljanje likvidnostnih tveganj z namenom, da se trenutna krizna situacija v prihodnje ne bi ponovila (Kos & Kosić, 2010, str. 46).

Predstavljene reforme ciljajo na (Basel Committee on Banking Supervision, 2011, str. 1):

- regulacijo skrbnega in varnega poslovanja na mikro ravni, kar bo ob uspešni implementaciji pomagalo dvigniti odpornost posamezne bančne institucije ob stresnih obdobjih;
- sistemsko pomembna tveganja na makro ravni, ki se lahko prenesejo na celotni bančni sektor, kakor tudi na prociklične amplifikacije omenjenih tveganj skozi čas.

Regulacija bank, kot je predvidena v okviru Basel III od bank in investicijskih družb zahteva več kakovostnejšega kapitala, s katerim bodo banke lahko pokrivala morebitne izgube v

prihodnosti. Kot dodatno zavarovanje morajo banke tudi vzdrževati dodatne kapitalske rezerve, potrebno je znižanje finančnega vzvoda, omejeno in bolj regulirano mora biti tudi trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti. Elementi Basla III veliko pozornost namenjajo tudi področju likvidnosti na področjih tveganja, upravljanja denarnih tokov in zagotavljanja ustrezne kratkoročne in dolgoročne likvidnosti bank. Pričakovati je, da bo upravljanje bank v okviru sprememb Basla III učinkovitejše, manjša bo možnost propada bank, izboljšana bo varnost depozitov, za zanesljiva podjetja in organizacije pa bo tudi v stresnih obdobjih možnost kreditne aktivnosti. Dodatno se omenja tudi enakopravnost pri obravnavi mednarodno aktivnih institucij ter večjo konkurenčnost bank v celotni EU (Evropska komisija, 2011, str. 2–3). Tako kot Basel II tudi Basel III temelji na treh stebrih: 1. steber je Kvantitativni steber, 2. steber, imenovan Regulatorni nadzor in 3. steber, imenovan Tržna disciplina. Sama organizacija standardov je torej enaka kot pri Baslu II, vendar močno zaostruje zahteve v vseh treh stebrih.

Basel III bo bistveno okrepil bančni sistem na način (HM Treasury, 2011):

- izboljšanja kakovosti kapitala, ki je potreben, da ga banke držijo;
- občutnega povečanja kapitalskih zahtev, za banke bodo veljale omejitve glede njihove sposobnosti za distribucijo kapitala skozi dividende in bonuse, če le ti padejo pod mejo varovanega;
- izvajanja proticikličnih vplivov do 2,5 % lastniškega kapitala;
- razmerje finančnega vzvoda naj deluje kot varovalo za tveganja prilagojenih kapitalskih zahtev, poleg tega je dogovorjeno, da se bo stopnja finančnega vzvoda povečala (namesto nadzornega indikatorja) leta 2018;
- uvedbo mednarodno dogovorjenih likvidnostnih zahtev.

Perotti in Suarez (2009, str. 7) sta podala kritiko postavljenih baselskih standardov, saj minimalne likvidnostne zahteve panike ne preprečijo v celoti, hkrati pa zahtevajo neučinkovito zbiranje zaloge likvidnih sredstev v normalnih časih. Ko zaupanje pade, bi lahko vse banke hkrati odprodale likvidnostne rezerve, ki delujejo kot sprožilci za nadaljnjo likvidnostno krizo. Likvidnostne zahteve, kot jih je predlagal Basel III, se preveč zanašajo na kvantitativne mere oz. zahteve za obvladovanje likvidnostnega tveganja, hkrati pa bodo za banke te zahteve zelo drage.

Z namenom uvedbe sprememb in izboljšav, ki jih prinaša Basel III, sta Evropski parlament in Svet Evropske unije sprejela novo kapitalsko direktivo in uredbo: uredbo o kapitalskih zahtevah ter direktivo o kapitalskih zahtevah (omenjeno v uvodu tega poglavja). Nova zakonodaja je bila objavljena v Uradnem listu v sredini leta 2013, banke in investicijska podjetja pa morajo uporabljati nova pravila od 01.01.2014, s polno implementacijo do januarja 2019. Države članice morajo prenesti direktivo v nacionalno zakonodajo, uredba pa velja

neposredno, kar pomeni, da predstavlja zakon, ki se nemudoma uporabi v vseh državah članicah enako kot nacionalni instrument, brez vsakršnega posredovanja nacionalnih oblasti.

Prenos Basla III v EU, t.i. »Paket CRD IV«, ki je sestavljen iz uredbe o kapitalskih zahtevah (angl. *Capital Requirements Regulation – CRR*), je bil sprejet z Uredbo (EU) št. 575/2013 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26.06.2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja ter četrte izdaje direktive o kapitalskih zahtevah in četrte izdaje direktive o kapitalskih zahtevah (angl. *Capital Requirements Directive – CRD*), ki je bila sprejeta z Direktivo 2013/36/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26.06.2013 o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij. Baselski standardi so mednarodna ureditev, ki ni vezana samo na EU, medtem ko je CRD IV evropska direktiva. Banke in investicijska podjetja morajo uporabljati nova pravila od 01.01.2014, s polno implementacijo do 01.01.2019.

Spremembe ki jih prinašata uredba o kapitalskih zahtevah in direktiva o kapitalskih zahtevah (Doles, 2013, 3–6):

- Kapital: količnik skupnega kapitala ostaja na 8 % skupne izpostavljenosti tveganjem, poveča se le delež kapitala najvišje kakovosti – navadni lastniški temeljni kapital (angl. *Common equity tier 1*), in to iz 2 % na 4,5 %.
- Varovani kapitalski blažilnik: poleg navadnega lastniškega temeljnega kapitala, ki se zagotavlja za izpolnitev osnovne kapitalske zahteve (4,5 %), še varovani kapitalski blažilnik v višini 2,5 % z namenom ohranitve kapitala banke.
- Proticiklični kapitalski blažilnik: proticiklični kapitalski blažilnik zahteva od bank, da imajo dodan znesek navadnega lastniškega temeljnega kapitala (do 2,5 %) z namenom nevtraliziranja posledic gospodarskega cikla na bančno posojilno aktivnost. Tako postane ponudba manj volatilna, zmanjša pa se verjetnost posojilnih balonov in krčev.
- Blažilnik za globalno sistemsko pomembne institucije: obvezen blažilnik za sistemsko tveganje za banke, ki jih je pristojni organ identificiral kot globalno sistemsko pomembne institucije in naj bi znašal od 1-3,5 % skupne izpostavljenosti tveganjem.
- Blažilnik za druge sistemsko pomembne institucije: znaša do 2 % skupne izpostavljenosti tveganjem z namenom preprečitve škodljivega vpliva na notranjem trgu. Določen je lahko s strani nacionalnih nadzornikov za druge sistemsko pomembne institucije.
- Blažilnik sistemskih tveganj: lahko je uveden s strani držav članic in sicer v obliki navadnega lastniškega temeljnega kapitala za finančni sektor ali za enega ali več skupin sektorja. Namen blažilnika je preprečitev oz. zmanjšanje dolgoročnih in necikličnih sistemskih in makrobonitetnih tveganj.

- Likvidnostno kritje (angl. *Liquidity Coverage Requirement*, v nadaljevanju LCR) in zahteva po neto stabilnem financiranju (angl. *Net Stable Funding Requirement*, v nadaljevanju – NSFR).
- LCR je bila predvidena že po sporazumu v Baslu III, vendar bi imela negativen vpliv na realno gospodarstvo, zato so bila sprejeta nova pravila glede likvidnostnega kritja, ki predlaga postopno uvajanje LCR v obdobju petih let (začnši s 60 % LCR leta 2015 in postopnim naraščanjem za 10 % vsako leto, tako, da bo dosežena raven 100 % LCR v letu 2019). NSFR pa določa splošno pravilo, da morajo z letom 2016 institucije zagotoviti, da so dolgoročne obveznosti ustrezno izpolnjene z raznolikimi instrumenti za stabilno financiranje.

2.1.2.2 Zavarovalni nadzor

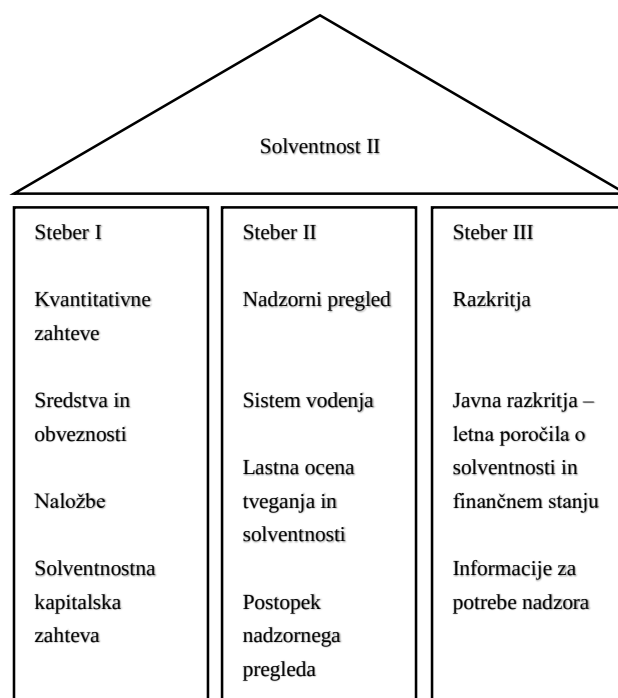
Tako kot je za bančni nadzor v zadnjih letih značilno posodabljanje zakonodaje in vpeljava novih smernic in sprememb, tako velja tudi za zavarovalni nadzor, kjer se trenutno implementira Solventnost II, ki je nadomestila Solventnost I.

Sistem solventnosti je bil uveden leta 1970. Omenjeni sistem je imel nekaj pomankljivosti, kot so pomanjkanje občutljivosti na nekatere vrste tveganj, dopuščanje prevelikega manevrskega prostora za države članice v smislu prilagajanja zakonodaje njihovim potrebam ter nezadostno urejanje nadzora zavarovalnih skupin. Sistem Solventnosti I je vzpostavil nadzorna pravila in povečal kapital, ki je potreben za izpolnitev obvez zavarovalnic do zavarovancev, vendar kalkulacija ni bila posebej občutljiva za tveganja (Štiblar & Štramel, 2008). Predlagan je bil popolnoma nov sistem urejanja solventnosti zavarovalnic in nadzora nad njimi. Evropska komisija je sprožila projekt Solventnost II (CEA, 2007, 5). Z začetkom leta 2016 je vstopila v veljavo Solventnost II, ki je bila v evropski sistem vpeljana z Direktivo 2009/138/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z novembrom 2009. Direktiva je stopila v veljavo junija 2013, predpisi Solventnosti II pa začnejo veljati z letom 2016. Solventnost II predstavlja temeljito revizijo obstoječega režima kapitalske ustreznosti za evropski zavarovalni sektor. Njen namen je oblikovati nova pravila za kapitalske zahteve in standarde za upravljanje s tveganji, ki bodo nadomestila obstoječe solventnostne zahteve. Solventnost II naj bi pomagala pri učinkovitejši zaščiti interesov zavarovancev, saj bo verjetnost nezmožnosti zavarovalnic za izplačevanje odškodnin v okviru novega solventnostnega režima močno zmanjšana. Solventnost II pa bo zavarovalnicam tudi omogočila lažje poslovanje oziroma sklepanje zavarovanj v drugih državah članicah Evropske Unije oziroma evropskega gospodarskega področja.

Kot lahko vidimo na sliki spodaj, Solventnost II temelji na treh stebrih (Agencija za zavarovalni nadzor, 2015):

- steber kvantitativnih zahtev (za zagotavljanje zadostnih sredstev za pokrivanje vseh obveznosti zavarovalnice),
- steber nadzornega pregleda,
- steber razkritij.

Slika 5: Tristebrna struktura Solventnosti II



Vir: A. Olesen et al., *Gearing up for Solvency II: The new business environment*, 2007, str. 5.

Tako kot Basel II bo tudi sistem Solventnost II razdeljen na tri stebre. Vsi stebri so medsebojno povezani, zato jih ne moremo obravnavati ločeno enega od drugega. Kljub podobnosti med sistemoma Basel II in Solventnost II pa med njima obstajajo mnoge razlike (Poynton, 2011).

Nova regulativa prinaša bistvene spremembe na področju upravljanja dolžniških naložb zavarovalnic. Izračun zahtevanega kapitala zavarovalnice (angl. *Solvency Capital Requirement*, v nadaljevanju SCR) je definiran v prvem stebru in je sestavljen iz različnih modulov in podmodulov. Ta steber odgovarja na vprašanje, koliko kapitala mora imeti zavarovalnica za vsako posamezno naložbo, ki jo drži v portfelju. Po novem morajo biti vse obveznosti in naložbe vrednotene po pošteni vrednosti. Cilj zavarovalnic po Solventnosti II je minimiziranje kapitalskih zahtev ter istočasno maksimiziranje donosa iz naložb. Z vidika razmerja med donosnostjo in zahtevanim kapitalom bo tako bolj smiselno investirati v dolžniške finančne instrumente z višjo bonitetno oceno in krajšim trajanjem. Primerjava

donosnosti na različnih kapitalskih trgih v različnih valutah ponazori, da je povečanje donosnosti na dolgi rok zaradi valutne izpostavljenosti po valutah različna, večinoma pa relativno nizka za vse naložbene razrede. Naložbe v tujih valutah so torej smiselne le na varovani osnovi (brez valutnega tveganja). Posledica je zaklenjen dodatni kapital za obvezniške naložbe z nizko bonitetno oceno in daljšim trajanjem ter za valutno nevarovane naložbe (Kirn, 2007).

Solventnost II bo veljala za vse (po)zavarovalnice, ki na letnem nivoju beležijo obračunano bruto premijo v višini več kot 5 mio EUR oz. njihove bruto zavarovalno-tehnične rezervacije presegajo 25 mio EUR.

Spremembe zaradi uvedbe Solventnosti II (Kirn, 2014):

- Rezultati zadnje kvantitativne študije QIS5 s strani EIOPE kažejo, da zavarovalnice ne bodo nujno in takoj potrebovale dodatnega kapitala, toda presežek kapitala nad zahtevanim bo nižji kot pod dosedanje ureditvijo.
- Vpliv Solventnosti II na različne naložbene razrede bo različen. Vpliv nove regulative zanemarljivo kreditno tveganje državnih obveznic, kar lahko na začetku zaradi dolžniške krize v državah EMU povzroči precejšnje tveganje za zavarovalnice.
- Učinek nove regulative naj bi bil najbolj viden v naložbenem razredu nefinančnih podjetniških obveznic. Nova regulativa bistveno bolj "kaznuje" dolžniške vrednostne papirje s slabšo boniteto in daljšo ročnostjo. Take obveznice imajo skoraj enako kapitalsko utež kot delnice. Za zavarovalnice bodo tako podjetniške obveznice bistveno manj zanimiva oz. primerna naložba. To se lahko odraža na zmanjšanju povpraševanju po teh obveznicah, posledično pa to vpliva na povišanje njihovih dolgoročnih obrestnih mer.
- Finančne obveznice bodo po novi regulativi bolj tvegane, kar se bo odražalo na padcu njihovih bonitenih ocen. Zmanjšano povpraševanje zavarovalnic po tem naložbenem razredu lahko vpliva na ceno, ki jo bodo banke morale plačevati za svoje vire.
- Dobro definirana regulativa pa zagotavlja kritnim obveznicam v primeru stečaja izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu kritnega premoženja.
- Donosnost delniških naložb po Solventnosti II se zdi v skladu s trenutnimi tržnimi pričakovanji dosegljiva, prav tako bodo delnice še vedno predstavljale zanimivo naložbo za zavarovalnice.
- Posledice razporejanja med dolžniškimi naložbenimi razredi bodo najbolj občutila nefinančna in finančna podjetja.
- Zavarovalnice so bile do sedaj izrazito dolgoročni investitor, ki je manj občutljiv na vsakodnevne spremembe cen dolžniških instrumentov. Nova regulativa jih bo »spremenila« v bistveno bolj občutljive investitorje. Sprememba v regulativi lahko vpliva na manjše povpraševanje zavarovalnic po manj likvidnih naložbenih razredih.

- Dobro upravljanje s tveganji bo za zavarovalnice postalo bistveno, saj bo uporaba različnih orodij in tehnik povečala uporabo izvedenih finančnih instrumentov.

2.1.2.3 Nadzor trga vrednostnih papirjev

Prav tako kot na bančnem in zavarovanem trgu, se je tudi na področju kapitalskih trgov, kot v odgovor na finančno krizo oblikovalo in dopolnilo več regulativ oz. zakonov, ki jih predstavljam v nadaljevanju. Nadzor vodenja poslov zajema bistvene naloge regulatorjev in nadzornikov institucij vrednostnih papirjev (IOSCO, 2003, str. 5–7):

- zagotavljanje pravičnosti, učinkovitosti in preglednosti trga,
- zmanjševanje sistemskega tveganja (nadzor nad kapitalsko ustreznostjo institucij),
- varovanje investitorjev.

Splošni zakonodajni okvir EU za trg vrednostnih papirjev zajema Direktivo 2014/65/EU Evropskega parlamenta in sveta z dne 15.5.2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU. Omenjena direktiva določa izvajanje nadzora, sodelovanje in izvrševanje s strani pristojnih organov. Direktiva prav tako zajema zahteve v zvezi z izdajanjem dovoljenj in pogoji poslovanja za investicijska podjetja ter opravljanje investicijskih poslov s strani podjetij iz tretjih držav. Direktiva določa tudi izdajanje dovoljenj za regulirane trge in njihovo poslovanje.

V Sloveniji s 3.7.2016 stopajo v veljavo Smernice ESME: **Alternativna merila uspešnosti poslovanja**, ki se sklicujejo na:

- Uredbo EU št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24.11.2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES,
- Uredbo št. 596/2014 z dne 16.04.2014 o zlorabi trga,
- Direktivo 2004/109/ES z dne 15. decembra 2004 o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu, in o spremembah Direktive 2001/34/ES ter Direktive 2007/14/ES,
- Direktivo 2003/71/ES z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje.

Alternativna merila uspešnosti so oblikovana z namenom spodbujanja uporabnosti in preglednosti alternativnih meril uspešnosti poslovanja, vključenih v prospekte ali predpisane informacije. Z upoštevanjem smernic se bodo izboljšale primerljivost, razumljivost in zanesljivost alternativnih meril uspešnosti poslovanja. Alternativna merila uspešnosti zajemajo finančna merila pretekla ali prihodnja finančna uspešnosti, finančnega položaja ali

denarnih tokov. Primeri alternativnih meril uspešnosti poslovanja so: operativni/gotovinski dobiček, dobiček pred enkratnimi stroški, dobiček pred obrestmi, davki, amortizacijo, neto dolg.

Smernice se nanašajo na nekaj sklopov, predstavljenih v nadaljevanju (ESMA, 2015):

- Razlaga uporabe alternativnih meril uspešnosti poslovanja
- Podjetja, ki so odgovorna za izdajo »prospektov«, bi morale jasno in razumljivo razkriti opredelitve vseh uporabljenih alternativnih meril uspešnosti na način, da upravniki razumejo njihovo pomembnost in zanesljivost.
- Uskladitve
- Razkriti je potrebno uskladitev alternativnega merila uspešnosti poslovanja z najbolj neposredno združljivo vrstično postavko ter vmesno ali skupno vsoto.
- Primerjalni podatki
- Alternativna merila uspešnosti poslovanja morajo spremljati primerjalni podatki za ustrezna prejšnja obdobja.
- Doslednost
- Doslednost se nanaša na skladnost opredelitve in izračuna alternativnega merila uspešnosti poslovanja skozi čas. Prav tako mora izdajatelj podati obrazložitev v primeru prenehanja razkrivanja alternativnega merila uspešnosti.

Z letom 2015 sta stopila v veljavo dva prenovljena zakona o investicijskih skladih: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-3) ter Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (ZUAIS).

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje v slovenski pravni red prenaša evropsko Direktivo št. 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov v zvezi s prevelikim zanašanjem na bonitetne ocene. Zakon ureja investicijske sklade ter upravljanje skladov. Po novem se definicijo investicijskega sklada uporablja tudi za sklade, v katere vlagajo le profesionalni vlagatelji. Investicijski skladi se tako delijo na (Potrč, 2015):

- kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in
- alternativne investicijske sklade (v nadaljevanju AIS), ki zajemajo alternativne zasebne investicijske sklade in alternativne javne investicijske sklade.

Novosti zakona ZISDU-3 se nanašajo na prepoved pomembnejšega vplivanja upravljanja izdajatelja in določa tveganja investicijskega sklada ter tehnike upravljanja sredstev. Družba za upravljanje se pri ocenjevanju kreditne sposobnosti izdajateljev finančnih instrumentov ne sme izključno ali avtomatično opirati na bonitetne ocene, ki jih izdajo bonitetne agencije. Investicijski sklad se lahko ustanovi za nedoločen ali določen čas, družba za upravljanje pa

mora za vsak odprt investicijski sklad izdati ter na spletnih straneh družbe objaviti revidirano polletno in letno poročilo investicijskega sklada in dokument s ključnimi podatki za vlaganje; za resničnost in popolnost podatkov je družba odškodninsko odgovorna (Potrč, 2015).

Sprememba zakona glede bonitetnih ocen je posledica finančne krize in s tem Direktive 2013/14/EU, ker so se v preteklosti institucije preveč zanašale na bonitetne ocene, izdane s strani bonitetnih agencij. S tem, ko se bo izboljšala kakovost naložb institucij (institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje, družbe za upravljanje in upravljalci AIS), se bo povečala tudi zaščita vlagateljev v te finančne produkte (Predlog zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov, 2015).

