

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA PROSTEGA PRETOKA
FINANČNIH STORITEV
V EVROPSKI UNIJI IN SLOVENIJI
S Poudarkom NA INVESTICIJSKIH
STORITVAH**

Ljubljana, oktober 2007

BARBARA ŽEMVA

Študentka Barbara Žemva izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Branka Koržeta, in skladno s prvim odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 10. oktobra 2007

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
1.1 IZHODIŠČA MAGISTRSKEGA DELA	1
1.2 CILJI IN HIPOTEZA MAGISTRSKEGA DELA	2
1.3 KRATKA PREDSTAVITEV VSEBINE MAGISTRSKEGA DELA	3
1.4 METODE IN OMEJITVE MAGISTRSKEGA DELA	4
2. NOTRANJI TRG SKUPNOSTI	5
2.1 NA KRATKO O RAZVOJU NOTRANJEGA TRGA EU	5
2.2 ŠTIRI TEMELJNE SVOBOŠČINE NOTRANJEGA TRGA	8
2.2.1 <i>Prost pretok blaga</i>	9
2.2.2 <i>Prost pretok oseb</i>	12
3. FINANČNE STORITVE	15
3.1 OPREDELITEV FINANČNIH STORITEV IN NJIHOV POMEN	15
3.2 OPREDELITEV INVESTICIJSKIH STORITEV	17
4. PROST PRETOK KAPITALA IN SVOBODA OPRAVLJANJA STORITEV	21
4.1 OPREDELITEV PROSTEGA PRETOKA KAPITALA	21
4.2 OPREDELITEV PROSTEGA PRETOKA STORITEV S PRAVICO DO USTANAVLJANJA	24
4.3 POMEN SVOBOŠČIN PROSTEGA PRETOKA KAPITALA IN STORITEV ZA FINANČNE OZIROMA INVESTICIJSKE STORITVE	28
5. VZPOSTAVITEV NOTRANJEGA TRGA ZA FINANČNE OZIROMA INVESTICIJSKE STORITVE	30
5.1 PRIKAZ PROCESOV VZPOSTAVLJANJA NOTRANJEGA TRGA FINANČNIH IN INVESTICIJSKIH STORITEV	31
5.1.1 <i>Akcijski načrt za finančne storitve – FSAP</i>	32
5.1.2 <i>Lamfalussijev proces</i>	33
5.1.3 <i>Bela knjiga o politiki finančnih storitev za obdobje 2005–2010</i>	37
5.2 PREDSTAVITEV KLJUČNIH EVROPSKIH PREDPISOV S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV	38
5.2.1 <i>MiFID in izvedbeni predpisi</i>	39
5.2.2 <i>Druga sekundarna zakonodaja s področja investicijskih storitev</i>	42
5.3 PREDSTAVITEV EVROPSKIH INSTITUCIJ NA PODROČJU UREJANJA IN NADZORA TRGA FINANČNIH INSTRUMENTOV	47
5.4 PRIKAZ TEŽAV IN NEVARNOSTI V ZAKONODAJNIH PROCESIH, KI SPREMLJAJO VZPOSTAVLJANJE NOTRANJEGA TRGA INVESTICIJSKIH STORITEV Z VIDIKA EU KOT CELOTE	51
5.4.1 <i>Kontrola Lamfalussijevega procesa in identifikacija ključnih težav in nevarnosti v procesu 51</i>	
5.4.2 <i>Kontrola načel boljše ureditve po Beli knjigi</i>	54
5.4.3 <i>Vloga prava v procesu vzpostavljanja notranjega trga</i>	55
5.5 PRIMERJAVA PROCESOV IMPLEMENTACIJE ZAKONODAJE S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV MED DRŽAVAMI ČLANICAMI	56