Dopolnjen in spremenjen Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov pa je v slovensko zakonodajo prenesel AIFM Direktivo (Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 08.06.2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU)), ki zagotavlja celovito ureditev nadzora upravljalcev alternativnih investicijskih skladov. Direktiva daje državam članicam možnost trženja vseh ali nekaterih vrst alternativnih investicijskih skladov, ki jih upravljajo upravitelji AIS. Cilj direktive je zagotovitev notranjega trga za upravljavce AIS ter usklajen regulativni in nadzorni okvir.

ZUAIS bo urejal AIS, ki so namenjeni profesionalnim vlagateljem (hedge skladi, nepremičniski skladi, skladi tveganega kapitala, skladi razvojnega in zagonskega kapitala). AIS do sedaj namreč niso bili regulirani in namen zakonodaje je to pomankljivost odpraviti.

2.2 Funkcionalni model

V skladu s funkcionalnim modelom je nadzorni pregled določen glede na vrsto dejavnosti, ki jo podjetje opravlja. Vsako poslovno področje ima lahko svojega regulatorja. Za primer: pod "čisti" funkcionalni model štejemo, če podjetje opravlja več dejavnosti, ki npr. vključujejo: bančništvo, vrednostne papirje in zavarovalne storitve. Podjetje bi v tem primeru torej moralo biti ločeno regulirano s strani različnih "funkcijskih" nadzornikov. Funkcijski regulator bi bil odgovoren za nadzor nad varnostjo in stabilnostjo enote dejavnosti.

Funkcionalni nadzor pomeni, da se specialistične nadzorne institucije organizirajo glede na jasno opredeljene funkcionalne aktivnosti, neodvisno od vrste institucije, ki te storitve nudi (Llewellyn, 1999, str. 43).

Če funkcionalni model primerjamo z institucionalnim, je razlika v tem, da gre pri institucionalnem modelu za pristop glede na pravni status reguliranega podjetja (npr. banka, zavarovalnica ...) V primeru konglomeratne institucije je v primeru funkcionalnega modela regulirano s strani več nadzornikov. Ko gre za institucionalni model je konglomeratna institucija regulirana s strani enega nadzornika (nadzornika, v pristojnosti katerega po svoji vrsti spada posamezna finančna institucija in tako nadzira vse njene aktivnosti).

Funkcionalni model nadzora naj bi odpravil slabosti institucionalnega nadzora, vendar se hkrati pojavljajo nove. Bistvene pomankljivosti funkcionalnega nadzora so v tem, da nadzornik nima pregleda in nadzora nad celoto vseh finančnih storitev, ki jih ponuja določen ekonomski subjekt, zato tudi ne more učinkovito nadzirati varnega in skrbnega poslovanja, saj je solventnost mogoče ugotoviti le na ravni celotnega podjetja. Ta model ustvarja priložnosti za izkoriščanje pravnih praznin, podvajanje ukrepov nadzora, več nadzornikov pa prinaša stroškovno neučinkovitost tako nadzornikov kot nadzorovanih institucij. Obenem lahko pride tudi do situacije, ko morajo finančne institucije hkrati zagovarjati neko dejanje vsem nadzornim organom, pa čeprav za različne razloge. Obstaja pa tudi možnost pomanjkanja nadzora na področjih, ki jih ni moč točno indentificirati (Di Giorgio, Di Noia, & Piatti 2000, str. 9–12).

Pogosto je težko jasno razlikovati tiste pristojnosti, ki so del institucionalnega modela od tistih pristojnosti, ki zajemajo funkcionalni model. Pomanjkanje jasnosti je razumljivo npr. v primeru, da je podjetju s strani regulatorjev odobreno, da se razširi na nova poslovna področja znotraj obstoječe enote. Institucionalni in funkcionalni model je tako težje ločiti (The Group of Thirty, 2008).

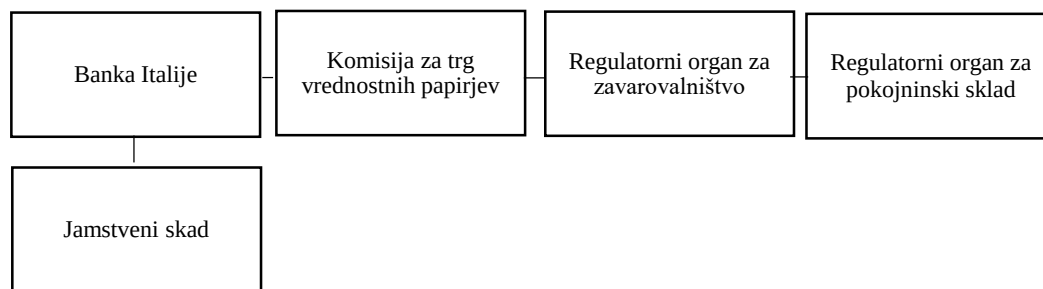
2.2.1 Primer funkcionalnega modela: Italija

Finančne storitve v Italiji so razdeljene med štiri glavne dejavnosti: bančništvo, investicijske storitve, upravljanje premoženja ter zavarovalništvo. Vsako področje ima svojega nadzornika, pravni okvir in pravila.

Centralna Banka Italije ima nadzor nad vsemi italijanskimi bankami. To je bonitetni regulator, katerega namen je zagotavljanje varnosti in zanesljivosti institucij. Z Banko Italije je tesno povezan Jamstveni sklad. Skupaj z nadzornimi dejavnostmi in vlogo posojilodajalca v skrajni sili so zajamčene vloge ene od osnovnih elementov t.i. varnostne mreže, katere cilj je stabilnost bančnega sistema. Poleg svoje odgovornosti za bančni nadzor se Banka Italije osredotoča tudi na stabilnost celotnega finančnega sistema. Ima zakonska pooblastila, da zagotavlja splošno stabilnost, učinkovitost in konkurenčnost finančnega sistema. Komisija za trg vrednostnih papirjev je javni organ za regulacijo vrednostnih papirjev in investicijskih storitev. Pristojna je za zagotavljanje: (a) transparentnosti in pregleda poslovanja

udeležencev na trgu vrednostnih papirjev; (b) razkritje popolnih in točnih informacij podjetij, ki kotirajo na borzi; (c) točnost dokumentov, ki se nanašajo na delnice in ponudbo vrednostnih papirjev za vlagatelje; in (d) upoštevanje računovodskih predpisov. Komisija za trg vrednostnih papirjev vodi preiskave, ki se nanašajo na notranje trgovanje in tržno manipulacijo. Nadzornik zavarovalniškega sektorja je v Italiji Regulatorni organ za zavarovalništvo. Regulatorni organ za zavarovalništvo je odgovoren za regulacijo in spremljanje dejavnosti zavarovalnih posrednikov. Zadolžen je za izvajanje vseh dejavnosti, ki so potrebne za varstvo zavarovancev. Regulatorni organ za pokojninski sklad je odgovoren za nadzor nad pokojninskimi sredstvi. Njegove naloge vključujejo izdajo dovoljenj, nadzor pokojninskih skladov ter zagotavljanje transparentnosti. Od leta 2004 je v Italiji prišlo do pomembnejših razprav glede potrebe po nadaljni strukturni reformi nadzornega modela. Nekateri predlogi so zajemali zmanjšanje števila nadzornih organov v upanju na oblikovanje učinkovitejšega regulativnega modela (The Group of Thirty, 2008, str. 26).

Slika 6: Prikaz modela finančnega regulativnega sistema v Italiji



Vir: The Group of Thirty, The structure of financial supervision, 2008, str. 110.

2.2.2 Primer funkcionalnega modela: Španija

Ureditev in nadzor finančnega sistema v Španiji sta razdeljena na tri dele, ki so sicer tesno povezani med seboj, vendar se vsak ukvarja s točno določenim področjem. Za kreditne institucije je zadolžena Banka Španije, trg vrednostnih papirjev je pod nadzorom španske Državne komisije za trg vrednostnih papirjev, zavarovalnice pa so predmet nadzora Direktorata za zavarovanje, ki deluje v okviru Ministrstva za ekonomijo in konkurenčnost (Comision Nacional Del Mercado De Valores, b.l.).

Za nadzor in ureditev kreditnih institucij je zadolžena Banka Španije. Kot regulativno telo institucij pa zakon določa Ministrstvo za ekonomijo in konkurenčnost, ki pooblastila prenese na Banko Španije, Banka Španije pa neposredno izvaja druge vidike (zelo stroge kazni, kot je preklic licence mora odobriti Ministrstvo, toda ustrezno kazni Ministrstvu predlaga Banka Španije) (Comision Nacional Del Mercado De Valores, b.l.).

Trg vrednostnih papirjev nadzira španska Državna komisija za trg vrednostnih papirjev - avtonomna organizacija javnega prava, ki je bila ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev. Komisija je nadzorni organ vseh podjetij, ki opravljajo investicijske storitve, pri čemer kreditne institucije, ki so aktivne na finančnih trgih (toda samo s to dejavnostjo) niso izključene. Glavna naloga Komisije je zagotavljanje transparentnosti in zaščite vlagateljev ter tekoče spremljanje praks in operacij na trgu vrednostnih papirjev. Prav tako kot pri Banki Španije, ima tudi tukaj glavna pooblastila Ministrstvo, ki pripravlja pripravljala in odobri bonitetna pravila, za njihovo izvajanje pa je zadolžena Komisija (Comision Nacional Del Mercado De Valores, b.l.).

Zavarovalni in pokojninski sklad sta pod nadzorom Generalnega direktorata za zavarovanje, ki deluje v okviru Ministrstva za ekonomijo in konkurenčnost. Ministrstvo je pooblaščen za nadzor zavarovalniških dejavnosti, z izjemo vzajemnih zavarovalnic, ki delujejo izključno v okviru avtonomnih skupnosti, pri čemer določena avtonomna skupnost prevzame nadzor nad njimi. Skladno s predpisi je Ministrstvo preneslo odgovornost za zavarovalni nadzor na Generalni direktorat za zavarovanje in pokojninski sklad (angl. *General Directorate of the Insurance and Pension Fund*, v nadaljevanju DGSFP), oddelek, ki deluje v okviru Ministrstva. DGSFP nadzira samo zasebno zavarovanje, socialna zavarovanja niso predmet njegovega nadzora. Socialno zavarovanje je sestavni del španskega sistema socialne varnosti in predstavlja zaščito v primeru invalidnosti, poškodbe na delu, bolezni, porodniške odsotnosti, nezaposlenosti in starosti (državna pokojnina). DGSFP je financiran iz državnega proračuna, kar pomeni, da je sistemsko odvisen od Ministrstva in kot tak ne more oblikovati svojega proračuna. Sistemska odvisnost oddelka ima za posledico dodatne slabe strani, ki vplivajo na njegovo organizacijsko in operativno avtonomijo, vključno z možnostjo zaposlovanja človeških virov, potrebnih za ustrezno izvajanje svojih nalog. Generalnega direktorja DGSFP neposredno imenuje Ministrstvo. DGSFP udeležencem ne zaračunava nobenih pristojbin, razen enkratne registracijske takse za posredovanje. DGSFP je odgovoren za nadzor zasebnega zavarovanja in pozavarovanja, posredniške zavarovalne dejavnosti, kapitalizacije in pokojninskih skladov. DGSFP nima regulativnih pristojnosti, vendar pa Ministrstvo pred izdajo predpisov v zvezi z zavarovanjem upošteva njegove predloge (International Monetary Fund, 2012).

Španija prav tako v velikem obsegu izvaja zahteve, določene z Zakonom o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma, tako za finančne institucije kot za nefinančna

podjetja in poklice (angl. *Designated non-financial businesses and professions*, v nadaljevanju DNFBP), pri čemer je za vse s tem povezane obveznosti odgovorna Izvršna služba Komisije za preprečevanje pranja denarja in finančnih prekrškov, skupaj s sektorskim nadzornim organom. Kar zadeva nadzor nad preprečevanjem pranja denarja in financiranjem terorizma, se ocena regulacije in nadzora finančnih institucij ter pooblastil nadzornikov v veliki meri nanaša tudi na nefinančna podjetja in poklice (The Financial Action Task Force, 2014).

3 KONSOLIDIRAN NADZOR

Nove tehnologije in napredek v informacijski komunikaciji povzročajo tudi globalizacijo financ. Ta trend je mogoče opaziti tudi v povezavi z bančništvom in finančnimi posredniki, trgi kapitala in finančnimi instrumenti. Na eni strani gre za povečano konsolidacijo funkcij, instrumentov in sredstev v finančnem sektorju. Banke, kapitalski trgi, zavarovalnice in druge finančne institucije, kot so naložbeni, zavarovalni in pokojninski skladi kažejo povečano soodvisnost in večdimenzionalne povezave. Pojavljajo se večje skupine, ki ponujajo celotno paleto finančnih storitev in produktov. Na drugi strani pa je povezovanje, ki je bilo že prej večinoma znotraj nacionalnih okvirjev, postalo bolj mednarodno: to je mogoče zaradi enotne valute v euro območju ter s povečanjem konsolidacije na borzah vrednostnih papirjev, kot tudi z objavo trgovanja akterjev v svetu (Di Giorgio & Di Noia, b.l., str. 2).

Opredelitev pojma »finančni trg« je tradicionalno vključevala bančne, finančne in zavarovalne segmente. Proces finančne konsolidacije je ustvaril skupen prostor, kjer zdaj vse finančne dejavnosti opravljajo podjetja, ki so včasih zakonsko določeno opravljala bolj enotne storitve. Položaj je ekstremen v primeru velikih posrednikov, imenovanih »konglomerati«. Potrebno je razlikovati med »finančnimi konglomerati«, katerih interesi so izključno ali pretežno finančne dejavnosti in »mešanimi konglomerati«, ki so pretežno komercialno ali industrijsko naravnani in vsebujejo vsaj en reguliran finančni subjekt v določenem delu družbe. Finančni konglomerati so opredeljeni kot katerakoli skupina podjetij pod skupnim upravljanjem, katerih izključne ali prevladujoče dejavnosti so zagotavljanje storitev v najmanj dveh različnih finančnih sektorjih (bančništvo, posredovanje in upravljanje vrednostnih papirjev, zavarovalništvo) (Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, 1995).

Zaradi kompleksnosti pojava so finančni konglomerati prinesli tudi negativne vidike, kot so: regulatorne arbitraže, problem okužbe, moralni hazard, problem transparentnosti, konflikt interesov in zloraba tržne moči. Do regulatorne arbitraže lahko pride, ko ima vodilni subjekt v konglomeratu vpliv na ostale člane skupine in se določene transakcije knjižijo v poslovnih knjigah na drugi subjekt, in ne na tistega, od katerega transakcije izvirajo. Primer regulatorne arbitraže je večkratno štetje kapitala (dvakratno uporabljen isti kapital za izkazovanje

kapitalske ustreznosti) ali prekomerna uporaba dolžniškega kapitala (družba mati se prekomerno zadolži, ta dolg pa v obliki lastniškega kapitala vloži v hčerinske družbe). Moralni hazard je povezan s konglomerati v smislu, da je konglomerat preveč pomemben za gospodarstvo, da bi si lahko privoščili njegov propad. Takšno dojemanje znotraj skupine lahko spodbuja tvegano obnašanje, ker konglomerat pričakuje, da ga bo v primeru težav rešila država (Ahčan, b.l.).

Razvoj finančnega sektorja v smeri vse večje povezanosti finančnih trgov in institucij je pripeljal do zameglitve meja med tradicionalnim bančništvom, zavarovalništvom in poslovanjem s finančnimi instrumenti. To je spodbudilo strokovno javnost k razmisleku o ustreznosti "večstebnega" nadzora in regulacije. Na trgu, kjer prevladujejo večje finančne skupine in finančni konglomerati, je za učinkovito izvajanje nadzornih nalog potreben sistem enotnega regulatorja in nadzornika trga, saj naj bi nadzorni sistem finančnega sektorja odražal vse značilnosti celotnega finančnega sektorja določene države (Wymeersch, 2008, str.17).

V zvezi z vse večjim povezovanjem finančnih trgov so za nadzornike ključne predvsem nevarnosti t.i. škodljivega vpliva/okužbe, prevelike izpostavljenosti med osebami znotraj skupine, kakovost in neodvisnost vodstva, moralni hazard in dostop do pomembnih informacij.

Kadar se likvidnostne in solventnostne težave enega podjetja v skupini prenesejo na druga podjetja v skupini, čeprav so le-ta finančno trda, govorimo o škodljivem vplivu. Večja kot je stopnja kompleksnosti finančne skupine, večje je tveganje škodljivega vpliva. O škodljivosti okužbe psihološke narave govorimo, kadar gre za nezainteresiranost tretjih oseb za sodelovanje z »okuženo« skupino, škodljivost vpliva pa izhaja iz notranjih razmerij in izpostavljenosti v skupini. Regulatorji in nadzorniki morajo poznati naravo notranjih izpostavljenosti v skupini in omejiti njihov obseg; v kolikor postanejo tveganja nesprejemljiva za regulirano podjetje. Cilj nadzora je spremljanje in omejevanje poslovanja reguliranih oseb z nereguliranimi deli skupine. Včasih finančne skupine namerno izberejo kompleksne strukture z namenom, da bi bile njihove aktivnosti nadzornikom nerazumljive ter na ta način onemogočajo nadzor. V takem primeru mora nadzornik vztrajati pri reorganizaciji aktivnosti finančne skupine. V kolikor se le-ta ne izvede, je regulator dolžan podjetju, ki je del tovrstne nepregledne skupine, odvzeti dovoljenje za poslovanje. Do avtonomije/neodvisnosti vodstva pride v primeru, ko se pojavi konflikt med zahtevami regulatorjev in nadzornikov ter zahtevami, ki jih vodstvu postavijo delničarji oz. vodstvo vplivnih nereguliranih delov skupine. Pojav moralnega hazarda se pojavlja v skupinah, ki vključujejo neregulirana podjetja. Nadzorniki morajo v teh primerih zbirati informacije iz tovrstnih podjetij tako, da ne dajejo vtisa, da so aktivnosti v podjetjih nadzorovane in spremljane. V nasprotnem primeru bi se lahko zgodilo, da bi podjetja tvegala več, saj bi

zmotno mislila, da jim bodo nadzorniki v primeru težav priskočili na pomoč (Sušnik, 2000, str. 10).

Direktiva EU 2002/87 določa zahteve glede solventnosti, posebej pri preprečevanju uporabe enakega kapitala kot blažilca tveganj v različnih pravnih osebah v isti pravni osebi konglomerata (večkratna uporaba sposojenega kapitala). Poleg tega poskuša zagotoviti koncentracijo upravljanja tveganja na ravni skupine in da so transakcije med podjetji v istem konglomeratu ustrezne. Prav tako se osredotoča na upravljanje s tveganji in na sisteme notranjih kontrol. Najpomembnejša zahteva obravnava funkcijo vodilnega nadzornika: za usklajen skupni nadzor konglomerata je potreben enoten nadzorni organ. Številni dogodki zadnjih let kažejo na težave takšne ureditve in zagotavljajo dokaze o večdimenzionalnem problemu, ki vključuje lokacijo, tip poslovanja, vrsto regulatorja, velikost nadzorovanih subjektov in stečajnih dogovorov (Di Giorgio & Di Noia, b.l., str. 2).

Taylor (1996) trdi, da regulativni sistem, ki predpostavlja jasno ločevanje med bančništvom, vrednostnimi papirji in zavarovanjem, ni več najboljši način za regulacijo finančnega sistema, v katerem so te razlike vse bolj nepomembne.

Pri obstoju številnih nadzornih organov obstaja tveganje, da se finančna podjetja lahko »vključijo« v neko obliko nadzorne arbitraže. Sem sodi umestitev določene finančne storitve ali izdelka v tisti del finančnega konglomerata, kjer so nadzorni stroški najnižji oziroma nadzorni pregled najmanj vsiljiv. Prav tako lahko podjetja oblikujejo nove finančne institucije ali preoblikujejo obstoječe z namenom zmanjšanja ali preprečitve nadzornega vpogleda (Abrams & Taylor, 2000).

Premik v smeri vsesplošnega sprejetja konsolidiranega modela nadzora je sprožil nekaj pomislekov, predstavljenih v nadaljevanju. Prvi dvom se nanaša na to, ali je konsolidiran nadzor izvedljiv, v smislu ali je možno obravnavati petdeset največjih podjetij na povsem enak način, ne glede na sektor, v katerem vsako podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost poslovanja. Medtem ko so se meje med finančnimi institucijami zabrisale, so sektorske razlike še vedno pomembne. Razlike v računovodenju kljubujejo smiselnemu združevanju zavarovalniškega poslovanja z bančnimi in investicijsko bančnimi dejavnostmi. Zelo malo finančnih konglomeratov dejansko vodi zavarovalne posle v povsem združenem načinu z bančnim poslovanjem. Pojavlja se vprašanje, ali bi bilo potrebno nadzor konsolidirati, če dejavnosti niso. Naslednje vprašanje se nanaša na to, ali lahko enoten nadzornik vzpostavi ustrezno ravnovesje med izvedbo nadzora nad ravnanjem udeležencev na trgu in mikrobonitetnim nadzorom ter makrobonitetnim nadzorom. Prav tako obstaja možnost, da je lahko enotni nadzornik z monopolnimi nadzornimi pooblastili bolj nagnjen k pretirani regulaciji. Zadnje vprašanje, ki se pojavlja pa je, ali je lahko enoten nadzornik z manj pooblastili fleksibilen tudi na daljše časovno obdobje (Herring & Carmassi, b.l.).