6. KRITIČNA OCENA PROCESOV VZPOSTAVLJANJA NOTRANJEGA TRGA FINANČNIH IN INVESTICIJSKIH STORITEV – PRIMERJAVA ZA SLOVENIJO	58
6.1 PRIKAZ IZVEDBENIH PROCESOV VZPOSTAVLJANJA NOTRANJEGA TRGA FINANČNIH IN INVESTICIJSKIH STORITEV V SLOVENIJI	58
6.2 PREDSTAVITEV KLJUČNIH SLOVENSКИH PREDPISOV S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV	59
6.2.1 ZTFI, ZTVP-1 in izvedbeni predpisi	60
6.2.2 Druga zakonodaja s področja investicijskih storitev	63
6.3 PREDSTAVITEV SLOVENSКИH INSTITUCIJ NA PODROČJU UREJANJA IN NADZORA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	65
6.4 ANALIZA IMPLEMENTACIJE EVROPSKE ZAKONODAJE S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV V SLOVENIJI	66
6.4.1 Analiza implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev v slovensko nacionalno zakonodajo	66
6.4.2 Analiza implementacije MiFID v slovensko nacionalno zakonodajo	70
6.5 KRITIČNA OCENA STANJA V SLOVENIJI	77
7. POMEN PROSTEGA PRETOKA INVESTICIJSKIH STORITEV V EU	79
7.1 POMEN PROSTEGA PRETOKA INVESTICIJSKIH OZIROMA FINANČNIH STORITEV GLEDE NA OSTALE SVOBOŠČINE NOTRANJEGA TRGA EU	79
7.2 IDENTIFIKACIJA PREDNOSTI IN SLABOSTI PROSTEGA PRETOKA INVESTICIJSKIH STORITEV Z VIDIKA PONUDNIKOV TEH STORITEV	81
7.3 IDENTIFIKACIJA PREDNOSTI IN SLABOSTI PROSTEGA PRETOKA INVESTICIJSKIH STORITEV Z VIDIKA POTROŠNIKOV TEH STORITEV	85
8. OCENA STANJA NA PODROČJU PROSTEGA PRETOKA INVESTICIJSKIH STORITEV	86
8.1 PROCESI NA PODROČJU INVESTICIJSKIH STORITEV, KI NAJ BI SE IZVEDLI PO AKCIJSKEM PLANU NA RAVNI EU	86
8.2 IDENTIFIKACIJA POMANJKLJIVOSTI OBSTOJEČE ZAKONODAJE IN KLJUČNIH OVIR PROSTEMU PRETOKU INVESTICIJSKIH STORITEV NA RAVNI EU	87
8.3 OCENA POMANJKLJIVOSTI OBSTOJEČE ZAKONODAJE IN KLJUČNIH OVIR PROSTEMU PRETOKU INVESTICIJSKIH STORITEV Z VIDIKA SLOVENIJE	91
9. ZAKLJUČEK	94
9.1 ANALIZA PROCESOV NA RAVNI SKUPNOSTI	94
9.2 REZULTATI ANALIZE PROCESOV NA RAVNI SKUPNOSTI	97
9.3 REZULTATI PRIMERJALNE ANALIZE ZA SLOVENIJO	99
9.4 ODGOVORA NA ZASTAVLJENI HIPOTEZI	101
9.5 SKLEP	102
10. LITERATURA IN VIRI	103
10.1 LITERATURA	103
10.2 VIRI	106

PRILOGE

SEZNAM POGOSTO UPORABLJENIH KRATIC IN OKRAJŠAV

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
CESR	Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev
EGS	Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti
ES	PES kot je bila spremenjena z Amsterdamsko pogodbo (preštevilčenje členov), se citira kot "ES", pred temi spremembami torej kot "PES".
ESC	Odbor za vrednostne papirje
EU	Evropska unija
FIN USE	Strokovni forum potrošnikov finančnih storitev
FSAP	Akcijski načrt za finančne storitve
ISD	Direktiva Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (UL L 141, 11. 6. 1993, str. 27–46)
MiFID	Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (UL L 145, 30. 4. 2004, str. 1–44)
PES	Z Maastrichtsko pogodbo EGS postane ES. Zato se Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (EGS) preimenuje v Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti (PES).
SES	Sodišče Evropskih Skupnosti
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov
ZTVP-1	Zakon o trgu vrednostnih papirjev

SEZNAM IZVIRNIH NAZIVOV ODBOROV IZ TOČKE 5.3

1. Odbor za finančne storitve – Financial Services Committee
2. Odbor stalnih predstavnikov – Committee of Permanent Representatives (COREPER)
3. Ekonomsko-finančni odbor – Economic and Financial Committee
4. Svet za ekonomske in finančne zadeve – Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN)
5. Odbor za ekonomske in monetarne zadeve – Committee on Economic and Monetary Affairs
6. Evropski odbor za vrednostne papirje – European Securities Committee (ESC)
7. Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev – Committee of European Securities Regulators (CESR)
8. Strokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev – European Securities Markets Expert Group (ESME)
9. Evropska centralna banka – European Central Bank (ECB)
10. Evropski ekonomsko-socialni odbor – European Economic and Social Committee
11. Strokovni forum potrošnikov finančnih storitev – Expert Forum of Financial Services Users (FIN USE)
12. Skupina za potrošnike finančnih storitev – Financial Services Consumer Group (FSCG) in Evropska posvetovalna skupina potrošnikov – European Consumer Consultative Group (ECCG)
13. Medinstitucijska nadzorna skupina – Inter-institutional Monitor Group (IIMG)