Mikrobonitetni nadzor pokriva vse aktivnosti, ki prispevajo k stabilnosti in učinkovitosti finančnega sistema, preprečevanju arbitraže, varstvu potrošnikov itd. Makrobonitetni nadzor pa pokriva nadzor nad sistemskim tveganjem (blaženje sistemskih tveganj za finančno stabilnost).

V primeru jasno začrtanih smernic lahko konsolidiran nadzornik doseže učinkovite prednosti. Nadzornik se mora zavedati spreminjajočih se okoliščin in temu primerno odreagirati ter spremeniti regulacijo/nadzor. V danem trenutku je regulacija lahko optimalna, toda če se okoliščine drastično spremenijo, se mora nadzornik temu primerno odzvati. Stopnja regulatorne konkurence lahko poveča učinkovitost finančnega sistema na dolgi rok, če se regulacija odziva na spreminjajoče se okoliščine (Herring & Carmasii, b.l).

3.1 Dvostebni model oz. model »Twin Peaks«

Dvostebni model temelji na načelu regulacije glede na cilj in se nanaša na regulatorni funkciji zagotavljanja varnosti in stabilnosti institucij (bonitetni nadzor) ter nadzor vodenja poslov (The Group of thirty, 2008). Dvostebni model se žargonsko imenuje »Twin Peaks«. V nadaljevanju predstavljam oba sestavna njegova dela: bonitetni nadzor in nadzor vodenja poslov.

3.1.1 Bonitetni nadzor

Bonitetni nadzor obsega naslednje faze (Lastra, 2006):

- Izdaja licenc in dovoljenj za delovanje finančnih institucij. Cilj te faze je ugotoviti, ali je podjetje oz. pravna oseba primerna za poslovanje na trgu finančnih storitev. V zvezi s tem temeljna baselska načela za učinkovit bančni nadzor navajajo, da mora postopek za izdajo licenc vsebovati najmanj oceno lastniške strukture ter sistema upravljanja banke, vključno s primernimi in ustreznimi člani nadzornega odbora in višjega managementa, njihovim strateškim in poslovnim načrtom, notranjimi kontrolami in tveganji in predvidenim finančnem stanjem, vključno s kapitalsko osnovo.
- Tekoče spremljanje finančnih institucij in finančnega sistema, zlasti kapitalske ustreznosti, likvidnosti, upravljanja, notranjih kontrol in dobička. Nadzor se izvaja s pomočjo širokega spektra instrumentov (inšpekcijskih pregledov, revizije, analiz statističnih analiz in internih kontrol). V primeru nepravilnosti morajo nadzorni organi ukrepati.
- Sankcioniranje ali uvedba sankcij v primeru neskladnosti z zakonom, goljufij, slabega upravljanja ali drugih vrst nepravilnosti.

- Krizno upravljanje, ki zajema posojilodajalca v skrajni sili, zavarovanje depozitov in postopek zaradi insolventnosti.

Namen makrobonitetne politike je »širjenje« obstoječega regulativnega okvira s poudarkom na sistemskem tveganju. Sistemsko tveganje lahko v grobem opredelimo kot tveganje za stabilnost celotnega ali velikega dela finančnega sektorja. Namen je, da se pregleda določitve posebnih uradnih zahtev, namenjenih zagotavljanju varnosti in stabilnosti posameznih podjetij, da bi opredelili zaželeno varnostne standarde za celotni finančni sistem. Makrobonitetna regulacija je pomemben dodatek k obstoječi mikrobonitetni finančni regulaciji (HM Treasury, 2011).

Zaradi strukturnih značilnosti finančnih trgov je lahko celotni sistem bolj dovzeten za negativne vplive. To vključuje (HM Treasury, 2011):

- Težave z informacijami: pomanjkanje preglednosti o nestanovitnosti donosov posameznih vrednostnih papirjev ali slabe informacije o bilancah drugih institucij, ki lahko vodijo k izpostavljenosti nevarnim sistemskim tveganjem. Predvsem v zgodnjih fazah nedavne finančne krize je bilo le malo znanega o razdelitvi drugorazrednih hipotek in z njimi povezanih vrednostnih papirjev. Če bi te informacije vlagatelji imeli na voljo, bi pokazali večjo previdnost v letih pred krizo.
- Neuskklajene spodbude: posamezni agenti bodo pogosto sprejemali odločitve, ki so smiselne in zaželeno iz lastne perspektive, lahko pa povzročajo težave druge s posledicami v agregatnih izidih. To je postalo jasno med nedavno krizo, ko je padec premoženja sredstev povzročil širok umik z denarnega trga, kratkoročnih depozitov, kar je še dodatno oslabilo bančne bilance in jih prisililo k prodaji vrednostnih papirjev, katerih vrednosti so hitro upadle.
- Tržna nelikvidnost: napake v pravilih trgovalne platforme ali pomanjkanje standardizacije na nekaterih trgih lahko odvrnejo naložbe v te produkte/storitve, ki prispevajo k nelikvidnosti v času nihanj.
- Škodljiv vpliv/okužba: šibke točke enega sektorja se lahko zelo hitro razširijo v druge sektorje. Posebej v zadnjih letih so finančne inovacije (npr. rast trgov listinjenja) povečale kompleksnost in obseg mrežnih povezav med finančnimi institucijami.
- Obstoj sistemsko pomembnih finančnih institucij, katerih propad bi lahko ogrozil celotni finančni sistem.
- Neustrezna tržna infrastruktura: finančni trgi so močno odvisni od varnih, zanesljivih in učinkovitih sistemov plačil, kliringa in poravnav ter varnih komunikacijskih sistemov za prenos podatkov in navodil. Napake v kateremkoli od teh sistemov lahko privedejo do resnih motenj na trgu in lahko tudi okrepijo motnje, ki nastanejo drugje.

3.1.2 Nadzor vodenja poslov

Nadzor vodenja poslov (Schoenmaker, 2011) se osredotoča na to, kako finančne institucije vodijo poslovanje z uporabniki, kako se vedejo na trgu glede na predpisana pravila in nadzira vedenje, ki bi lahko bilo škodljivo za uporabnike in za funkcijo trgov. Ločnice med mejami sektorjev bančništva, zavarovalništva in trgovanja z vrednostnimi papirji so zamegljene, isti tip storitev je lahko ponujen s strani različne finančne institucije. Nadzor vodenja poslov na trgu ščiti uporabnike z:

- obveznim zagotavljanjem informacij,
- objektivnim in visokokakovostnim svetovanjem in
- dolžnostjo skrbnega ravnanja.

Tržno delovanje nadzora vodenja poslov vsebuje naslednje elemente (Schoenmaker, 2011):

- transparentnost trgovanja,
- prepoved notranjega trgovanja,
- prepoved tržne manipulacije in
- zahteve za izdajatelje (vključno s prospekti in finančnim poročanjem za delničarje).

3.1.2.1 Dvostebni model: Avstralija

Leta 1997 je Avstralija organizirala finančni nadzor v skladu z modelom »Twin Peaks«. Model ločuje bonitetni nadzor in nadzor vodenja poslov. Avstralski bonitetni regulacijski organ (angl. *The Australian Prudential Regulatory Authority*, v nadaljevanju APRA) nadzira tako banke kot hranilnice in zavarovalnice. Je samostojen in neodvisen od centralne banke, osredotoča pa se na varnost poslovanja ter stabilnost institucij, ki jih nadzira. Institucija, ki je zadolžena za nadzor vodenja poslov, Komisija za vrednostne papirje in naložbe (angl. *The Australian Securities and Investments Commission*, v nadaljevanju ASIC) zagotavlja neoporečnost finančnega trga (trga vrednostnih papirjih, bančnega ter zavarovalnega trga) ter zaščito potrošnikov v finančnem sistemu Avstralije. Ni pa bonitetni regulator. Postavlja smernice regulacije, uveljavlja dobre prakse, regulacijske smernice in kodekse ravnanja, ima pa tudi izvršilna pooblastila. Avstralska centralna banka (angl. *The Reserve Bank of Australia*, v nadaljevanju RBA) je na voljo za zagotovitev likvidnostne podpore, v kolikor je to potrebno. APRA ima tudi zakonsko dolžnost spodbujati stabilnost finančnega sistema Avstralije. Centralna banka RBA ima odgovornost za finančno stabilnost, obrestne mere in plačilne sisteme, za izvajanje monetarne politike, zagotavljanje finančne stabilnosti ter uravnavanje plačilnega prometa (The group of Thirty, 2008).

3.1.2.2 Dvostebni model: Belgija

V dvostebnem modelu nadzora t.i. »Twin Peaks« modelu, kakršen se uporablja v Belgiji, so aktivnosti nadzora funkcionalno razdeljene med dva finančna organa: Narodno banko Belgije (*Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique*, v nadaljevanju NBB) in Organ za finančne storitve in trge (*Autoriteit voor financiële diensten en Markten / Autorité des services et marchés financiers*, v nadaljevanju FSMA), prej poznan kot Komisija za bančništvo, finance in zavarovalništvo (*Commissie voor het Bank-, Financien en Assurantiewezen / Commission bancaire, financière et des assurances*, v nadaljevanju CBFA) (De Bruycker, Van Landeghem, & Goldschmidt, 2011).

NBB je danes glavni organ za bonitetni nadzor v belgijski finančni skupnosti, tako na makro- kot mikroekonomski ravni. NBB zagotavlja, da so finančne institucije ustrezno organizirane, ter ohranja ustrezno raven plačilne sposobnosti, likvidnosti in donosnosti. FSMA je nadzorni organ za finančne trge, naložbene storitve in za pravila ravnanja, ki veljajo za finančne institucije. Odbor za sistemsko tveganje in sistemske finančne institucije (*Comité voor systeemrisico's en systeemrelevante financiële instellingen / Comité des risques et établissements financiers systémiques*, v nadaljevanju CSRSFI) so opustili in njegove pristojnosti prenesli na NBB in FSMA (De Bruycker et al., 2011).

NBB je odgovorna za individualni bonitetni nadzor kreditnih institucij, investicijskih podjetij s statusom borznoposredniških podjetij, zavarovalniških in pozavarovalniških podjetij, kliriniških institucij, plačilnih institucij ter poroštvenih podjetij. NBB je odgovorna za zagotavljanje gospodarske stabilnosti v Belgiji, za preiskovanje trgov morebitne ogroženosti finančnega sistema ter svetovanje belgijski vladi in parlamentu glede ukrepov za zagotavljanje finančne stabilnosti. NBB je pristojna za izvajanje makrobonitetnega nadzora sistemskih finančnih institucij, ter odločanje o tem katere institucije so sistemske. Poleg tega sprejema specifične ukrepe proti odločitvam sistemskih finančnih institucij. NBB izvaja tudi nadzor nad priznanimi imetniki računov (angl. *recognised account holders*) ter nadzor nad imetniki računov v zvezi z nematerializiranimi finančnimi instrumenti javnega dolga (De Bruycker et al., 2011).

FSMA nadzira finančne trge in akterje na trgu ter je odgovorna za varovanje interesov vlagateljev v zvezi s transakcijami in finančnimi instrumenti, skladnost s predpisi v zvezi z vrednostnimi papirji in javnimi ponodbami za odkup delnic, skladnost s predpisi, ki se nanašajo na našeta podjetja (vključno s finančnim poročanjem) ter nemoteno funkcioniranje, preglednost in konsolidacijo trgov (vključno s preprečevanjem in sankcioniranjem trgovanja na podlagi notranjih informacij in zlorabo trga). Poleg tega FSMA prispeva k izvrševanju predpisov, katerih namen je varovati investitorje in vlagatelje pred nezakonitimi ponodbami ali dobavami finančnih produktov ali storitev. FSMA lahko

izdaja uredbe, ki prepovedujejo ali omejujejo prodajo določenih finančnih proizvodov malim vlagateljem ali povečujejo transparentnost cen, pristojbin in stroškov, povezanih s finančnimi produkti iz ponudbe malim vlagateljem (De Bruycker et al., 2011).

FSMA v celoti nadzira družbe za upravljanje premoženja in svetovanje glede vlaganj, družbe ki upravljajo kolektivna vlaganja podjetij, menjalnice, podjetja in poslovanje v povezavi z Zakonom o hipotekarnem kreditu in Zakonom o potrošniškem kreditu. Nadzira tudi posrednike v zavarovalniškem in pozavarovalniškem sektorju, posrednike pri bančnih in investicijskih storitvah ter institucijah za poklicno invalidsko zavarovanje.

FSMA nadzira, ali finančne institucije (ne glede na to, ali so pooblašene ali ne za upravljanje sredstev v imenu strank) ravnaajo skladno s kodeksom ravnanja, da je zagotovljena lojalna, poštena in strokovna obravnava vlagateljev, strank in drugih udeležencev. FSMA ob upoštevanju kodeksa ravnanja nadzira tudi določene vidike internih mehanizmov finančnih institucij, ki so pooblašene za upravljanje sredstev svojih strank, kot so npr. notranja politika, postopki, ki jih je treba uporabljati v primeru nasprotij interesov, in ukrepi za ohranitev nemotenega poslovanja. FSMA je odgovorna, da prispeva k finančnemu izobraževanju varčevalcev in vlagateljev. Nadzorna pooblastila Sklada za regulacijo vrednostnih papirjev v zvezi s transakcijami na trgu javnega dolga bodo prenesena na FSMA. FSMA nadzira tudi informacije v zvezi s transakcijami, ki jih bodo udeleženci trga posredovali Agenciji za izterjavo dolgov. NBB je organ za podeljevanje licenc finančnim institucijam, ki so pod njenim bonitetnim nadzorom, pri čemer ji FSMA svetuje glede zadev, ki so v njeni pristojnosti. FSMA ostaja organ za podeljevanje licenc za vse ostale finančne institucije. Če se NBB ali FSMA odločita zavrniti, preklicati ali začasno ukiniti licenco, je možna pritožba na Državni svet (t. j. Belgijsko vrhovno upravno sodišče). Na splošno velja enaka delitev pristojnosti med nadzornimi organi tudi za nadzor tujih zavarovalniških podjetij, kreditnih institucij in investicijskih družb, ki aktivno delujejo v Belgiji (De Bruycker et al., 2011).

NBB je odgovorna za bonitetni nadzor in avtorizacijo novih izpostav oz. storitev tujih zavarovalniških podjetij, kreditnih institucij in investicijskih družb, ki imajo status borznoposredniških podjetij, aktivnih v Belgiji. Praviloma FSMA nadzoruje, ali tuje zavarovalniške družbe delujejo v skladu z belgijskim kodeksom ravnanja. Nadzorne pristojnosti FSMA glede skladnosti s kodeksom ravnanja kreditnih institucij in investicijskih družb, ki imajo status borznoposredniških podjetij in opravljajo čezmejne dejavnosti, so odvisne od tega, ali navedene dejavnosti opravljajo zgolj z izvajanjem storitev ali z ustanovitvijo podružnice. NBB in FSMA imata v svoji pristojnosti izvajanje ukrepov, ki preprečujejo kršenje predpisov in sankcioniranje organizacij, ki te predpise kršijo. Uvedeni so bili določeni mehanizmi (npr. izmenjava informacij), s katerimi FSMA in NBB usklajujeta ukrepe v zvezi s finančnimi institucijami, ki so predmet bonitetnega nadzora

NBB. Proti odločitvi NBB ali FSMA glede plačila kazni ali upravnih sankcij je možna pritožba na Kasacijsko sodišče (t.j. t.i. Belgijsko vrhovno civilno sodišče) (De Bruycker et al., 2011).

Belgija se je odločila, da bo hitrejša od Evropske unije, kar zadeva revizijo režima zlorabe trga, in bo razširila svoje področje uporabe (Linklaters, 2013):

- prepoved tržnih manipulacij bo razširila na izvedene finančne instrumente, t. j. finančne instrumente, ki ne kotirajo na borzi in katerih vrednost je odvisna od tistih, ki kotirajo (s to spremembo »Twin Peaks II« enako uvršča prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij kot tržne manipulacije, kar zadeva izvedene finančne instrumente);
- prepoved tržnih manipulacij in trgovanja na podlagi notranjih informacij bo razširila na zamenjave kreditnega tveganja v zvezi z izdajatelji delnic, ki kotirajo na trgu; in izdelala bo novo prepoved zlorabe trga v zvezi z referenčnimi instrumenti (kot je Euribor). Nova prepoved se nanaša na tržne manipulacije, izvedene v Belgiji ali z belgijskega teritorija, ne glede na to, kje se referenčni instrument določi. »Twin Peaks II« uravnava tudi kazenske in upravne sankcije, ki se uporabljajo za kršitve prepovedi zlorabe trga.

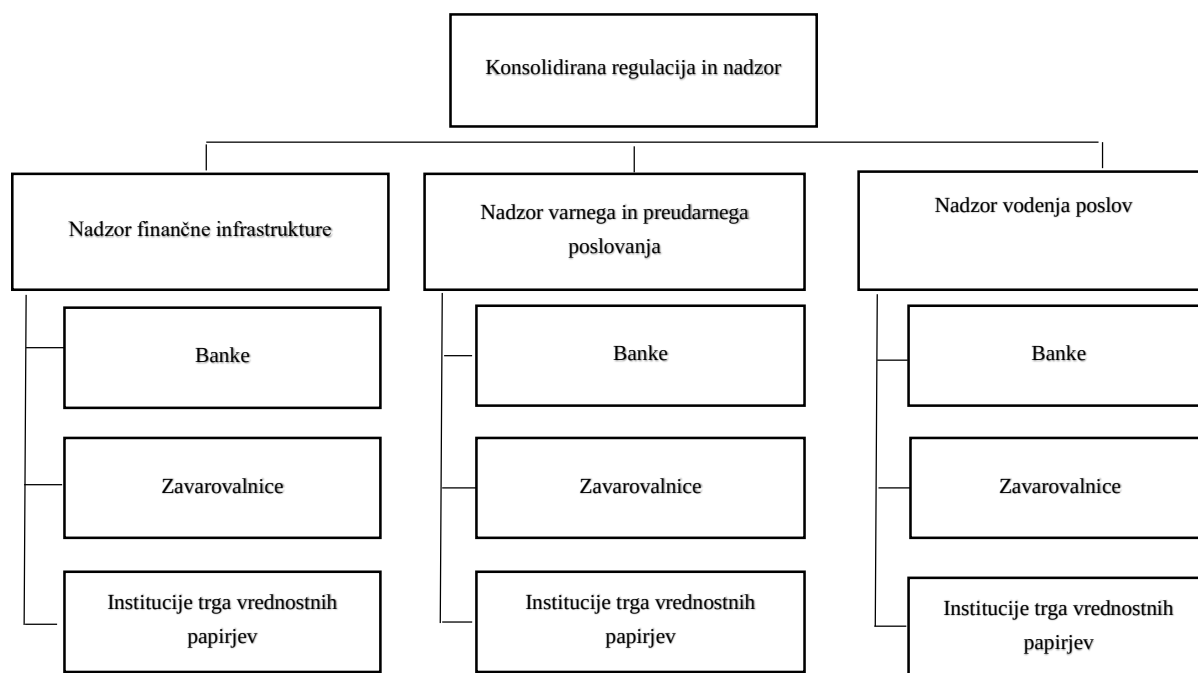
3.2 Konsolidirana regulacija in nadzor

Model konsolidiranega regulatorja in nadzornika je zasnovan na eni sami nadzorni instituciji, ki je največkrat ločena od centralne banke, z odgovornostjo nad varnim in preudarnim poslovanjem in varnim vodenjem poslov celotnega finančnega sektorja, pa naj bo to bančni sektor, zavarovalniški sektor ali trg vrednostnih papirjev. Omenjeni regulator in nadzornik pokriva vse glavne cilje regulacije in nadzora, to je stabilnost finančnega sistema, transparentnost in varstvo potrošnikov ter varstvo konkurence (Di Giorgio, Di Noia, & Piatti, 2000, str. 9).

Nekateri analitiki menijo, da je za učinkovito izvajanje regulativnih in nadzornih nalog na trgu, kjer prevladujejo finančni konglomerati, potrebno vzpostaviti enotnega regulatorja in nadzornika nad izvajalci finančnih storitev. Medtem ko je ta zahteva še vedno predmet debat, se je mnogo držav odločilo za enotno regulacijo in nadzornika, ki se razlikuje od države do države v razponu aktivnosti, ki jih izvaja (Lumpkin, 2002, str. 13).

Pei (2009) poudarja, da obstaja več faktorjev za ureditev nadzora: doslednost in učinkovitost pri urejanju finančnih konglomeratov z namenom preprečevanja regulativne arbitraže, spremljanje medsebojne povezave med finančnimi konglomerati, boljše upravljanje koncentracijskih tveganj, konvergenca nadzornih praks ter zbliževanje standardov računovodskega poročanja.

Slika 7: Model konsolidirane regulacije in nadzor



Vir: S. Lumpkin, *Supervision of financial services in the OECD, 2002, str. 17.*

Kot je opazno iz slike zgoraj, je model konsolidiranega regulatorja in nadzornika zasnovan na eni nadzorni instituciji, ki je ponavadi ločena od centralne banke. Konsolidirani regulator je odgovoren za varno in preudarno poslovanje celotnega finančnega sektorja (bank, zavarovalnic, trga vrednostnih papirjev).

3.2.1 Primer konsolidiranega nadzora: Singapur

Singapur je ena izmed prvih držav na svetu, ki razvija enoten finančni nadzorni organ že od leta 1970. Po finančni krizi leta 1997 je Monetarni organ Singapurja (angl. *Monetary Authority of Singapore*, v nadaljevanju MAS) začel uveljavljati svoj konsolidiran finančni nadzor s pristopom, osredotočenim na tveganja (Lan & Zhang, 2008).