1. Uvod

S pričujočim magistrskim delom Analiza prostega pretoka finančnih storitev v Evropski uniji in Sloveniji, s poudarkom na investicijskih storitvah, želim analizirati in predstaviti novejšo in aktualno področje evropskega in nacionalnega prava finančnih oziroma investicijskih storitev, predvsem s ciljem vzpostavljanja notranjega trga Skupnosti na tem segmentu. To področje je v slovenski znanstveni literaturi le malo raziskano, predvsem pa ni na enem mestu zaokrožene analize pravnega stanja, njegove kritične ocene in predlogov za izboljšanje stanja. Zato sem se odločila, da bo to predmet mojega magistrskega dela.

1.1 Izhodišča magistrskega dela

Zamisel o združenju Evropski se je rodila v Parizu že davnega leta 1951 s podpisom Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo (Pariška pogodba), katere podpisnice so bile Belgija, Francija, Italija, Luksemburg, Nizozemska in Nemčija. Prvi pomembnejši korak na poti združene Evrope je bila leta 1957 v Rimu podpisana Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti, s katero so se podpisnice zavezale k ustanovitvi skupnega trga temelječega na štirih svoboščinah: prostem pretoku blaga, storitev, oseb in kapitala. S tem so bili že leta 1957 postavljeni temelji Skupnosti. Prvotno zastavljena ekonomska skupnost do danes, ko evropska integracija šteje že 27 držav članic, še vedno temelji na omenjenih štirih svoboščinah. Temeljna prizadevanja Skupnosti so preko sprememb Rimske pogodbe ter drugih pomembnih ekonomskih in političnih sprememb ves čas tekla v smeri ustvarjanja skupnega (enotnega) oziroma danes vse bolj notranjega trga, na katerem ne bi bilo ovir za čezmejno poslovanje. Močan protekcionizem držav članic in borba za lastne, nacionalne interese so se bojevali s cilji Skupnosti. Na vseh področjih, na katerih so bile prepoznavne prednosti večjega, močnejšega, konkurenčnejšega in uspešnejšega trga Skupnosti proti razdrobljenim in nepovezanim nacionalnim trgov, je ekonomski interes prevladal nad nacionalnim. Rezultat teh procesov je vedno bolj enoten oziroma notranji trg Skupnosti.

Procesi vzpostavljanja notranjega trga so in še tečejo na številnih področjih notranjega trga, povezanih s prostim pretokom blaga, oseb, storitev in kapitala. Vsako od teh področij je samo zase le košček sestavljanke in le skupna prizadevanja na vseh področjih lahko Skupnost držav članic pripeljejo do cilja, to je do vzpostavitve notranjega trga. Razvoj Skupnosti je sledil razvoju v svetu, potrebam trga in zahtevam globalizacije. Zato so bila ob začetkih integracije prizadevanja bolj usmerjena k prostemu pretoku blaga in delavcev, kasneje k prostemu pretoku kapitala in v zadnjem času vse bolj k prostemu pretoku oseb in storitev. V zadnjem desetletju so bila zaradi globalizacije trgov kapitala v ospredju prizadevanja na področju finančnih storitev. Finančne storitve, ki vse do leta 1985 pravzaprav niso bile predmet večjih integracijskih procesov in prizadevanj na ravni Skupnosti, so še zlasti z Lizbonsko strategijo postale eno ključnih področij Skupnosti, da Evropska unija do leta 2010 postane najbolj konkurenčno, dinamično ter na znanju temelječe gospodarstvo na svetu.

Na področju finančnih storitev, ki so bile od nekdaj pod strogim nadzorom držav članic, je bilo zagotavljanje prostega pretoka teh storitev oziroma vzpostavljanje enotnega (notranjega) trga še posebej težko, saj posamične direktive s področja finančnih storitev celostno gledano niso prinesle zadovoljivih rezultatov. Zato je bilo treba ukrepati enotnejše, celovitejše in prodornejše. Povsem nov zagon je razvoj dosegel z Akcijskim načrtom za finančne storitve, ki je podobno kot prejšnji akcijski plani za notranji trg, želel z urnikom in načrtom ukrepov doseči zastavljene cilje v določenih rokih. Kljub temu je bil zakonodajni proces na ravni Skupnosti še vedno prepočasen in neučinkovit. To je bil povod, da je bil na ožjem področju investicijskih storitev poskusno

veden nov štiristopenjski proces sprejemanja zakonodaje, t. i. Lamfalussijev proces. Gre za absolutno novost in preskok v ustvarjanju enotnega (notranjega) trga s povsem novim procesom sprejemanja predpisov na ravni Skupnosti in procesov implementacije v državah članicah. Ker se je izkazal za uspešnega in učinkovitega, se je leta 2005 razširil tudi na ostala področja finančnih storitev.