Glavne funkcije Monetarnega organa so regulacija in nadzor finančnega sektorja, tečajna politika, upravljanje uradnih deviznih rezerv in sodelovanje z gospodarstvom za razvoj Singapurja kot mednarodnega finančnega centra. Monetarni organ ima funkcijo centralne banke ter funkcijo vodenja konsolidiranega nadzora finančnih storitev in nadzora finančne stabilnosti. Dolgoročni finančni cilji Singapurja vključujejo (Geng, Xie, Zhang & Zhou, b.l.).

- stabilen finančni sistem – stabilnost sodobnega finančnega sistema potrebuje ustrezen nadzor za vse vrste finančnih institucij, da te uživajo zaupanje javnosti v bančništvu, zavarovalništvu ter na kapitalskem trgu;
- varne in stabilne finančne posrednike – finančni nadzor si prizadeva za zagotovitev varnosti in stabilnosti finančnih posrednikov, kot so: banke, zavarovalnice, borzni posredniki ter podjetja za upravljanje skladov (angl. *fund management firms*);
- varno in učinkovito finančno infrastrukturo – finančni nadzor vključuje spremljanje varnih in učinkovitih platform, kot so: menjalnice, klirinške hiše ter plačilni in poravnalni sistemi (angl. *payment and settlement systems*);
- pravične, učinkovite in transparentne trge – finančni nadzor si prizadeva za izboljšanje preglednosti, učinkovitosti in poštenosti finančnega trga;
- dobro informirane in poučene potrošnike – finančni nadzor poskuša zagotoviti dovolj »razkritja informacij«, da so potrošniki dobro obveščeni in pooblašeni, da lahko prevzamejo glavno odgovornost za zaščito lastnih interesov pri sprejemanju finančnih odločitev.

Za bonitetni nadzor ima MAS 5 oddelkov (Geng et al, b.l.):

- Oddelek za bančni nadzor in Oddelek za nadzor kompleksnosti institucij (oba oddelka sta odgovorna za izdajanje dovoljenj in nadzor bank ter finančnih institucij/družb);
- Oddelek za zavarovalni nadzor (odgovoren za izdajanje dovoljenj zavarovalnicam in nadzor zavarovalniškega sektorja, glavni cilj Zakona o zavarovalništvu je namreč varovanje interesov zavarovancev);
- Oddelek za bonitetno politiko (odgovoren za »oblikovanje« kapitala in bonitetnih politik za banke, zavarovalnice ter podjetja z vrednostnimi papirji);
- Oddelek za nadzor posebnih tveganj (zagotavlja strokovno upravljanje tveganja s podporo poročanja iz različnih sektorjev: bančništva, zavarovalništva in kapitalskega trga ter ocenjevanje posameznih institucij ter širših sistemskih tveganj).

Ena od ključnih značilnosti MAS konsolidiranega finančnega nadzora je usmerjen k nadzoru tveganj. V Singapurju so nadzorniki sprejeli sorazmeren pristop k oceni tveganja institucije. Namesto ustaljenega pogleda na to, kaj je sprejemljiva raven poslovnih tveganj ali standardov upravljanj s tveganji, MAS oceni ali so sistemi za upravljanje s tveganji in notranje kontrole sorazmerne s profilom tveganja in poslovnim profilom. Institucije, ki se ukvarjajo s kompleksnim finančnim poslovanjem morajo biti sposobne dokazati, da se njihove sposobnosti/zmožljivosti za upravljanje s tveganji ujemajo z njihovim "apetitom tveganja" in njihovim poslovanjem; medtem ko institucije, ki se ukvarjajo z manj kompleksnimi/tveganimi finančnimi aktivnostmi uporabljajo enostavnejše procese/modele za upravljanje s tveganji (primernejše za njihov namen). MAS prav tako uporablja tudi Okvir

skupne ocene tveganja (angl. *Common Risk Assessment Framework and Techniques*) (Geng et al, b.l.).

3.2.2 Primer konsolidiranega nadzora: Nemčija

Leta 2001 je nemški finančni minister Hans Eichel objavil reformo nadzora nemškega finančnega trga. Predlagal je oblikovanje novega regulatornega organa kot nadzornika finančnih storitev z zadolžitvami za nadzor kreditnih institucij, zavarovalniških družb, naložbenih družb in ostalih finančnih institucij. Načrt konsolidacije nadzora finančnega trga je spremljal predlog za prestrukturiranje nemške banke. Po predlaganju konsolidiranega modela je Eichel želel, da se zagotovi bolj učinkovito zastopanje Nemške centralne banke (*Bundesbank*) v procesu sprejemanju odločitev Evropske centralne banke. Centralna banka je podprla Eichlov načrt. Predlog zakona o prestrukturiranju finančnega nadzora z dne 22. marca 2002 je bil sprejet 1. maja 2002. Novi edini regulator »*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*« (v nadaljevanju BaFin) je začel delovati na temelju zakona konsolidiranega nadzora finančnih služb (*Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*) kot en organ za nadzor finančnih storitev (Schueler, 2004).

Splošni cilj BaFin-a je zagotavljanje stabilnosti in integritete nemškega finančnega sistema kot celote. Ta dva cilja sta: varovanje likvidnosti bank, ponudnikov finančnih storitev in zavarovalnic; zaščita potrošnikov in vlagateljev. Tako je BaFin enoten regulator v smislu, da združuje oba, bonitetni vidik in vidik vodenja poslov. Odgovornosti BaFin-a pokrivajo nadzor širšega obsega finančnih institucij, vključno s kreditnimi institucijami, zavarovalniškimi družbami, ostalimi finančnimi institucijami in trgom vrednostnih papirjev. Kombinira odgovornosti doslej obstoječih sektorskih nadzornih agencij. BAKred, ki je bil odgovoren v sodelovanju z Zvezno banko (*Bundesbank*) za nadzor bank, Zveznim nadzornim uradom za zavarovanja (*Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen-BAV*), ki je reguliral zavarovalniške družbe, in Zveznim nadzornim uradom za trgovanje z vrednostnimi papirji (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel- BAWe*), ki je bil zadolžen za aktivnosti v zvezi z vrednostnimi papirji na zveznem nivoju (Schueler, 2004).

BaFin vodi predsednik in namestnik predsednika s podporo treh glavnih izvršnih direktorjev, ki vodijo tri glavne oddelke: za nadzor bančništva, zavarovalništva in vrednostnih papirjev/upravljanje premoženja. Ti glavni oddelki v veliki meri ustrezajo trem nekdanjim nadzornim agencijam razen kolektivnih nalog, ki so skupne vsem trem področjem in so sedaj obravnavane v medsektorskih oddelkih. Oddelku za bančni nadzor so bile dodeljene vse regulativne pristojnosti v zvezi z nadzorom glede likvidnosti kreditnih institucij. Oddelek za zavarovalni nadzor je pristojen za zavarovalna podjetja, tako za pogoje glede solventnosti kot tudi ugotavljanje, ali je poslovanje skladno z zakonodajo. Oddelek za vrednostne papirje in upravljanje naložb je zadolžen za reguliranje ustreznih trgov v skladu z Zakonom o

trgovanju z vrednostnimi papirji (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*) ter Zakonom o prevzemih in o pridobitvi vrednostnih papirjev (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG*). Ta organizacijski steber zagotavlja, da se upoštevajo specifične posebnosti, ki so potrebne, ker se osnovna regulacija ni spremenila (Schueler, 2004).

Glavni oddelki in medsektorski oddelki kot tudi enota za Centralno upravo so odgovorni za kader, organizacijo, informacijsko tehnologijo in proračun ter poročanje namestniku predsednika. Nadalje so tukaj štiri enote, ki neposredno poročajo predsedniku: predsednikova pisarna, mediji in odnosi z javnostjo/upravljanje z notranjimi informacijami, enota notranje revizije/zaščite podatkov in skupina za preprečevanje pranja denarja. Notranja organizacija BaFin-a ohranja razlikovanje med bančnim nadzorom, zavarovalniškim in nadzorom vrednostnih papirjev kot ločene operative divizije znotraj celotne agencije. Čeprav so tukaj trije medsektorski oddelki, ki se ukvarjajo z vprašanji, ki so povezana z vsemi finančnimi sektorji, ne obstaja ločena divizija za nadzor finančnih konglomeratov. Samo poddivizija k medsektorskemu oddelku Mednarodni / Finančni trgi se ukvarja eksplicitno z nadzorom finančnih konglomeratov. Kot že zgoraj omenjeno, ta steber organizacije zagotavlja, da so sektorske specifikke upoštevane. Odlikuje ga enostavnost. To pa ni najbolj primerno za izboljšanje komunikacije, ko gre za nadziranje finančnih konglomeratov. Naslednji zadržek pri tem je dejstvo, da se temelji regulacije niso spremenili. Sprejet je bil nov zakon na enotnem nadzornem organu finančnih storitev (*Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*), ki je tvoril osnovo za BaFin. BaFin torej še vedno deluje po večini z zakonodajo, podedovano od svojih predhodnih organizacij. Bančni nadzor temelji na Zakonu o bančništvu (*Kreditwesengesetz – KWG*), zavarovalni nadzor pa na Zakonu o zavarovalništvu (*Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG*) in z ozirom na vrednostne papirje/upravljanje naložb Zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*), ne obstaja pa nekega usklajenega zakona o finančnih storitvah, pod katerim bi bili regulirani konglomerati. Zato bi bilo težko podati nekaj domnevnih koristnosti celostnega pristopa k nadzoru finančnih konglomeratov (Schueler, 2004).

Pred poenotenim nadzorom je bilo 10 % proračuna treh nadzornih agencij financirano s strani države. Na novo ustanovljen enotni nadzornik je sedaj v celoti financiran z dajatvami in pristojbinami, plačanih s strani nadziranih organizacij.

4 PREDNOSTI IN SLABOSTI KONSOLIDIRANEGA TER LOČENEGA SISTEMA

Kljub trendu h konsolidiranemu nadzoru obstaja še vedno tudi nekaj drugih modelov nadzora, ki so bili implementirani v različnih državah. Vsaka država mora natančno preučiti svoje specifičnosti ter na podlagi tega izbrati ustrezen model regulacije, ki ji glede na

razmere in dejstva najbolj odgovarja. Nacionalne razlike kažejo na veliko faktorjev, ki jih je potrebno preučiti: zgodovinski razvoj, struktura finančnega sistema, politična struktura, velikost države in finančnega sektorja. Obstaja veliko prednosti konsolidiranega nadzora, prav tako pa obstajajo tudi slabosti, na katere opozarjajo tudi različne teoretične in empirične študije. Razloge, tako ene kot druge, predstavljam v sledečih podpoglavjih, nato pa sledijo še prednosti in slabosti ločenega sistema nadzora.

4.1 Prednosti konsolidiranega sistema

Prednosti konsolidiranega sistema se nahajajo na kar nekaj področjih regulacije in nadzora, podrobno pa jih opisujem v nadaljevanju.

1. Ekonomije obsega

Ena izmed prednosti konsolidiranega regulatornega nadzora so ekonomije obsega. Ekonomije obsega se kažejo v skupni infrastrukturi, administrativnih in podpornih funkcijah, kar lahko neposredno zmanjša stroške. Večja organizacija prav tako vodi do večje specializacije zaposlenih in nakup tehnologije, ki bi bila predraga za vsakega nadzornika posebej v primeru ločene regulacije.

Ekonomije obsega obstajajo, če samo za eno finančno aktivnost povprečni stroški regulacije in nadzora padejo, ko se obseg aktivnosti poveča. Stroški regulacije, ki bi lahko bili predmet prihrankov, se delijo na (Desmaestri & Ferro, 2004):

- institucionalne stroške (stroški delovanja nadzornega organa),
- stroške skladnosti (stroški, ki so naloženi institucijam v okviru regulacije),
- strukturne stroške (stroški odvečnih bremen, stroški, ki dušijo inovativnost).

V okviru institucionalnih stroškov lahko prihranke dosežemo z vzpostavitvijo omejenih in jasno določenih ciljev, z načrtovanjem proračuna konsolidiranih nadzornih aktivnosti z zneskom, ki je nižji kot realno celotna vsota stroškov različnih aktivnosti glede na pretekla leta. Prihranki so možni z razvijanjem administrativne in informacijske tehnologije ter tehnologije za druge podporne funkcije. Prihranke je mogoče dosegati z zaposlovanjem in zadržanjem kvalificiranega osebja ter uporabo posebnih znanj na specifičnih področjih in z doseganjem učinkovitosti pri razporeditvi osebja s strokovnim intelektualnim kapitalom.

T.i. stroške skladnosti je možno zmanjšati z vzpostavitvijo enotnega sistema za obravnavo informacijskih zahtevkov za regulirana podjetja, z enotno bazo podatkov za

registracijo, dovoljenja in delovanja podjetij, z vzpostavitvijo centraliziranega sistema za upravljanje s pritožbami in različnimi zahtevki ter vzpostavitvijo konsolidiranega sklopa pravil.

Strukturni stroški so tisti, ki nastajajo iz zasnove vsakega posameznega pregleda. Minimiziranje teh stroškov prispeva h kakovosti regulacije.

2. Zmanjšano prekrivanje in podvajanje podatkov

V primeru ločenega nadzora, ko je nadzor razdeljen med več regulatorjev, to vodi v pomembno količino prekrivanja in podvajanja podatkov, kar v okviru regulatornih prizadevanjih vodi tako do zmanjšane uspešnosti in učinkovitosti, kot do višjih stroškov. Prav tako so v primeru ločenega nadzora finančne institucije lahko kontrolirane s strani več regulatorjev, kar zahteva čas, da se posvetijo vsakemu nadzorniku posebej glede istih aktivnosti v instituciji. Podvajanje se lahko v primeru ločenega nadzora onemogoči z jasno delitvijo odgovornosti med različnimi nadzorniki. To zahteva usklajevanje in sposobnost, da en nadzornik opozori drugega, da je pozoren na tveganja, ki prihajajo iz drugih subjektov (Pellerin, Walter & Wescott, 2009).

Enotno zbiranje podatkov v okviru enotnega nadzora regulacije lahko pomaga oblikovati bolj učinkovit sistem poročanja, prav tako se na ta način prepreči nepotrebno podvajanje raziskav in podvajanje zbiranja podatkov.

3. Izboljšana pretočnost količine in kvalitete informacij

V konsolidiranem modelu prihaja do večje informiranosti. Izboljša se tako količina kot kakovost informacij, ki tečeta med različnimi elementi integriranih oddelkov v primerjavi z nadzorniki ločenih sektorskih finančnih dejavnosti.

4. Konsolidiran nadzor se bolje prilagaja regulaciji finančnih konglomeratov

Razvoj na področju finančnih storitev je privedel do velikih, kompleksnih podjetij, ki ponujajo širok izbor finančnih produktov, ki je reguliran s strani večjih nadzornih institucij. Ta kompleksnost se kaže v porastu finančnih konglomeratov. Želja po prilagoditvi regulaciji trga, ki vsebuje večje število konsolidiranih finančnih institucij, je vodilni razlog za prehod na konsolidirani nadzor. Ker finančni konglomerati lahko združujejo hčerinske banke, vrednostne papirje in zavarovalnice na enem mestu, lahko izguba ene podružnice (npr. institucije za vrednostne papirje) ogrozi drugo (npr. hčerinsko banko) (Pellerin, Walter & Wescott, 2009). Konsolidiran nadzor je v tem primeru bolj ustrezen, ker lahko hitreje zazna nepravilnosti in prepreči izgube. Konsolidiran nadzor prav tako omogoča ovrednotiti potencialni in dejanski vpliv drugih členov v skupini na finančno institucijo v skupini.

5. Manjša verjetnost regulatorne arbitraže

Ko je finančna institucija regulirana s strani le enega nadzornika, je s tem manjša možnost regulatorne arbitraže, kot v primeru ločenega sistema nadzora, ko nadzorniki nadzorujejo vsak svoj del področja, za katerega so specializirani. Konsolidiran sistem omogoča odkrivanje računovodskih in pravnih prevar, ki jih finančne institucije uporabljajo za izigravanje obstoječih bonitetnih in davčnih predpisov.

6. Odgovornost in preglednost

V državah z decentraliziranim nadzornim sistemom, ko več nadzornikov pregleduje institucijo, ima vlada včasih problem določiti, kdo je odgovoren v primeru neuspeha institucije. Kot rezultat tega imajo agencije lahko zmanjšano spodbudo za zaščito pred tveganjem, ker vedo, da bo odgovornost razpršena. Konsolidiran nadzor dovoljuje vladi, da obide to težavo z vzpostavitvijo ene agencije, ki je odgovorna za vse probleme (Pellerin, Walter & Wescott, 2009). Z vzpostavitvijo enotnega regulatorja je lahko tudi t.i. regulatorno okolje bolj pregledno, učenje in vzpostavljanje pravil pa stroškovno nižje. Z enim regulatorjem finančne institucije lahko hitreje ugotovijo, ali bo nova storitev sprejemljiva za regulatorja. Potrošniki pa lahko hitreje najdejo informacije o instituciji, s katero poslujejo ali pa sklope pravil, ki se nanašajo na različne finančne institucije. Koristi, v primeru poslovanja enotnega nadzornika, prinašajo tudi znižanje stroškov zagotavljanja finančnih storitev in s tem povečanje javne blaginje.

7. Skladnost zakonodajnega okvira

Enotni regulator z jasnimi in doslednimi cilji omogoča usklajen nadzor, ki se osredotoča na relevantna tveganja, skladnost pa tudi pomaga pri sprejemanju in prilagajanju mednarodno sprejetih standardov in kodeksov ravnanja (Desmaestri & Ferro, 2004).

Obstaja torej kar nekaj prednosti za vzpostavitev konsolidiranega sistema regulacije in nadzora. Zaradi delovanja na večih finančnih segmentih, poleg tega pa tudi zunaj nacionalnih meja, se finančne institucije soočajo s številnimi tveganji, tako po posameznih segmentih, kot na osnovi celotne skupine. Konsolidiran model učinkovito odpravlja vrzeli ločenega nadzora, saj ima informacije na enem mestu, poleg tega izboljšuje koordinacijo ter izmenjavo informacij na mednarodni ravni ter omogoča hitrejša in fleksibilnejša reagiranje na morebitne težave. Konsolidiran model omogoča fleksibilnost nadzora, hitreje in s tem tudi bolj učinkovito se odziva na spremembe na trgu ter odpravlja morebitna nesoglasja, nesporazume in prelaganja odgovornosti v primeru več nadzornih agencij.

Uspeh konsolidiranega nadzornika je prav tako odvisen od strukture in globine strokovnosti večih nadzornih agencij. Abrams in Taylor (2000) sta mnenja, da mora združena regulatorna agencija odražati strukturo finančnih sektorjev, ki jih nadzira. Tako

bo združitev obstoječih institucij finančnega nadzora v eno institucijo izboljšala regulacijo finančnega sektorja le pod pogojem, da so bile prejšnje nadzorne agencije ustanovljene za vsak segment posebej, navajata Siregar in James (2004).

4.2 Slabosti konsolidiranega sistema

V primeru konsolidiranega sistema obstaja prav tako nekaj slabosti, ki pa niso zanemarljive, saj jih je potrebno v primeru vzpostavitve konsolidiranega modela natančno preučiti.

1. Pomanjkanje regulatorne konkurenčnosti

Za celotno doseganje vseh prednosti in koristi, o katerih razpravljam zgoraj, bi morala biti konsolidacija nadzora popolna, kar pomeni oblikovanje enotnega nadzornika s pooblastilom za vse nadzorne in regulativne odločitve iz vseh vrst finančnih institucij. Vendar pa stroški, povezani z uvedbo enotnega nadzornika, vodijo v pomanjkanje konkurence (druge regulativne agencije), s čimer se dopušča možnost, da vedenje enotnega nadzornika lahko vodi do zmanjšanja učinkovitosti. Obstaja namreč možnost, da bo enotni regulator postal preveč strog. Regulatorji se namreč pogosto soočajo s kritikami, če institucije, ki jih regulirajo, propadejo. Vendar pa so deležni tudi koristi, ko institucijam, ki jih nadzirajo,odobrijo koristne, toda tvegane inovacije z namenom zagotavljanja boljših storitev ali doseganjem večje učinkovitosti. Kot rezultat vsega tega imajo regulatorji močno spodbudo na strani pretirane strogosti in lahko omejijo tvegane inovacije. Decentralizirana struktura do neke mere prav tako vsebuje to spodbudo, vendar se nekaj konkurence med regulatorji v tej strukturi vseeno pojavi. Poleg omejitev za inovativne, vendar tvegane storitve, lahko pričakujemo, da bo en sam regulator zaračunal višje pristojbine za izboljšanje regulativnega prihodka. Prav tako bo en sam regulator verjetno sprejel le en ozek pristop, ki pa bo ustrezal vsem regulatornim pristopom, saj bo tak pristop lažje izvrševati, toda tak pristop je lahko neprimeren glede na raznolik finančni trg (Pellerin, Walter & Wescott, 2009).

2. Pomanjkanje novih idej

Za več regulatornih agencij v decentraliziranem sistemu je značilno, da oblikujejo vrsto obravnavanih mnenj glede najbolj pomembnih regulatornih vprašanj, s katerimi se sistem sooča. Konkurenca med regulatornimi agencijami za vlado ali podpornike finančnih institucij ustvari veliko novih idej. V nasprotju s tem bo enotni nadzornik, ker ima le eno stališče, ponavadi opredelil in sprejel le en pogled. V stabilnem finančnem okolju ustvarjanje idej ni tako pomembno. V takem okolju je lahko centralizirani regulator bolj zaželen, toda v dinamičnem finančnem okolju je valilnica idej pomembna in koristna (Pellerin, Walter & Wescott, 2009).

3. Pomanjkanje specializacije

Pellerin, Walter & Wescott (2009) ugotavljajo, da kombinacija vseh regulativnih funkcij znotraj ene same institucije lahko povzroči pomanjkanje regulativnih sektorskih sposobnosti in znanj, kjer zaposleni določenega regulatorja posedujejo posebno poznavanje določenega področja. Kljub naraščajočemu številu finančnih konglomeratov po vsem svetu, v katerih veliko konglomeratov deli podoben set storitev, ni nujno, da so vse institucije združene po istem finančnem konglomeratskem modelu. Zavarovalna institucija, ki je začela ponujati storitve, ki vključujejo področja bančništva in vrednostnih papirjev, je verjetno večinoma ostala na njeni glavni osnovni dejavnosti – zavarovalništvu in to je lahko prednost za regulatorja, ki ima specializirana znanja na področju zavarovalništva.

4. Prilagoditev in organizacijski stroški

Ekonomije obsega lahko dosegamo, ko je vzpostavljena vsa zakonodaja in ko postane regulatorna agencija popolnoma konsolidirana. Proces dokončanja enotne organizacije je lahko dolg in drag. Pojavlja se dvom v obstoj ekonomije obsega, ki govori v prid konsolidaciji; ta model lahko pripelje tudi do disekonomije obsega – do čezmernega nalaganja nalog, ki pa se neposredno ne nanašajo na njeno dejavnost. Poleg tega lahko pride tudi do monopolnega položaja omenjene institucije in s tem tudi do vseh potencialnih slabosti, kot na primer večje stopnje birokratizacije in nepopolnega pregleda nad delovanjem institucije. V procesu prilagajanja so pomembni natančno opredeljeni cilji. Zaradi kompleksnosti nadzora različnih tipov finančnih institucij obstaja možnost nejasno definiranih ciljev in načel take institucije. Obstaja tveganje zmanjšanja učinkovitosti nadzora zaradi kompleksnosti pri kreiranju poenotnih pristojnosti in meril. V tem primeru posamezne institucije nadzora lažje odgovarjajo za svoja dejanja, saj obstaja manj možnosti za neprimerno širjenje njihovih pristojnosti (Pellerin, Walter & Wescott, 2009).

5. Potencialni moralni hazard

Madero in Lumpkin (2007) ugotavljata, da je v interesu potrošnika, da so vse finančne institucije pod enotnim nadzorom deležne enake zaščite pred tveganji, toda problem moralnega hazarda nastane, če javnost dobi napačen vtis, da imajo vsi finančni instrumenti enako tveganje, ali da imajo enako zaščito pred tveganjem, ker so nadzorovani s strani istega nadzornika.

6. Osredotočenost na cilje

Enotni regulator bi lahko izgubil osredotočenost na cilje regulacije in nadzora za vsako storitev in proces poslovanja (Madero & Lumpkin, 2007).

7. Komunikacija

Nobenega zagotovila ni, da bodo nadzorniki v okviru iste organizacije komunicirali več in bolj učinkovito, kot bi komunicirali v primeru več različnih strokovnih regulativnih agencija (Čihak & Podpiera, 2006).

8. Razlike v glavnih dejavnostih

Še vedno obstajajo velike razlike med primarno dejavnostjo bank, storitev v okviru vrednostnih papirjev ter dejavnostjo zavarovalnic. V primeru enotnega nadzornika se lahko hitro zabrišejo odgovornosti za nekatere finančne storitve, prav tako se lahko določena specifična znanja porazgubijo (Madero & Lumpkin, 2007).

Avtorja Martinez in Rose (2003) ocenjujeta, da je lahko enoten finančni nadzornik manj učinkovit in uspešen kot sektorski nadzornik. Opredeljujeta namreč še številna praktična vprašanja, kot so pravni problemi, osebne omejitve, težave pri vključevanju v sistem informacijske tehnologije in proračunska vprašanja, ki lahko povzročijo neučinkovitost.

4.3 Prednosti in slabosti ločenega sistema

Tako kot v primeru konsolidiranega sistema obstajajo tudi za ločen sistem nadzora prednosti in slabosti, ki so prav tako pomembne. Glede na velikost finančnih sektorjev, zgodovino finančnega sistema in ostale karakteristike je namreč lahko ločen sistem za nekatere države oz. finančne sisteme ustrežnejši. Ker so prednosti ločenega sistema večinoma slabosti konsolidiranega sistema in obratno, te v nadaljevanju predstavljam bolj na kratko.

Prednosti ločenega sistema:

- lažje obvladovanje specifičnih tveganj po posameznih finančnih storitvah,
- boljše poznavanje poslovanja in težav posameznih področij,
- boljše vodenje in zato večja učinkovitost,
- specializacija posameznih nadzornikov in večja specializacija pri opravljanju nadzora,
- večja medsebojna konkurenčnost med nadzorniki,
- zaradi posedovanja manjše moči nadzorniki niso podvrženi večjemu političnemu vplivu,
- zmanjšanje možnosti regulativnih zlorab.

Slabosti ločenega sistema:

- slabši nadzor nad povezanimi finančnimi institucijami,
- večji stroški zaradi delovanja večih institucij nadzora,

- možnost regulatorne arbitraže,
- povečano podvajanje podatkov,
- slabša pretočnost informacij med nadzorniki,
- odgovornost ni vedno jasna, prav tako je zmanjšana preglednost nad regulativnim okoljem,
- zakonodajni okvir ni vedno skladen (določeni zakoni, ki veljajo za več nadzornikov, se lahko prekrivajo).

5 FINANČNI NADZOR V SLOVENIJI

Nad finančnim nadzorom v Sloveniji bedijo trije regulatorji: Banka Slovenija (v nadaljevanju BS), Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) ter Agencija za zavarovalni nadzor (v nadaljevanju AZN). Spadajo v model institucionalnega nadzora, predstavljen v 2. poglavju. V nadaljevanju z nadzorno/regulativno funkcijo v finančnem sektorju predstavljam vse tri, najprej pa sledi tabela z osnovnim pregledom za primerjavo med nadzorniki glede zakonov, pristojnosti in nadzora.

Iz tabele spodaj je razvidno, da se prekriva nekaj zakonov ATVP in AZN – Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, Zakon o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb.

Tabela 2: Primerjava zakonov in pristojnosti institucij ATVP, AZN in BS

Zakoni	ATVP	AZN	BS
Zakon o trgu finančnih instrumentov	X		X
Zakon o bančništvu	X		X
Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje	X		
Zakon o prevzemih	X		
Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih	X		
Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb	X		
Zakon o kolektivnem dodatnem pokojninskem zavarovanju za javne uslužbenke	X		
Zakon o zavarovalništvu		X	
Zakon o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju		X	
Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju	X	X	X

se nadaljuje

Tabela 2: Primerjava zakonov in pristojnosti institucij ATVP, AZN in BS (Nad.)

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju	X	X	X
Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb	X	X	
Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma	X	X	X
Zakon o finančnih konglomeratih	X	X	X

Pristojnosti	ATVP	AZN	BS
Izdaja dovoljenj in soglasij	X	X	X
Opravljanje nadzora in izrekanje nadzornih ukrepov	X	X	X
Priprava in izdaja splošnih aktov	X	X	X
Vodenje obveznih registrov	X	X	X
Vodenje postopkov o prekrških in izrekanje sankcij	X	X	X

I. Način opravljanja nadzora	ATVP	AZN	BS
Spremljanje, zbiranje in preverjanje poročil in obvestil	X	X	X
Opravljanje pregledov poslovanja	X	X	X
Izrekanje nadzornih ukrepov	X	X	X
II. Glavne vrste nadzornih ukrepov			
Priporočilo in opozorilo	X		X
Odreditev odprave kršitve	X	X	X
Odreditev dodatnih ukrepov	X	X	X
Odvzem dovoljenja	X	X	X

Sodelovanje drugih organov pri določanju ciljev in sredstev za doseg teh:

I. Zagotavljanje sredstev	ATVP	AZN	BS
Lastna sredstva (takse in nadomestila)	X	X	X
Soglasje Vlade RS k aktu, ki določa takse in nadomestila	X	X	
II. Določanje ciljev			
Finančni načrt	X	X	X
Letni obračun	X	X	X
Soglasje k finančnemu načrtu	X	X	
Soglasje k letnemu obračunu	X	X	
III. Poročanje			
Poročanje DZ o delu in o stanju ter razmerah na trgu	X	X	X

Nadzor nad subjekti EU v RS in subjekti RS v EU:

	ATVP	AZN	BS
I. Nadzor nad subjekti EU v RS	X	X	X
II. Nadzor nad subjekti RS v EU	X	X	X

5.1 Banka Slovenije

BS, ki je centralna banka Republike Slovenije, je bila ustanovljena leta 1991 s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije (Ur. l. RS, št. 1/91-I, 13/93) leta 1991, ki določa, da BS opravlja nadzor nad bankami, hranilnicami in drugimi osebami na podlagi zakona, ki ureja bančništvo in na tej podlagi oblikuje, uveljavlja in nadzoruje sistem pravil, ki zagotavljajo standarde varnega poslovanja bank in hranilnic. BS je zadolžena za izvajanje skupne denarne politike, podpiranje nemotenega delovanja plačilnih sistemov ter soupravljanje uradnih deviznih rezerv držav članic. Je neodvisna institucija, prav tako pa tudi člani njenih organov odločanja. Pri opravljanju svojih nalog člani niso vezani na stališča, sklepe ali navodila državnih ali katerihkoli organov, nanje pa se tudi ne smejo obračati po usmeritve in navodila. BS skupaj z Vlado Republike Slovenije skrbi za finančno stabilnost, celovito analizira izvajanje makro in mikrobonitetnega nadzora bančnega sistema in sodeluje pri uveljavitvi pravnega okvira za sanacijo ter reševanje kreditnih in investicijskih ustanov. BS neodvisno in avtonomno spremlja ter pravočasno opozarja na ključne makroekonomske izzive ter predlaga rešitve pri sprejemanju ekonomske politike. BS je pristojna za izvajanje bonitetnega nadzora nad bankami. Namen nadzora je ugotoviti, ali posamezna banka izpolnjuje zahteve v zvezi z obvladovanjem tveganj, ki jim je ali pa bi jim bila lahko izpostavljena, ter če je kapitalsko ustrezna. V primeru kršitve bonitetnih zahtev BS izreče banki ukrepe nadzora. V primeru povečanih tveganj mora banka zagotoviti ustrezno pokritje teh tveganj s kapitalom (povečane zahteve glede kapitalске ustreznosti) (Banka Slovenije, 2015a).

BS oblikuje in uresničuje odločitve Sveta Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB). Cilj sodelujočih v Evrosistemu, članica katerega je tudi BS je ohranjanje in varovanje finančne stabilnosti ter krepitev evropske finančne konsolidacije. Prav tako je BS tudi članica Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) ter ESRB (Banka Slovenije, 2014).

Pomen centralne banke pa ne opredeljuje zgolj le zagotavljanje varnega in transparentnega delovanja bančnega sektorja ter finančne stabilnosti, temveč je ključen dejavnik tudi preventivnost in boj proti finančni kriminaliteti. Pri vprašanju kazenskega pregona odgovornih za finančno krizo gre za eno najkompleksnejših problematik gospodarskega kazenskega prava, vendar je kazenski pregon nujen zaradi načel socialne pravičnosti in enakosti pred zakonom. Glede na kompleksnost kaznivega dejanja gospodarske kriminalitete obstaja manjša verjetnost, da bo dejanje evidentirano kot sum. V kolikor sum je podan, se prav tako glede na zahtevnost manjša verjetnost, da bo vložena ovadba in kasneje na sodišču izrečena pravnomočna sodba. Iz vsega navedenega sledi, da BS kot najbolj strokovna institucija v državi in s široko paleto pooblastil prva zazna protipravna

ravnanja udeležencev, zato je pomembno, da na take dogodke ustrezno odreagira (Ahčan, b.l.).

Pod okriljem Evropske centralne banke je novembra 2014 začel delovati Enotni bančni nadzorni mehanizem (angl. *Single Supervisory Mechanism*, v nadaljevanju SSM), katerega namen je vzpostavitev dolgoročnega, trdnega in stabilnega bančnega sistema, ki temelji na enotnih pravilih, metodologijah in skupni kulturi pri bonitetnem nadzoru. Za izvajanje Enotnega bančnega nadzornega mehanizma so pristojne nacionalne bančne institucije skupaj z Evropsko centralno banko. V ta namen so bile v skladu s sprejetimi kriteriji evropske banke razvrščene med sistemsko pomembne in sistemsko manj pomembne banke. Pri izvajanju nadzora v pomembnih bankah na operativni ravni sodelujejo skupne nadzorniške ekipe (angl. *joint supervisory team*), ki imajo koordinatorja s strani ECB in s predstavniki nacionalnega nadzornika. Nacionalni nadzorni organ neposredno sodeluje pri vseh aktivnostih nadzora pomembnih institucij, toda odločitve se ne sprejemajo na nacionalni ravni. Banke, ki spadajo v skupino manj pomembnih bank, so prav tako nadzorovane v skladu s pravili enotnega bančnega sistema, vendar je odločanje v pristojnosti nacionalnih nadzornih organov. Pod neposrednim nadzorom evropske centralne banke je tako več kot polovica slovenskega bančnega sistema glede na bilančno vsoto sistemskih bank. Banke, v katerih je bil tekom leta 2014 izveden podroben pregled poslovanja, so Nova ljubljanska banka (v nadaljevanju NLB), Nova KBM (v nadaljevanju NKBM) in SID banka. SID banka bo v prihodnje izvzeta iz tega pregleda, ker je razvojna in izvozna banka, nadomestila jo bo Unicredit banka Slovenija. Poleg naštetih bank sodi v skupino pomembnih banke še pet bank, ki pa so članice bančnih skupin s sedežem v državah evro območja. Ostalih deset slovenskih bank še vedno nadzira BS (Banka Slovenije, 2015a).

BS je leta 2013 prevzela tudi vlogo Sekretariata Odbora za finančno stabilnost v Sloveniji, kar so zametki konsolidiranega nadzora. Odbor sestavljajo predstavniki Banke Slovenije, Agencije za zavarovalni nadzor (v nadaljevanju AZN), Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) in Ministrstva za finance (Banka Slovenije, 2014).

Pred ustanovitvijo Odbora za finančno stabilnost v Sloveniji ni bilo nadzora nad finančnim sistemom kot celoto. Regulatorji slovenskega finančnega sistema lahko nadzirajo le vsak svoj del finančnega sistema – BS nadzira banke, ATVP trg kapitala in AZN nadzira zavarovalnice, prav tako niso imeli zakonske podlage za skupno ukrepanje. Medtem ko regulatorji še naprej izvajajo mikro nadzore posameznih finančnih ustanov, Odbor skrbi za makro nadzor nad finančnimi ustanovami (Gole, 2013).

Odbor za finančno stabilnost je bil ustanovljen v letu 2013 po Uredbi (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta, katerega cilj je povečanje zaščite stabilnosti celotnega finančnega

sistema. Glavne naloge Odbora so (Zakon o makrobonitetnem nadzoru finančnega sistema, 2013):

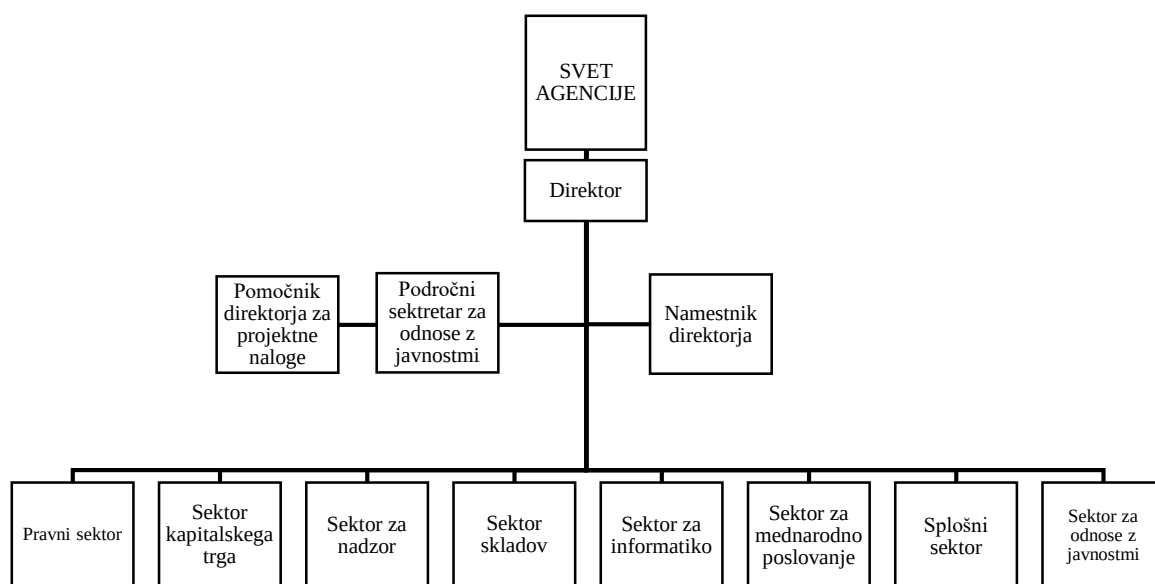
- oblikovanje makrobonitetne politike,
- identificiranje sistemskih tveganj za finančno stabilnost ter določanje načinov identifikacije sistemsko pomembnih institucij ter izdajanje usmeritev za omejevanje in preprečevanje sistemskega tveganja nadzornim organom,
- izmenjava informacij, pridobivanje informacij in podatkov za opravljanje svojih nalog od nadzornih organov in drugih institucij,
- predlogi nadzornih ukrepov/instrumentov nadzornim organom.

OFS je pristojen za izdajanje usmeritev nadzornim organov v obliki nezavezujočih priporočil, navodil in opozoril v primeru ugotovitve potrebe po preprečitvi/zmanjšanju sistemskega tveganja za finančno stabilnost ali v primeru izvajanja opozoril ali priporočil s strani Evropskega odbora za sistemska tveganja. Nadzorni organ, ki bo prejel usmeritev, je dolžan v sedmih delovnih dneh izvršiti usmeritev ali pa pojasniti razloge za neizvršitev (Evropska centralna banka, 2013).

5.2 Agencija za trg vrednostnih papirjev

Leta 1994 je bila s 147. členom Zakona o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP) ustanovljena ATVP. Na čelu agencije sta svet in direktor. Svet sprejema letno poročilo o delu in poročilo o stanju na trgu finančnih instrumentov ter letni in finančni načrt ATVP. Prav tako sprejema poslovnik in podzakonske predpise ter odloča o dovoljenjih in soglasjih. Direktor je imenovan s strani Državnega zbora, na predlog Vlade RS. Njegova funkcija je zastopanje agencije, vodenje poslovanja in organiziranje dela agencije (Štiblar, 2013).

Slika 8: Organigram ATVP



Vir: ATVP, 2015.

Agencija se financira s taksami in nadomestili ter drugimi prihodki, ki jih ATVP ustvari s svojim poslovanjem. ATVP nadzira računsko sodišče, Letni obračun in Finančni načrt pa mora predložiti Državnemu zboru. Temeljni namen Agencije je zagotavljanje učinkovitega, varnega in preglednega trga finančnih instrumentov. Z nadzorom nad finančnimi institucijami ustvarja učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov. Poglavitnejše naloge ATVP so (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2015):

- izdajanje dovoljenj za poslovanje,
- izdajanje dovoljenj za pridobitev kvalificiranega deleža,
- potrjevanje prospektov za prodajo vrednostnih papirjev,
- izdajanje dovoljenj za opravljanje poslov (borznega posrednika, za opravljanje funkcije člana uprave oz. izvršnega direktorja družbe za upravljanje, borznoposredniške družbe, borze ali klirinškodpotne družbe),
- izdajanje soglasij k pravilom (borze in klirinško-depotne družbe),
- nadzor (nad družbami, nad zlorabami trga in nad subjekti, ki brez dovoljenja opravljajo storitve na območju RS),
- pripravljanje podzakonskih predpisov,
- vodenje obveznih registrov subjektov.

ATVP je prav tako odgovorna za nadzor nad borzo, ki ga opravlja s spremljanjem in preverjanjem informacij in poročil, z opravljanjem pregledov poslovanja borze in oseb ter izrekanjem nadzornih ukrepov. ATVP mednarodno komunicira in sodeluje na dveh ravneh: sodeluje s sorodnimi organizacijami in organizacijami ter je članica nekaterih združenj nadzornikov finančnega trga. Sodelovanje Agencije za trg vrednostnih papirjev s sorodnimi organi in organizacijami pri opravljanju nadzora pa ima prav tako tudi zakonsko podlago. Dve mednarodni pomembni večji združenji, katerih članica je tudi ATVP, sta IOSCO (angl. *International Organization of Securities Sommissions*) in na evropski ravni ESMA. ATVP je glavni regulator trga vrednostnih papirjev in je pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti neodvisna. Izvršuje jih z namenom zagotavljanja spoštovanja določb zakonov, ki urejajo področje trga vrednostnih papirjev in njihovih vsakokratnih sprememb ter predpisov, izdanih na podlagi teh zakonov, ter s tem ustvariti pogoje za učinkovito delovanje trga vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev v trg. Glavni cilj Agencije je zaščita investorjev, s čimer so mišljeni predvsem t.i. mali investitorji, šele nato institucionalni, od katerih se že v osnovi pričakuje določeno strokovno znanje. Pristojnosti Agencije se nanašajo tudi na preučevanje in izvajanje ukrepov na področju tržnih manipulacij in trgovanju z notranjimi informacijami. Agencija je tako tudi prekrškovni organ za kršitve tega zakona. Zakon omogoča zunajsodno reševanje sporov na področju nudenja storitev ter borznoposredniškimi družbami kot njihovimi ponudniki.

ATVP je pristojna za izvrševanje nadzora nad naslednjimi institucijami (Štiblar, 2013):

- borznoposredniškimi družbami,
- družbami za upravljanje,
- javnimi družbami,
- vzajemnimi pokojninskimi skladi,
- investicijskimi skladi,
- bankami, ki opravljajo investicijske posle in storitve ter
- delniškimi družbami, za katere se uporablja Zakon o prevzemih.

Osnovni sistem nadzora in regulacije na kapitalskem trgu, ki velja za Agencijo za trg vrednostnih papirjev je Zakon o trgu vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZTVP-1). ZTVP-1 določa vsebino in način poročanja za javne družbe s predložitvijo revidiranega letnega poročila, objavo povzetka revidiranega letnega poročila, polletnega poročila ter sprotne obveščanje. Nadzor nad poročanjem javnih družb opravlja ATVP. V ZTVP-1 je določeno tudi v primeru kdaj agencija izda dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (v primeru izpolnjenih pogojev) ter kdaj zavrne zahtevo za izdajo dovoljenja. Če agencija ugotovi, da so nastopili razlogi za prenehanje dovoljenja za opravljanja storitev, izda odločbo, s katero ugotovi, da je dovoljenje prenehalo. V primeru združitve oz. razdružitve morajo borzno posredniške družbe pridobiti dovoljenje agencije. Nadzor nad

podružnico borzno posredniške družbe v državi članici prav tako opravlja agencija, ki tudi izdaja dovoljenja za tuje borzno- posredniške družbe, ki v Sloveniji lahko ustanovijo podružnico. V ZTVP-1 je določeno sodelovanje ATVP z BS, AZN, inšpekcijskimi organi ministrstva, pristojnega za finance in organi v sestavi ministrstva za finance. Sodelovanje zajema obveščanje o nepravilnostih, ki jih ugotovijo pri upravljanju nadzora, v kolikor so te pomembne tudi za delo drugih nadzornih organov (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 2016).

5.3 Agencija za zavarovalni nadzor

AZN predstavlja nadzorno institucijo na področju zavarovalništva v Sloveniji. Glavni cilj nadzora tega segmenta finančnega sektorja je zmanjševanje in odpravljanje nepravilnosti v zavarovanju, varovanje interesov zavarovalcev, omogočanje delovanja zavarovalnega sektorja finančnega trga ter pozitivnega vplivanja tega na celotno gospodarstvo. Agencija je pri svojem delu neodvisna in samostojna, za svoje delo pa je odgovorna Državnemu zboru. Računsko sodišče opravlja nadzor nad Agencijo glede zakonitosti, namembnosti ter gospodarni in učinkoviti rabi sredstev. Prednostna naloga zavarovalnice je zavarovati zavarovance pred različnimi vrstami tveganj. Tveganje, kateremu je zavarovalnica izpostavljena v odnosu zavarovalnica-zavarovanec, je tveganje insolventnosti. Tveganje insolventnosti je mogoče zmanjšati z diverzifikacijo po geografskih področjih, ponudbo različnih zavarovanj, s čimer se tveganje razprši oziroma porazdeli.

AZN spada pod naslednji zakonodajni okvir (Agencija za zavarovalni nadzor, 2015):

- Zakon o zavarovalništvu (ZZavar, Ur. l. RS, št. 99/2010, 90/2012, 102/2012, 56/2013, 63/2013);
- Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-2) je z začetkom leta 2013 v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje uvedel nekaj novosti (ZPIZ-2, Ur. l. RS, št. 96/2012 in 39/2013);
- Zakon o makrobonitetnem nadzoru finančnega sistema (ZMbNFS, Ur. l. RS, št. 100/2013);
- Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (ZPPDFT, Ur. l. RS, št. 60/2007, 19/2010, 77/2011, 108/2012, 19/2014);
- Zakon o zdravstvenem varstvu in zdravstvenem zavarovanju (ZZVZZ, Ur. l. RS, št. 9/1992);
 - Zakon o varstvu potrošnikov (ZVPot, Ur. l. RS, št. 20/1998 in naslednji);
- Obligacijski zakonik (OZ) ureja institut zavarovalne pogodbe.

Zakon o obveznih zavarovanjih v prometu (ZOZP, Ur. l. RS, št. 70/1994 in naslednji, 40/2012) pa ureja obvezna zavarovanja v prometu (zavarovanje potnikov v javnem prometu, zavarovanje avtomobilske odgovornosti ...).

Osnovni zakon, ki ureja zavarovalni nadzor v Sloveniji, je Zakon o zavarovalništvu (v nadaljevanju ZZavar-1). Zavarovalni nadzor je vzpostavljen z namenom nadzora nad zavarovalnicami z namenom preverjanja zakonitosti poslovanja, predvsem pa, ali poslovalnica posluje v skladu s pravili o upravljanju tveganj in drugimi pravili. Agencija tako pregleduje in ocenjuje sistem upravljanja ter sistem poročanja, ocenjuje tveganja, ocenjuje finančni položaj in tveganja. Zakon tako predpisuje posebna pravila o računovodskih izkazih zavarovalnice, ki jih predpiše AZN. Zakon Agenciji na zahtevo zavarovalnice dovoljuje, da v celoti ali deloma izpusti razkritja iz poročila o solventnosti in finančnem položaju, pod določenimi pogoji. Pregled in ocena Agencije temelji na sistemu upravljanja (vključno z lastno oceno tveganj in solventnosti), zavarovalno-tehničnih rezervacij, kapitalske ustreznosti, naložbenih pravil, kakovosti in količine lastnih virov sredstev ter skladnosti notranjega modela z zahtevami tega zakona in predpisi o upravljanju tveganj (Zakon o zavarovalništvu, 2016).

Naloge Agencije za zavarovalni nadzor zajemajo (Pavliha, 2000, str. 133):

- izdajo dovoljenj in soglasij, mnenj in odločb ter odredb zavarovalnicam in zavarovalno zastopniškim družbam, zavarovalno posredniškim družbam, zavarovalnim zastopnikom in posrednikom, bankam, ki opravljajo storitve zavarovalnega posredovanja, Slovenskemu zavarovalnemu združenju, zavarovalnicam v zavarovalniški skupini in pokojninskim družbam;
- opravljanje pregledov poslovanja zavarovalnic in pokojninskih družb;
- izrekanje ukrepov po Zakonu o zavarovalništvu;
- zbiranje, spremljanje in preverjanje poročil in obvestil zavarovalnic in drugih oseb, ki so ji po določbah Zzavar oz. drugih zakonov dolžne poročati.

AZN izvaja nadzor nad naslednjimi institucijami: zavarovalnicami, zavarovalno zastopniških in zavarovalno posredniških družb, zavarovalnimi zastopniki in zavarovalnimi posredniki, pozavarovalnicami, pokojninskimi družbami, Polnom za zavarovanje in pozavarovanjem jedrskih nevarnosti GIZ, v okviru Slovenskega zavarovalnega združenja nad Škodnim skladom in Odškodninskim uradom, Prvim pokojninskim skladom RS ter nad njegovim kritnim skladom.

5.4 Koordinacija vseh nadzorniških institucij

Od leta 2015 so v Sloveniji v uporabi Skupne smernice o zbliževanju nadzorniških praks v zvezi s skladnostjo dogovorov o koordinaciji nadzora finančnih konglomeratov, ki so bile izdane s strani ESME, EBE in EIOPE. Cilj smernic vključuje okrepiti sodelovanje med pristojnimi organi na čezmejni in medsektorski ravni. Skupne smernice vključujejo (Joint Committee of the European Supervisory Authorities, 2014):

- Smernice o postopku vzporejanja, strukturi sodelovanja, pisnih dogovorih o koordinaciji med koordinatorjem in pristojnimi organi
Vzporejanje (postopek zbiranja in analiziranja informacij, potrebnih za identifikacijo subjektov, ki sestavljajo finančni konglomerat) mora biti izvedeno v sodelovanju z drugimi pristojnimi organi, ki so izdali dovoljenje za opravljanje poslov nadzorovanim subjektom in biti osredotočeno na medsektorske povezave (kot so npr. tesne povezave in udeležbe med nadzorovanimi subjekti v finančnem konglomeratu, mešanemu finančnemu holdingu ali drugimi subjekti v finančnem konglomeratu). V kolikor so potrebni pisni dogovori o koordinaciji med koordinatorjem in pristojnimi organi morajo ti vsebovati vse podatke za omogočanje učinkovitega finančnega nadzora.
- Smernice o usklajevanju izmenjav informacij v okviru rednega poslovanja in izrednih razmerah
Izmenjava informacij med pristojnimi organi mora vključevati vse bistvene informacije. Organi se dogovorijo glede oblike, pogostosti ter predlogah za izmenjavo v okviru redne izmenjave informacij. Komunikacija s finančnim konglomeratom poteka s strani koordinatorja (pristojni organ, odgovoren za izvajanje dopolnilnega nadzora). V primeru neposredne komunikacije pristojnih organov z nadrejenim podjetjem mora organ obvestiti koordinatorja. V primeru ugotovljenih izrednih razmer, ki lahko vplivajo na nadzorovane subjekte v finančnem konglomeratu, mora pristojni organ obvestiti koordinatorja in druge pristojne organe, katerih nadzorovani subjekti bi bili lahko prizadeti zaradi izrednih razmer.
- Smernice o nadzorniški oceni finančnih konglomeratov
Koordinator oceni celoten profil tveganja finančnega konglomerata in s pomočjo dialoga s pristojnimi organi oceni glavne šibke točke finančnega konglomerata, upravljanje s tveganji in nadzora glede skladnosti s kapitalskimi zahtevami, koncentracijo tveganj in poslov v skupini.
- Smernice glede nadzorniškega načrtovanja in usklajevanja nadzorniških dejavnosti
Koordinator v sodelovanju s pristojnimi organi v vzpostavljen postopek kolegijev vključi načrtovanje in usklajevanje nadzorniških dejavnosti za nadzor finančnega konglomerata.
- Smernice o postopkih odločanja med pristojnimi organi.
Določeni so različni postopki sprejemanja odločitev, ki jih morajo pristojni organi upoštevati. Glavne kategorije sprejemanja odločitev zajemajo: postopke pri procesih

odločanja, postopke pri posvetovalnih procesih, postopke pri vsakoletni oceni opustitev in postopke pri usklajevanju izršilnih ukrepov.

5.5 Stanje na slovenskem trgu kapitala

Stanje na slovenskem trgu kapitala se po finančni krizi postopoma umirja in kaže znake izboljšanja. Zaradi pregretosti oz. precenjenosti domačega trga je ob koncu leta 2008 prišlo do borznega zloma, ki pa je bil bistveno bolj izrazit v Sloveniji kot na drugih svetovnih trgih. Visoka slovenska gospodarska rast v letih 2006 in 2007 se je nadaljevala do prvega polletja 2008, nato pa je padala in bila v četrtem četrtletju že negativna. V letu 2009 pa so se v svetu hitro opomogli delniški trgi velikih razvijajočih se držav BRIK (Brazilija, Rusija, Indija, Kitajska), temu pa je sledila še zmerna rast razvitih trgov, ki so že v tem letu nadoknadili približno polovico začetega padca. Slovensko gospodarstvo se zmanjšanju svetovne gospodarske aktivnosti ni moglo izogniti, bruto domači proizvod je tudi v letu 2009 upadel, in sicer za 7,8 odstotkov. Neugodne posledice recesije so se kazale v zmanjšanju agregatne zaposlenosti in povečevanju nezaposlenosti ter zmanjšanju stopnje izkoriščenosti zmogljivosti na 70 % razpoložljivih. Največji padec aktivnosti je bil v industriji, gradbeništvu in storitvah; prav tako je kriza močno zaznamovala poslovanje bančnega sektorja. Za leto 2010 je bilo značilno oživljanje aktivnosti in trgovine, rast BDP pa je bila še zlasti izrazita v državah v razvoju, ki je bila večinoma posledica uvoznega povpraševanja hitro rastočih držav v razvoju, državnih stimulativnih ukrepov in likvidnostne podpore centralnih bank. Slovenija je z 1,2 % gospodarske rasti v letu 2010 zaostajala za povprečjem evrskega območja, predvsem na račun negativnih gibanj v finančnem posredništvu in poglobljanju krize v gradbeništvu.

Pomemben del težav slovenskega bančnega sistema predstavljajo notranji dejavniki. Zaradi bančnega financiranja kreditov v predkriznem obdobju, ki so bili ekonomsko neupravičeni, se je kakovost bančne aktive poslabšala. Obseg slabih kreditov je konec leta 2012 znašal okoli 15 % celotne izpostavljenosti bank. Zaradi oblikovanja dodatnih rezervacij in slabitev je to vplivalo na poslovne rezultate bank. Slovenski bančni sistem je vse večji obseg slabih terjatev močno kapitalsko oslabil. Stresni testi so prav tako pokazali na veliko ranljivost slovenskega bančnega sistema na kakršne koli šoke v gospodarstvu. Sledile so dokapitalizacije bank, ki so pomembno prispevale k večjemu primankljaju in s tem na dodatno zadolževanje države. Zaradi slabih razmer v slovenskem bančnem sistemu je Slovenija še posebno ranljiva na mednarodnih finančnih trgih, ki močno reagirajo na kakršnokoli zaostrovanje razmer v evrskem območju (UMAR, 2013).

Leta 2013 je prišlo do preobrata, saj je Slovenijo zaznamoval postopen izhod iz recesije na račun pomembnih strukturnih reform. Po sprejetih ukrepih za stabilizacijo bančnega sektorja v letu 2013, so bili za leto 2014 značilna ugodna gibanja skoraj vseh makroekonomskih

kazalnikov, rast slovenskega BDP v višini 2,6 % je tako za 1,7 odstotne točke presegala povprečno rast v evrskem območju.

V letih 2014-2015 pa se je stanje realnega gospodarstva in finančnega sektorja v Sloveniji izboljšalo, toda rast realnega BDP še vedno ostaja krhka (gledano z vidika sestave, kakovosti in obetov). Zasebno investicijsko povpraševanje ostaja šibko, okrevanje domačega gospodarstva pa temelji na porastu zasebnih naložb in visoki rasti naložb javnega sektorja. Rast BDP je posledica povečane zaposlenosti, ne pa višje produktivnosti. Neto tuje povpraševanje je eno ključnih gonil slovenske rasti. Razmere v mednarodnem okolju zadnje mesece kažejo na negotovost, zato obstaja verjetnost, da bo povpraševanje glavnih zunanjetrgovinskih partneric Slovenije manjše od napovedi (Banka Slovenije, 2015a).

Glede na opredeljeno splošno sliko celotnega finančnega trga zgoraj, se v nadaljevanju še posebej dotikam relevantnih finančnih trgov, ki so z vidika magistrskega dela pomembni za regulacijo in nadzor.

Bančni trg je v Sloveniji ob koncu leta 2015 zajemal 16 bank, 3 hranilnice in 4 podružnice tujih bank. Banke predstavljajo večino bančnega sistema, njihov delež je v 2015 znašal 95 % celotne bilančne vsote slovenskega bančnega sistema. Lastniški delež države je presegal 60 %. Delež kapitala tujcev, merjen z lastniškim kapitalom, je ob koncu leta znašal 30 % (Banka Slovenije, 2016a).

Stanje na domačih bančnih trgih se je do konca leta 2015 razmeroma izboljšalo. Banke so že v prvih treh četrtletjih 2015 močno presegle dobiček v primerjavi z letom 2014, ki je znašal 197 mio EUR, kar je za 62 % več kot v enakem obdobju v letu 2014. K temu rezultatu so prispevali za dobro polovico nižji stroški oslabitev. Izboljšala se je solventnost, vendar tveganju solventnosti ostajajo najbolj izpostavljene majhne domače banke. Kapitalsko ustreznost so banke izboljšale z dokapitalizacijami, pa tudi z ustvarjanjem notranjega kapitala. Rast količnikov kapitalske ustreznosti se je v letu 2015 pričakovano upočasnila, ostajajo pa ti nad razpoložljivim povprečjem držav evroobmočja. Izboljšana je tudi stroškovna učinkovitost bank, toda zaradi šibke kreditne aktivnosti se bodo banke še naprej soočale z razmeroma velikim dohodkovnim tveganjem, prav tako pa so še vedno izpostavljene tveganju zvišanja obrestnih mer (Banka Slovenije, 2016a).

V letu 2014 je bilo v Sloveniji 14 zavarovalnic in 2 pozavarovalnici. Tržni delež največje zavarovalnice glede na zbrano premijo je v preteklem letu znašala 31 %. Največja zavarovalnica je pokrivala 30 % trga premoženjskih zavarovanj in 34 % trga življenjskih zavarovanj. Tržni delež glede na zbrano premijo največje pozavarovalnice je znašal 56 %. Bilančna vsota zavarovalnic se je v letu 2014 povečala za 6,6 % in znaša 6,6 mrd EUR. Povečala se je tudi bilančna vsota pozavarovalnic (za 5,4 %) in je znašala 800 mio EUR.

Ugodne razmere v letu 2014 so na poslovanje zavarovalnic in pozavarovalnic pozitivno vplivale, saj so zavarovalnice dosegle rast v višini 31,4 % in ustvarile 133,8 mio EUR čistega dobička. Rezultati stres testov za zavarovalnice so pokazali, da so slovenske zavarovalnice pripravljene na uvedbo Solventnosti II, ki je planirana za leto 2016. Tržna tveganja v zavarovalniškem sektorju so obvladljiva in ne ogrožajo zmožnosti izplačil obveznosti glede na zavarovalniške pogodbe (Banka Slovenije, 2015a).

V letu 2015 se je slika nekoliko obrnila, saj se je uspešnost poslovanja zavarovalnic glede na leto 2014 zmanjšala na račun krčenja premij in slabšega neto rezultata iz naložbenega dela poslovanja. Zavarovalnice so v prvem polletju 2015 medletno ustvarile za 20,5 % manj čistega dobička oz. 71,1 mio EUR, toda pri pozavarovalnicah pa se je čisti dobiček povečal za 21,5 % oz. na 21,8 mio EUR (Banka Slovenije, 2016). Na slovenskem kapitalnem trgu tveganja torej ostajajo oz. se povečujejo. Obstoje trga lahko ogroža likvidnost trga in višina celotne tržne kapitalizacije in promet na borzi. S tem se lahko alternativne možnosti financiranja podjetij zmanjšajo. Glede na dobro razvitost bančnega sektorja je kapitalski trg v velikem razvojnem zaostanku, s tem pa finančni sistem neuravnotežen.

Dodatno financiranje slovenskih podjetij tako poteka predvsem preko bank. Ker bi izdaja dodatnih delnic lahko ogrozila razmerja med velikimi lastniki, transparentost poslovanja za zunanje investitorje pa največkrat ni v interesu uprav in velikih lastnikov, domači kapitalni trg tako ne opravlja svoje temeljne funkcije dodatnega financiranja izdajateljev preko izdaje novih delnic in obveznic na primarnem trgu. Država in banke, ki imajo ustrezno mednarodno boniteto zaradi boljše likvidnosti, izdajajo obveznice predvsem v tujini (Mastnak, 2010).

Tržna kapitalizacija delnic je na Ljubljanski borzi leta 2015 znašala 5.523 mio EUR, tržna kapitalizacija obveznic pa je znašala 18.645 mio EUR (Ljubljanska borza, 2016). V letu 2015 se je promet znižal v primerjavi z letom 2014. Povečanje prometa na Ljubljanski borzi v letu 2014 je bila posledica privatizacijskega procesa, vendar se s prodajo podjetij krči tudi nabor finančnih instrumentov na Ljubljanski borzi, kar vpliva na njen obstoj in s tem obstoj institucionaliziranega slovenskega kapitalnega trga. Poslovanje lizingških podjetij je bilo negativno, leta 2014 so lizingška podjetja imela 3.461 mio EUR bilančne vsote 288 mio EUR kapitala in 50 mio EUR izgub, lastniki so morali izvesti dokapitalizacijo. S pozitivnimi rezultati so se soočila le podjetja, ki imajo za primarni vir dohodkov lizing premičnin (Banka Slovenije, 2015a). V začetku leta 2015 so kapitalni trgi beležili pozitivno rast, stanje pa se je že v drugem četrtletju obrnilo v negativno smer. Ugibanja o nadaljni globalni gospodarski aktivnosti, ugibanja glede nadaljnjih ukrepov centralnih bank, pomanjkanje uvrstitev novih delnic na borzo, zniževanje likvidnosti in upad naklonjenosti dosedanjih večinskih lastnikov za nadaljevanje privatizacijskega procesa so se močno odražala na slovenskem kapitalnem trgu. Zaustavitev privatizacijskega procesa je pomembno vplivala na promet na Ljubljanski borzi. Promet z delnicami in obveznicami je v letu 2015 močno upadel. Večino borznih

indeskov je konec tretjega četrtertletja 2015 dosegala negativen medletni donos. Slovenski borzni indeks je v primerjavi z drugimi izgubil največ. Do konca septembra 2015 so tri podjetja izdala obveznice v skupni nominalni vrednosti 89,8 mio EUR, v enakem obdobju leta 2014 pa je bilo izdanih za 28,5 mio EUR podjetniških obveznic, nato pa se je vrednost izdaj v zadnjem trimesečju leta 2014 močno povečala. V letu 2015 se je šest podjetij odločilo za izdajo komercialnih zapisov v skupni višini 75,0 mio EUR, v enakem obdobju leta 2014 pa so podjetja izdala za 189,2 mio EUR komercialnih zapisov. Zadolževanje podjetij se je torej malo upočasnilo. Država je v enakem obdobju izdala obveznice v skupni nominalni vrednosti 2,9 mrd EUR (Banka Slovenije, 2016b).

6 PREHOD IZ LOČENEGA NA KONSOLIDIRAN SISTEM REGULACIJE V SLOVENIJI

Slovenija je ena redkih držav v Evropi, ki v preteklosti ni sledila vsesplošnemu trendu združevanja nadzornih organov. Kljub temu pa nam izkušnje z združevanjem v drugih državah članicah in izkušnje iz finančne krize ponujajo priložnost za ponoven razmislek in oceno primernosti organiziranosti in delitev nalog med nadzornimi organi v Sloveniji. Finančne institucije poskušajo vedno bolj izkoriščati sinergije enotnih tržnih kanalov, ponujati širši nabor finančnih storitev in oblikovati nove finančne produkte, ki imajo značilnosti tako bančnih kot zavarovalniških oz. produktov kapitalskega trga. Lastniško in organizacijsko povezovanje finančnih institucij za sektorski nadzor pomeni težje prepoznavanje tveganj, prav tako težje lociranje, v katerem segmentu finančnega trga se tveganja akumulirajo.

V preteklem obdobju je bilo na temo reorganizacije nadzora v Sloveniji podanih več pobud. Leta 2003 je bil predlog za združitev nadzornih institucij ustavljen zaradi vstopa v EU in prevzema evra, kar bi lahko ogrozilo učinkovitost nadzora v času reorganizacije nadzora finančnega trga. Kasneje je BS predlagala Ministrstvu za finance vzpostavitev dvostebnega modela oz. t.i. »Twin Peaks« modela. Omenjeni model ločuje bonitetni nadzor od nadzora vodenja poslov. Projekt je bil leta 2010 prestavljen v prihodnje obdobje na podlagi ocene institucije Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF) o delovanju nadzornih institucij v Sloveniji. Ponovni pregled Ocenjevalnega programa finančnega sektorja (angl. *Financial Sector Assessment Program*, v nadaljevanju FSAP) v začetku leta 2012 je IMF priporočila odložitev projekta, ker bi bil projekt zaradi nestabilnosti finančnega sistema izpostavljen velikim spremembam. Na pobudo t.i. Koordinacije nadzornikov (sestavljajo jo minister za finance, generalni direktor direktorata za finančni sistem Ministrstva za finance, guverner Banke Slovenije, viceguverner Banke Slovenije, direktor Agencije za zavarovalni nadzor in od njega imenovan predstavnik Agencije za zavarovalni nadzor, direktor Agencije za trg vrednostnih papirjev in od njega imenovan predstavnik Agencije za trg vrednostnih papirjev ter sekretar

Koordinacije) je bilo pripravljeno s strani Agencij gradivo o možnostih reorganizacije finančnega nadzora v Sloveniji, ki pa je interne narave.

Ideja, da bi združili nadzorne agencije v skupnega/konsolidiranega nadzornika, t.i. agencijo za finančni nadzor je trenutno v fazi stagnacije. Cilj reorganizacije in povezovanja je zmanjšanje stroškov nadzora, povečanje pa prihodkov iz preusmeritev dela rezerv v proračun. Zaradi vključitve nove direktive Solventost II za zavarovalnice, v začetku leta 2016, je pričakovati, da združevanje nadzornikov za leto 2016 še ne pride v poštev, smiselno pa je razmisliti o združevanju nadzornikov v prihodnjem obdobju. Minister za finance je mnenja, da se združevanje nadzornikov lahko začne, ko se bodo stabilizirale razmere na finančnem trgu, ko bo vzpostavljena bančna unija in ko bo v celoti prenesena Solventost II. Ministrstvo za finance je kot najoptimalnejši model predlagalo dvostebni model oz. t.i. »Twin Peaks« model (Smrekar, 2015). Pri analiziranju relevantnih modelov glede ureditve finančnega nadzora v Sloveniji je potrebno upoštevati dejstvo, da je slovenski finančni sistem zelo specifičen: izrazito bankocentričen, nerazvit in majhen glede na druge razvitejše finančne sisteme. Poleg bančnega sektorja je pomembna dejavnost lizing družb, ki predstavljajo relativno velik del finančnega sistema, prav tako lizing družbe v večinski lasti bank predstavljajo četrtino leasing dejavnosti in imajo nadpovrečen delež naložb v nepremičninah.

6.1 Prednosti združevanja po dvostebnemu modelu

Glede na že ugotovljene prednosti, predstavljene v 4. poglavju, te prednosti prenašam na slovenski sistem in opredeljujem, če so za slovenski finančni sistem relevantne.

1. Ekonomije obsega, v primeru vzpostavitve dvostebnega modela na slovenski trg nedvomno obstajajo. V primeru združitve ATPV in AZN bi prišlo do zmanjšanja institucionalnih stroškov na račun skupne administrativne in informacijske tehnologije in drugih podpornih funkcij. Vodenje poslov s strani Banke Slovenije bi tako prevzela novoustanovljena agencija, kar bi prav tako pozvračilo ekonomije obsega. V dvostebnemu modelu bi bila možna vzpostavitev enotnega sistema za obravnavo informacijskih zahtevkov za regulirana podjetja, z vpostavitvijo centraliziranega sistema za upravljanje s pritožbami itd. Prihranki bi bili možni z zaposlovanjem in zadržanjem kvalificiranega osebja in s tem posebnih znanj za specifična področja in z učinkovito razporeditvijo osebja s strokovnim intelektualnim kapitalom. Ekonomije obsega bi bile pričakovane že v zasnovi vsakega posameznega pregleda in s tem zmanjšanjem stroškov, ki pri tem nastanejo.
2. V primeru združitve nadzornikov ATPV in AZN bi prišlo do znatnega zmanjšanja prekrivanja in podvajanja podatkov do katerega pride v primeru ločenih nadzornikov oz.

v trenutnem sistemu organiziranosti v Sloveniji. Enotno zbiranje podatkov v okviru enotnega nadzora regulacije lahko pomaga oblikovati bolj učinkovit sistem poročanja in s tem preprečitev nepotrebnega podvajanja raziskav in podvajanja podatkov, združitev nadzornikov pa bi tudi prispevala k enotnemu poročanju (trenutno del podatkov zaradi specifik zajemanj pri enem regulatorju ni zajet in dostopen javnosti).

3. Združitev nadzornikov bi prispevala k večji informiranosti in več komunikacije v okviru enotnega dvostebnega modela.
4. Ker se dvostebni nadzor bolje prilagaja regulaciji finančnih konglomeratov, bi združitev ATVP in AZN privedla do boljšega nadzora povezanih finančnih institucij. Nadzor podjetij, ki ponujajo različno paleto finančnih storitev »pod eno streho«, bi bil tako lažji, bolj pregleden in celovit. V primeru združenega nadzora bi bila s tem tudi manjša možnost regulatorne arbitraže. Nadzor nad finančnimi konglomerati je ključnega pomena za hitrejše zaznavanje nepravilnosti in ovrednotenje potencialnega in dejanskega vpliva drugih členov v skupini na celotno finančno institucijo v skupini.
5. Odgovornost v primeru združitve ATVP in AZN bi bila nedvomno jasna. V primeru združitve bi se prav tako izboljšala preglednost, saj na ta način lahko regulator oz. nadzornik hitro ugotovi, a je npr. nova storitev sprejemljiva za regulatorja.
6. V primeru ATVP in AZN je kar nekaj zakonov, ki so relevantni tako za eno kot za drugo agencijo. Včasih tudi v zakonu ni popolnoma jasno, kje so naloge in odgovornosti ene agencije in kje druge. V primeru združitve Agencij bi bil obstoječi zakonodajni okvir bolj jasn in pregleden. V primeru vzpostavitve novega skladnega obstoječega zakonodajnega okvira pa bi bila ta ovira nedvomno odpravljena.
7. Konkurenca med regulatornimi agencijami navadno ustvari veliko novih idej. V primeru nove organizacije bi se lahko ATVP in AZN druga od druge veliko naučili. S pregledom in deljenjem informacij, znanj in idej bi lahko enotna organizacija sodelovala in delovala na učinkovitejši način.

6.2 Primer nadzora vzajemnega pokojninskega sklada ter nadzora pokojninskih družb in zavarovalnic

V Sloveniji so nekatere iste storitve regulirane/nadzorovane tako s strani ATVP kot AZN. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je storitev, ki jo na trgu v Sloveniji ponujajo pokojninske družbe, zavarovalnice in vzajemni pokojninski skladi. Produkt prostovoljnega dodatnega zavarovanja je dodatna pokojnina. Storitve, ki je ponujena s strani različnih družb,

je tudi regulirana s strani različnih regulatorjev: vzajemni pokojninski skladi so regulirani s strani ATVP, medtem ko so pokojninske družbe in zavarovalnice regulirane s strani AZN.

Pokojninske družbe, regulirane s strani AZN, imajo dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki obsega posle upravljanja pokojninskega sklada in storitev izplačevanja pokojninske rente. Konec leta 2014 so omenjene storitve opravljale tri pokojninske družbe: Moja naložba, pokojninska družba d.d. (24 % tržni delež), Skupna pokojninska družba d.d. (44,9 % tržni delež) in Pokojninska družba A, d.d. (31,1 % tržni delež). Pokojninske družbe so imele ob koncu leta 2014 zavarovanih 129.742 zavarovancev iz zavarovanja med varčevanjem. Povprečna mesečna bruto premija pri pokojninskih družbah je v letu 2014 znašala 38,39 EUR. Vse tri pokojninske družbe so leto 2014 zaključile s pozitivnim poslovnim izidom-skupno so v letu 2014 ustvarile dobiček v višini 3,9 mio EUR. Višina sredstev pokojninskih družb na 31. 12. 2014 je znašala 527,2 mio EUR. Pokojninske družbe so ob koncu leta 2014 izkazovale skupno vrednost naložb v višini 580,4 mio EUR, pri tem pa je vrednost kritnih skladov znašala 538,8 mio EUR, vrednost naložb lastnih virov pa je znašala 41,6 mio EUR. V strukturi naložb kritnih skladov pokojninskih družb so največji delež obsegale naložbe v državne vrednostne papirje in dolžniške vrednostne papirje, za katere jamči država (215,7 mio EUR – 40 %) ter naložbe v druge dolžniške vrednostne papirje (168,8 mio EUR – 31,3 %), v lastniške vrednostne papirje (71,7 mio EUR – 13,3 %), bančne depozite, dana posojila in ostalo (82, 7 mio EUR - 15,4 %) (Agencija za zavarovalni nadzor, 2015).

Število vključenih zavarovancev pri **zavarovalnicah** v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je na dan 31.12.2014 znašalo 111.073 zavarovancev pri treh zavarovalnicah (Adriatic Slovenia, zavarovalna družba, d.d., Zavarovalnica Triglav, d.d., Prva osebna zavarovalnica, d.d.). Povprečna mesečna bruto premija na zavarovanca je v letu 2014 znašala 28,77 EUR. Višina sredstev pokojninskega sklada je za vse tri zavarovalnice na 31.12.2014 znašala 446,1 mio EUR (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti, 2016). V strukturi naložb kritnih skladov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so konec leta 2014 imele največji delež naložbe v državne vrednostne papirje in vrednostne papirje, za katere jamči država (263,9 mio EUR oz. 58,9 %). Naložbe v druge dolžniške vrednostne papirje so znašale 119,1 mio EUR oz. 28,6 %). Naložbe v bančne depozite, nepremičnine, lastniške vrednostne papirje, dana posojila in ostalo pa so znašale 65 mio EUR oz. 14,5 % (Agencija za zavarovalni nadzor, 2015).

Število vključenih zavarovancev pri **vzajemnih pokojninskih skladih** v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je na dan 31.12.2014 znašalo 249.066 zavarovancev pri petih vzajemnih pokojninskih skladih (Kapitalski vzajemni pokojninski sklad - Modra zavarovalnica, d.d., Leon 2 – Generali Zavarovalnica, d.d.; OVPS Banke Koper, d.d., AIII vzajemni pokojninski sklad – Abanka Vipava, d.d., Delta – Probanka, d.d., Zaprti vzajemni

pokojninski sklad za javne uslužbenke – Modra Zavarovalnica, d.d.). Povprečna mesečna čista premija na zavarovanca je v letu 2014 znašala 16,97 EUR (brez Zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada, ki je znašal 60,46 EUR). Višina sredstev vzajemnih pokojninskih skladov na 31.12.2014 je znašala 948,2 mio EUR (Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti, 2016).

Vzajemni pokojninski skladi so s strani ATPV regulirani tako, da redno pošiljajo periodična poročila, pri čemer ATPV preverja njihovo pravočasnost in pravilnost in ugotavlja ali iz predpisov obstaja sum kršitve predpisov. ATPV je nedavno nadgradila svoj integralni informacijski sistem, da ta lahko že sam odkriva kršitve naložbenih omejitev, določenih z zakonodajo ali pravili upravljanja (Agencija za zavarovalni nadzor, 2015). AZN je pristojna za reguliranje in nadzor zavarovalnic in vzajemnih pokojninskih družb in zavarovalnic. Nadzor obe družbi izvajata po Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZISDU-2), ki je začel veljati s 01.01.2013. V tem primeru gre za nadzorovanje iste vrste produkta s strani dveh agencij. Gre torej za podvajanje stroškov, podatkov, gre pa tudi za specifičnost sektorja. Združen nadzor, v okviru enotne agencije, bi v tem primeru torej zagotavljal ekonomije obsega. V primeru enotnega nadzornika bi bila tudi izboljšana učinkovitost nadzora, ker gre za posebna znanja za primer specifičnosti sektorja, iz katere storitev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja izhaja. V primeru enotnega nadzora bi bila za vzajemne pokojninske sklade, zavarovalnice in pokojninske družbe vzpostavljen enoten nadzor, ki bi vključeval enotno poročanje: popolne podatke in enotne statistike, kar v trenutnem sistemu nadzora ni zagotovljeno.

6.3 Slabosti združevanja po dvostebnem modelu

V primeru združitve ATPV in AZN bi prišlo tudi do nekaj slabosti. Slabosti, ki bi bile v tem primeru relevantne, opisujem v nadaljevanju.

1. Pomanjkanje novih idej

Ker konkurenca med regulatornimi agencijami navadno ustvari veliko novih idej, bi bile te v primeru združitve enotnega nadzornika količinsko manjše. V primeru enotnega nadzornika bi prišlo do enotnega pogleda/stališča. Ker se slovenski finančni sistem trenutno še vedno nahaja v dinamičnem finančnem okolju, bi bila taka »valilnica idej« v bistvu zaželenja.

2. Pomanjkanje specializacije

V primeru združitve ATPV in AZN se predpostavlja, da naj do pomanjkanja specializacije ne bi prišlo. Toda obstaja možnost, da bi se popolnoma vsi zaposleni, ki trenutno delujejo v obeh agencijah, ne bi želeli zaposliti v t.i. združeni agenciji. V tem primeru bi lahko prišlo do nekaj izgubljenega znanja znotraj organizacije. Ker bi bil v

novi agenciji večinoma zaposlen isti, že obstoječi kader, menim da do večjega pomanjkanja specializacije ne bi smelo priti.

3. Prilagoditev in organizacijski stroški

V času prehoda na enotno agencijo bi lahko prišlo do zmanjšanja učinkovitosti zaradi vzpostavljanja poenotenih pristojnosti in pravil. V zvezi s prilagoditvijo so prav tako povezani določeni organizacijski stroški, ki lahko v začetku prehoda na eno agencijo visoki. V primeru združitve ATVP in AZN se v začetku pričakuje stroške z vzpostavitvijo enotnega sistema, nastanejo lahko stroški zaposlenih, ki se niso pripravljali zaposliti v skupni agenciji, potrebnega je tudi veliko časa za načrtovanje in nato čas prilagoditve. To tveganje je vsekakor manjše v času ekonomske stabilnosti.

6.4 Prednosti združevanja po dvostebnem modelu v Sloveniji

Po preučitvi različnih možnosti glede izbire najbolj primerne modela za finančni sistem, je predlagan/izbran dvostebni model, model »Twin Peaks«. Model »Twin Peaks« razdeljuje nadzor na dva dela: na bonitetni nadzor in nadzor vodenja poslov. Ker je finančni sistem v Sloveniji izrazito bankocentričen, ocenjujem, da je omenjeni model najbolj primeren, ker je ključnega pomena, da je bonitetni nadzor še vedno nadziran s strani enega regulatorja – Banke Slovenije. Ker gre v primeru bančnega sistema za izrazito specifičnost sektorja in kompleksnost, bi bila torej v Sloveniji po novem vzpostavljena 2 regulatorja: BS in združena agencija sedanjih nadzornikov ATVP in AZN.

Prednosti združevanja po modelu »Twin Peaks« glede na ločen sistem nadzora:

- nadzor nad finančnim poročanjem in izkoriščanjem sinergij nad revizijo poslovanja različnih subjektov nadzora;
- večja učinkovitost odziva na krizne razmere in sistemski pristop pri reševanju problemov;
- sinergije na področju implementacije zakonodaje in dobrih poslovnih praks (določeni deli zakonodaje veljajo za več finančnih sektorjev, drugi so si zelo podobni);
- vzpostavitev celovite funkcije varovanja potrošnikov finančnih storitev s tem, da se za vse uporabnike finančnih storitev vzpostavi enotna sistemska obravnava, kar je osnovni cilj izvajanja nadzora vodenja poslov;
- vpliv na delovanje nadzornih organov bi bil v primeru reorganizacije po modelu »Twin Peaks« manjši kot po drugih modelih;
- zmanjševanje regulatornih vrzeli in regulatorne arbitraže pri finančnih storitvah in finančnih produktih;

- odprava konflikta interesov, ki lahko nastopi pri združenem nadzorniku zaradi zasledovanja različnih ciljev pri izvajanju nadzornih aktivnosti in ukrepanju;
- možnost bolj učinkovitega odzivanja na nastanek novih finančnih produktov in storitev ter hiter razvoj in povečano zapletenost finančnih institucij;
- enotna obravnava nadzorovanih subjektov iz različnih segmentov finančnega sektorja;
- širša uporaba združenih specializiranih znanj v okviru spremljanja stabilnosti finančnega sektorja kot celote;
- zagotovljena popolnost podatkov in enotne statistike.

V primeru dvostebnega nadzora bi bila preprečena regulatorna arbitraža pri trženju nadomestnih produktov. Nekateri ponudniki produktov ponujajo svoje storitve na tistem segmentu finančnega trga, kjer so pravila manj stroga in nadzor nad njihovim izpolnjevanjem blažji, do česar v primeru dvostebnega modela ali konsolidiranega modela nadzora ne more priti. V primeru vzpostavitve modela »Twin Peaks« bi bila tudi modernizacija pokojninskega sistema v Sloveniji bolje nadzorovana. Ker je transparenten in razvit finančni sistem temelj uspešne implementacije idej o modernizaciji pokojninskega sistema, v ospredje prihaja dodatno pokojninsko zavarovanje kot pomemben vir dodatnega varčevanja in ponudbe na kapitalskih trgih. Ponudniki produktov s področja dodatnega pokojninskega zavarovanja so ponudniki, ki jih sedaj nadzorujejo trije ločeni nadzorniki, pri čemer noben od njih ne izvaja celostnega nadzora.

Kljub temu, da se trg finančnih instrumentov in zavarovani trg v zadnjem času razmeroma dinamično razvijata in rasteta, sta še vedno bistveno manjša kot bančni sektor. Združeni nadzornik bi tako lahko v večji meri zagotavljal tudi uravnotežen nadzor finančnega sektorja.

6.5 Primerjava trenutne in potencialne nove organizacije

Skozi celotno magistrsko delo raziščem in podrobno opredeljujem kar nekaj relevantnih področij, ki govorijo v prid implementaciji dvostebnega modela. V nadaljevanju teoretično primerjam trenutno in novo vzpostavljeno organizacijo in nato opredelim, kako naj bi nova organizacija funkcionirala. Model »Twin Peaks« je za Slovenijo najbolj primeren model, ker bi bil vpliv na delovanje nadzornih organov po tem modelu manjši kot po drugih modelih. Enotni regulator bi v dvostebnem modelu zagotavljali nadzor vodenja poslov. Bonitetni nadzor bi tako še vedno izvajala BS, kar je glede na zelo izrazito bankocentrično usmerjenost slovenskega trga ustrezno. Nadzor vodenja poslov, ki ga opravlja BS, bi tako prenesli na novo ustanovljeno agencijo. Z enotnim regulatorjem bi bil odpravljen konflikt interesa, ki lahko nastopi pri ločenih nadzornikih zaradi zasledovanja različnih ciljev. Novo vzpostavljena organizacija bi poslovala z manj stroški; pričakujemo lahko zmanjšanje stroškov zaradi skupnih funkcij in s tem prihranki na račun ekonomij obsega. Zaradi vzpostavljene enotne baze podatkov bi bil vzpostavljen učinkovit sistem poročanja in s tem

onemogočeno nepotrebno podvajanje raziskav in podatkov. V enotni organizaciji bi prišlo do večje komunikacije oz. boljše pretočnosti informacij in s tem uspešnejšega načina reševanja problemov ter iskanja novih rešitev. Novo vzpostavljena organizacija bi bila bolj primerna za nadzor povezanih finančnih institucij (primer: dodatno pokojninsko zavarovanje bi bilo regulirano s strani enotnega nadzornika; trenutno je namreč regulirano s strani dveh regulatornih agencij: ATVP in AZN). Trenutni organizaciji ATVP in AZN delujeta pod okriljem nekaterih »skupnih« zakonov, ki veljata tako za eno kot za drugo organizacijo, in kjer naloge in odgovornosti vsake posamezne agencije niso vedno jasno določene. V primeru enotnega regulatorja bi bila odgovornost jasna. Glavne vrste nadzornih ukrepov obeh institucij so si prav tako podobne (priporočila/opozorila, odreditve/odprave/kršitve, odvzem dovoljenja). Tako kot za ATVP in AZN je tudi za novo ustanovljeno organizacijo predvidena neodvisnost. ATVP in AZN sodita v sistem širše javne uprave – kar pa bi veljalo tudi za novoustanovljeni nadzorni organ (mehanizmi delovanja in nadzora so določeni v Zakonu o trgu finančnih instrumentov in v Zakonu o zavarovanju ter posebnih predpisih za delovanje omenjenih dveh agencij). Novo vzpostavljena organizacija bi imela boljši nadzor nad finančnim poročanjem in bi lahko bolje izkoristila sinergije nad revizijo poslovanja različnih subjektov nadzora. V primeru kriznih razmer, bi enotni regulator lahko učinkoviteje odreagiralo ter sistemsko pristopil k reševanju problemov. V nadaljevanju opisujem še nekaj točk, ki zajemajo opis poslovanja nove organizacije:

1. Trenutno se tako ATVP, kot AZN financirata s taksami in nadomestili za nadzor, ki jih plačujejo nadzorovani subjekti in stranki postopkov. Navedeni prihodki v celoti pokrivajo odhodke vseh nadzorovanih institucij, presežek pa je preusmerjen v proračun. Tudi v primeru združitve ATVP in AZN v enotno agencijo bi bil predlog glede financiranja enak.
2. V primeru združitve ATVP in AZN, in s tem enotnega prekrškovnega organa, bi ta lahko pripomogel k optimizaciji poslovanja iz vsebinskih pa tudi kadrovske-organizacijskih razlogov.
3. Ker si ATVP in AZN že sedaj izmenjujejo informacije tako na področju Slovenije kot na področju EU, glede tega ne bi bilo velikih sprememb. V primeru združitve bi prišlo do pozitivnega povečanja komunikacije znotraj združene agencije. Dvostebni način bi tako omogočil enotno podatkovno bazo in s tem enoten vpogled v podatke, s čimer bi se zagotovil celosten pregled in nadzor nad delovanjem trga za vrednostne papirje in trga zavarovalništva.
4. Pozitivni učinki združitve bi se lahko pokazali v kratkem času, saj je tako v ATVP kot AZN primerljiv način financiranja, odločanja ter vodenja postopkov in nadzornih ukrepov.
5. Združeni nadzor bi v primeru ene agencije zagotavljal poenoteno politiko izrekanja nadzornih ukrepov ter enoten način odločanja in izvrševanja nadzora. Nadzor enotnega organa bi bil vsebinsko bolj celosten ter enovit.

SKLEP

Slovenija je ena redkih držav v Evropi, ki v preteklosti ni sledila vsesplošnemu trendu združevanja nadzornih organov. Kljub temu pa nam izkušnje z združevanjem v drugih državah članicah in izkušnje finančne krize ponujajo priložnost za ponoven razmislek in oceno primernosti organiziranosti in delitev nalog med nadzornimi organi v Sloveniji. Pomembnost stabilnega in učinkovitega finančnega sistema vpliva na ekonomski razvoj države in s tem na raven kapitalske ureditve, učinkovitost in alokacijo kapitala med konkurirajočimi se zahtevami in s tem ustvarja zaupanje končnih uporabnikov (potrošnikov) v poštenost finančnega sistema. Dobro strukturiran regulatorni režim tako prispeva k učinkovitosti in stabilnosti finančnega sistema (Llewellyn, 2003).

Glede na ugotovljene prednosti in slabosti ločenega ter dvostebnega sistema nadzora in glede na stanje slovenskega finančnega trga, ugotavljam, da je za slovenski finančni sistem najprimernejši t.i. »Twin Peaks« model. Ker gre za relativno majhno državo in ker bančni sektor predstavlja več kot polovico finančnega nadzora, »čisti« konsolidiran model nadzora ne bi bil primeren. Za Slovenijo bi bil najprimernejši dvostebni model, ki bi imel dva ločena regulatorja: enega za bonitetni nadzor ter enega za nadzor vodenja poslov. Namen in cilj po modelu »Twin Peaks« bi bila združitev sedanjih agencij ATVP in AZN v agencijo, ki bi nadzorovala področje vodenja poslov. Bonitetni nadzor bi še vedno opravljala BS. Ker nadzor Banke Slovenije zajema tudi nadzor vodenja poslov, bi ta odgovornost tako prešla na novo ustanovljeno agencijo.

Združevanje po modelu »Twin Peaks« bi vključevalo kar nekaj prednosti. V prvi vrsti bi nov model zagotavljal večjo učinkovitost pri odzivu na krizne razmere in sistemski pristop h reševanju problemov, prav tako pa tudi nadzor nad finančnim poročanjem in izkoriščanjem sinergij ter nad revizijo poslovanja različnih subjektov nadzora. Sinergije bi se pojavljale na področju implementacije zakonodaje in dobrih poslovnih praks. Z novim modelom bi se zmanjšale regulatorne vrzeli in regulatorne arbitraže pri finančnih storitvah in finančnih produktih. Model »Twin Peaks« vključuje vzpostavitev celovite funkcije varovanja potrošnikov finančnih storitev s tem, ko bi se za vse uporabnike finančnih storitev vzpostavila enotna sistemska obravnava, kar je osnovni cilj izvajanja nadzora opravljanja poslov, prav tako bi bil vpliv na delovanje nadzornih organov v primeru reorganizacije po modelu »Twin Peaks« manjši kot po drugih modelih. Namen in cilj po modelu »Twin Peaks« bi bila združitev sedanjih agencij ATVP in AZN. Novo nastala agencija bi tako regulirala nadzor vodenja poslov.

V primeru vzpostavitve dvostebnega sistema nadzora v Sloveniji prav tako lahko pričakujemo učinkovitejši nadzor nad finančnim poročanjem in izkoriščanje sinergij nad revizijo poslovanja različnih subjektov nadzora. V primeru kriznih razmer bi bila s strani

enotnega regulatorja zagotovljena večja učinkovitost in sistemski pristop k reševanju problemov. V dvostebnem nadzoru prihaja do sinergij na področju implementacije zakonodaje in dobrih poslovnih praks, prav tako je vzpostavljena celovita funkcija varovanja potrošnikov finančnih storitev s tem, da se za vse uporabnike finančnih storitev vzpostavi enotna sistemska obravnava. V primeru vzpostavitve modela »Twin Peaks« bi bila tudi modernizacija pokojninskega sistema v Sloveniji bolj nadzorovana. Ker je transparenten in razvit finančni sistem temelj uspešne implementacije idej o modernizaciji pokojninskega sistema, v ospredje prihaja dodatno pokojninsko zavarovanje kot pomemben vir dodatnega varčevanja in ponudbe na kapitalskih trgih. Ponudniki produktov s področja dodatnega pokojninskega zavarovanja so ponudniki, ki jih sedaj nadzorujejo ločeni nadzorniki, pri čemer noben od njih ne izvaja celostnega nadzora.

Tako kot obstaja veliko prednosti v primeru dvostebnega modela, obstaja tudi nekaj slabosti, ki se kažejo v pomanjkanju specializacije (zaradi fluktuacije zaposlenih lahko sčasoma pri združitvi regulatornih agencij pride do pomanjkanja specializacije) in prilagoditvi ter organizacijskih stroškov (v času prehoda na skupno regulatorno agencijo bi lahko prišlo do zmanjšanja učinkovitosti). Ker se situacija na slovenskem finančnem trgu po finančni krizi počasi umirja in stabilizira, bi bilo možno dvostebni sistem nadzora v Sloveniji uvesti že kmalu po vpeljavi Solventnosti II za zavarovalnice, kar teoretično in praktično pomeni, da bi bilo z združitvijo možno začeti v roku dveh let.

LITERATURA IN VIRI

1. Abrams, R., & Taylor, M. (2000). Issues in the Unification of Financial Sector Supervision. Unification of Financial Sector Supervision. *International Monetary Fund*.
2. Agencija za trg vrednostnih papirjev (2015). *Letno poročilo za leto 2014*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
3. Agencija za zavarovalni nadzor (2015). *Poročilo Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2014*. Ljubljana: Agencija za zavarovalni nadzor.
4. Ahčan, T. (b.l.). Nadzor in regulacija bančnega sektorja: preventivni dejavnik boja proti finačni kriminaliteti. *Varstvoslovje*, (3), 370-384.
5. Banka Slovenije. Najdeno 22. novembra 2014 na spletnem naslovu: <http://www.bsi.si/banka-slovenije.asp?MapaId=124>
6. Banka Slovenije (2015a). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Banka Slovenije (2015b). *Pogled banke Slovenije na strateške izzive ekonomske politike v Sloveniji v 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije (2016a). *Letno poročilo 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Banka Slovenije (2016b, januar). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
10. Basel Committee on Banking Supervision (2011). The Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks on banking system. Basel: *Bank for International Settlements*.
11. *Basel Committee on Banking Supervision*. Najdeno 27. junija 2015 na spletnem naslovu: <http://www.bis.org/bcbs>
12. Carmichael, J. & Pomerleano, M. (2002). The development and regulation of non-bank financial institutions. *The World Bank*. Washington: The World Bank.
13. CEA (2007). *Solvency II. Main Results of CEA's Impact Assessment (2007)*. Bruselj: CEA insurers of Europe.
14. Comision Nacional Del Mercado De Valores (b.l.). *Perspectives Securities Markets: Supervision and regulation*. Madrid: CNMV 20 th Anniversary Commemorate Book.
15. Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries (1995). *Cross-border Securities Settlements*. B.k.: Bank for international Settlements.
16. Čihak, M. & Podpiera, R. (2006). *Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with integrated Financial Sector Supervision*. B.k.: International Monetary Fund.
17. Čokl, V. (2000). *Integracija nadzora finančnega sistema* (Diplomska naloga). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. De Bruycker, J., Van Landeghem, K. & Goldschmidt, E. (2011). Reform of the Belgian financial supervisory structure, introduction of the Twin Peaks model in Belgium. B.k.: *ALTIUS/Tiberghien*.

19. Di Giorgio G. & Di Noia C. (b.l.). *Designing a Regulatory and Supervisory Framework for Integrated Financial Markets*. Roma: *Dean, School of Economics and Management and Professor of Monetary Economics, Università LUISS Guido Carli*.
20. Di Giorgio, G., Di Noia, C., & Piatti, L. (2000). *Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area*. *Center for Financial Institutions Working Papers*. Pennsylvania: Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.
21. Desmaestri, E. & Ferro, G. (2004). *Integrated Financial Supervision and Private Pension Funds*. B. k.: OECD.
22. Doles, J. (2013). Nova evropska bančna zakonodaja. *Bančni vestnik združenja bank Slovenije*, 62, 10.
23. ESMA. Najdeno 12. junija 2015 na spletnem naslovu: <https://www.esma.europa.eu/>
24. ESMA. Alternativna merila uspešnosti poslovanja. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu: http://www.a-tvp.si/Documents/2015_esma_1415sl.pdf
25. *European Banking Authority*. Najdeno 22. julija 2015 na spletnem naslovu: http://www.eba.europa.eu/languages/home_en
26. *European Systemic Risk Board*. Najdeno 08. julija 2015 na spletnem naslovu: <https://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.en.html>
27. Evropska centralna banka (2013). *Mnenje Evropske centralne banke z dne 7. decembra 2012 o Zakonu o bančništvu*. Frankfurt na Majni: Evropska centralna banka.
28. Evropska komisija (2011). *Predlog. Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja*. Bruselj: Evropska komisija.
29. Evropska komisija (2012). *Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in odboru regij. Poročilo o politiki konkurence za leto 2011*. Bruselj: Evropska komisija.
30. *Evropski parlament*. Najdeno 23. novembra 2014 na spletni strani: http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/sl/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html
31. Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA) (2015). Najdeno 15. junija 2015 na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=URISERV%3Aami0070>
32. Fišer, R. (2009). *Uvod v finančne trge in institucije*. Ljubljana: Zavod IRC.
33. Gole, N. (2013, 6. november). Superregulator za slovenski finančni sistem. *Delo*. Najdeno 14. julija 2015 na spletnem naslovu: <http://www.delo.si/gospodarstvo/finance/superregulator-za-slovenski-financni-sistem.html>
34. Gottwald, J. (2005). *The Regulatory State and Financial Services: An Appraisal of Recent Developments in the European Union*. *ECPR Conference Budapest 2005*.
35. Genetay, N., & Molyneux, P. (1998). *Bancassurance*. London: Macmillan Press LTD.

36. Geng, J., Xie, W., Zhang, G. & Zhou H. (b.l.). Challenges for the Unified Financial Supervision in the PostCrisis Era: Singaporean Experience and Chinese Practice. Najdeno 14. decembra 2014 na spletnem naslovu: <http://www.bradley.edu/dotAsset/cba2f203-d623-4ded-a45f-793799c32f01.pdf>
37. HM Treasury (2011). A new approach to financial regulation: building a stronger system. Najdeno 18. januarja 2015 na spletnem naslovu: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81411/consult_newfinancial_regulation170211.pdf
38. Herring, R. & Carmasii J. (b.l.). The Structure of Cross-Sector Financial Supervision. Najdeno 22. julija 2015 na spletnem naslovu: <http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CC8QFjAB&url=http%3A%2F%2Ffic.wharton.upenn.edu%2Ffic%2Fpapers%2F07%2F0734.pdf&ei=lcKOVYa3GoL-7Aail4N4&usg=AFQjCNErKOKSxVZQ-geIwDrjniaDOTYIjA&sig2=jZF5rJumiwsZYvcWDGE3kg&bvm=bv.96783405,d.ZGU>
39. International Monetary Fund (2012). Spain: Oversight and Supervision of Financial Market Infrastructures Technical Note. Washington, D. C.: *IMF Country Report*. 12/144.
40. IOSCO (2003). Objectives and Principles of Securities Regulation. Najdeno 21. julija 2015 na spletnem naslovu: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>
41. Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2014). Skupne smernice o zbliževanju nadzorniških praks v zvezi s skladnostjo dogovorov o koordinaciji nadzora finančnih konglomeratov. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu: http://www.atvp.si/Documents/feb2015_smernice.pdf
42. Kirn, J. (2007). *Valutna izpostavljenost kot del naložbene politike institucionalnih investorjev*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Kirn, J (2014). Vpliv Solventnosti II na upravljanje dolžniških naložb zavarovalnic. *Zavarovalniški horizonti, 1*. Zavarovalnica Triglav.
44. Kos, J., & Kosić, I. (2010). Nova likvidnostna regulativa po Baslu III. *Bančni vestnik*, 60(6), 9-15.
45. Lan, Q. & Zhang, K. (2008). *Singapore's Development of Financial Regulating System and Its Enlightenment to China*. Around Southeast Asia, 8.
46. Lannoo, K. (1999). *Financial supervision in EMU*. Brussels: Centre for European Policy Studies (CEPS).
47. Lastra, R. M. (2006). *Legal Foundations of International Monetary Stability*. Oxford: University Press Oxford.
48. Linklaters (2013). Najdeno 8. septembra na spletnem naslovu: <https://www.google.si/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=linklaters+twin+peaks+II>

49. *Ljubljanska borza*. Najdeno 19. maja 2016 na spletnem naslovu: http://www.ljse.si/media/Attachments/Statistika/Podatki/Letni/Kratka_letna_2015.pdf
50. Llewellyn, T. D. (1999). *The Economic Rationale for Financial Regulation*. London: The Financial Services Authority.
51. Llewellyn, T. D. (2003). *Institutional Structure of Financial Regulation: the basic issues*. World Bank seminar. Washington DC: The World Bank.
52. Llewellyn, D. (2006). *Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues*. Washington DC: World Bank Seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs.
53. Llewellyn, T. D., Carmichael, J., & Fleming, A. (2004). *Aligning financial supervisory structures with country needs*. Washington: The World Bank Institute.
54. Lumpkin, S. (2002). *Supervision of financial services in the OECD area*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
55. Madero, D. & Lumpkin, S. (2007). *A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services*. The International Organisation of Pension Supervisors, 1.
56. Martinez, J. & Rose (2003). T.A. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. *World Bank Policy Research Working Paper*, 3096.
57. Mastnak, S. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
58. Mazi, M. (2004). *Primerjava ločene regulacije in nadzora finančnega sistema s konsolidiranim*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
59. Mikdashi, Z. (2003): *Regulating the financial sector in the era of globalization: perspectives from political economy and management*. New York: Palgrave Macmillan, str. 249.
60. *Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti*. Najdeno 15. aprila 2016 na spletnem naslovu: http://www.mddsz.gov.si/si/uveljavljanje_pravic/statistika/dodatno_pokojninsko_zavarovanje/
61. *Naloge in pristojnosti*. Najdeno 25. januarja 2015 na spletnem naslovu: <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=110>
62. Olesen, A. et al. (2007). *Gearing up for Solvency II: The new business environment*. B. k.: Price Waterhouse Coopers.
63. Pavliha, M. (2000). *Zavarovalno pravo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
64. Pei, S.F. (2009). *Integrated Financial Supervision and MAS' Experience. Seminar Notes*. B. k. : Monetary Authority of Singapore Academy.
65. Pellerin, S., Walter, J., & Wescott, P. (2009). *The Consolitation of Financial Market Regulation: Pros, Cons, and Implications for the United Stated*. Richmond: The Federal Reserve Bank od Richmond.

66. Perotti, E., & Suarez, J. (2009). *Liquidity risk charges as a macroprudential tool*. Najdeno 25. aprila 2015 na spletnem naslovu: <http://dare.uva.nl/document/2/79869>
67. Potrč, J. (2015, maj). *Investicijski skladi in družbe za upravljanje*. Najdeno 3. oktobra 2015 na spletnem naslovu: <http://www.insolvinfo.si/DnevneVsebine/Aktualno.aspx?id=142123>
68. Poynton, I. (2011). *Solvency II: The new prudential regime for the insurance industry*. London: Freshfields Bruckhaus Deringer.
69. *Predlog zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov*. Najdeno 31. oktobra 2015 na spletnem naslovu: http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Direktorat_zajavno_premozen_je_in_financi_sistem/javna_sept_14__2_.pdf
70. Pregelj, R. (2009). Regulatorni kapital in naložbe tvegane kapitala. *Bančni vestnik*. 9.
71. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta. 205 str.4
72. Saunders, A. (2000). *Financial Institutions Management*. The McGraw – Hill Companies, Inc., 614 str.
73. Schoenmaker, D. (2011). *Financial Supervision in the EU. Encyclopedia of Financial Globalization*. The Netherlands: Duisenberg school of finance.
74. Schueler, M. (2004). *Integrated financial supervision in Germany*. Zentrum für Europ. Wirtschaftsforschung.
75. Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
76. Siregar, R. Y. & Willam E. J. (2004). *Designing an Integrated Financial Supervision Agency: Selected Lessons and Challenges for Indonesia*. Discussion Paper 0405, CIES, University of Adelaide.
77. Smrekar T. (2015, 23. marec). Je ideja o AFNA dokončno mrtva? Odvisno koga vprašate. *Finance*. Najdeno 1. septembra 2015 na spletni strani: <http://www.finance.si/8819413/Je-ideja-o-AFNA-dokončno-mrtva-Odvisno-koga-vprašate?metered=yes&sid=433828544>
78. Stankovič V. (1997). Nadzorni organi in finančne institucije. Ljubljana: *Bančni vestnik* 9.
79. Sušnik, S. (2000). Konsolidiran nadzor finančnih in bančnih skupin (1). *Bančni vestnik*, 3, str. 6–9.
80. Štiblar, F. (2010). *Bančništvo kot hrbenica samostojne Slovenije*. Ljubljana: ZRC SAZU.
81. Štiblar, F. (2013). *Stebri finančnega sistema samostojne Slovenije: Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli*. Ljubljana: ZRC SAZU.
82. Štiblar F., & Šramel F. (2008). *Zavarovalništvo Slovenije v 21. stoletju*. Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje.
83. Taylor, M. (1996). *Peak Practice: How to Reform the UK's regulatory System*. London: Centre for Study of Financial Innovation.

84. The de Larosiere Group (2009). *The High-level group on financial supervision in the EU*. Najdeno 15. julija 2015 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
85. The Financial Action Task Force (2014). 6. *Supervision. Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures – Spain*. Spain: Mutual evaluation report.
86. The Group of Thirty (2008). *The structure of financial supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Washington: The Group of Thirty.
87. UMAR (2013). Vpliv finančne krize na kreditni trg v Sloveniji. *Ekonomski izzivi 2013*.
88. Wymeersch, E. (2008). *Corporate Governance and Financial Stability*. Belgium: Financial Law Institute, Universiteit Ghent.
89. Zakon o makrobonitetnem nadzoru finančnega sistema (ZMbNFS). *Uradni list RS* št. 100/13.
90. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). *Uradni list RS* št. 51/2006.
91. Zakon o zavarovalništvu (Zzavar-1). *Uradni list RS* št. 93/2015.