Na navedenih izhodiščih temelji moje magistrsko delo. Menim, da že sami procesi in aktivnosti Skupnosti na tem področju skupaj s pomenom vzpostavitve notranjega trga za finančne oziroma investicijske storitve zahtevajo posebno pozornost. Zato je temelj mojega magistrskega dela analiza prostega pretoka finančnih storitev v Evropski uniji in Sloveniji, to je predvsem procesov in rezultatov vzpostavljanja notranjega trga za finančne storitve v Evropski uniji in Sloveniji s pravnega vidika. V tem okviru sem največ pozornosti posvetila investicijskim storitvam, saj so se novi procesi sprejemanja in implementacije evropske finančne zakonodaje začeli ravno na področju teh storitev. Poleg tega pa področje prava investicijskih storitev izstopa po pomenu tudi zaradi velikih sprememb, ki se obetajo na podlagi nove direktive Skupnosti na tem področju. Gre za Direktivo 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov, ki velja celo za enega ključnih ukrepov Akcijskega načrta za finančne storitve in ki naj bi skupaj z ostalimi pomembnejšimi predpisi s področja investicijskih storitev temeljno spremenila finančne trge Skupnosti, omogočila čezmejno poslovanje na način, ki bo spodbujal povezovanje in integracijo finančnih trgov, konkurenco med ponudniki investicijskih storitev in njihovo mednarodno konkurenčnost. Z njeno uveljavitvijo 1. novembra 2007 naj bi trgi vrednostnih papirjev in finančnih instrumentov dobili novo podobo. Slovenija, ki je s 1. 5. 2004 postala polnopravna članica Skupnosti, je od takrat naprej del teh procesov. Glede na njihov pomen in pomen integriranega finančnega trga je zelo pomembno, kako Slovenija sledi navedenim procesom. Zato bom v obsežnem delu magistrskega dela analizirala tudi procese, ki se odvijajo v Sloveniji, to je predvsem potek implementacije evropskih predpisov v nacionalno zakonodajo in sodelovanja Slovenije v evropskih procesih vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev z namenom zagotavljanja prostega pretoka teh storitev.

1.2 Cilji in hipoteza magistrskega dela

Cilji magistrskega dela so na podlagi opredelitve štirih svoboščin notranjega trga Skupnosti, še zlasti prostega pretoka kapitala in storitev, opredelitve finančnih oziroma investicijskih storitev, opredelitve evropske in slovenske zakonodaje s področja investicijskih storitev, opredelitve procesov, ki se odvijajo z namenom zagotavljanja prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev oziroma vzpostavljanja notranjega trga, doseči naslednje rezultate:

- analizirati procese vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev v Evropski uniji in Sloveniji, katerih namen je zagotavljanje prostega pretoka teh storitev,
- identificirati težave, zastoje in nevarnosti v navedenih procesih v Evropski uniji in Sloveniji ter podati oceno stanja prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev v Evropski uniji in Sloveniji,
- na podlagi primerjalne analize slovenskih predpisov s področja investicijskih storitev z evropskimi predpisi podati kritično oceno stanja implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev v Sloveniji,
- opredeliti pomen prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev v Skupnosti glede na ostale vidike notranjega trga,
- identificirati prednosti in slabosti prostega pretoka investicijskih storitev tako za ponudnike kot za potrošnike investicijskih storitev,
- izoblikovati predloge možnih aktivnosti za Slovenijo.

Za moje magistrsko delo je torej bistvenega pomena doseči zgoraj zastavljene cilje. Poleg zastavljenih ciljev pa želim v okviru te raziskave odgovoriti tudi na dve ključni in aktualni vprašanji, glede katerih sem pred začetkom dela postavila dve na prvi pogled logični hipotezi. Prva hipoteza magistrskega dela je bila, da države članice Skupnosti preko implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev mnogokrat dodajajo nove zahteve in s tem nove ovire prostemu pretoku investicijskih storitev. Hipotezo sem preverila na podlagi analize implementacije ključne evropske direktive na področju trgov finančnih instrumentov v slovensko zakonodajo. Druga hipoteza magistrskega dela pa je bila, da so prednosti prostega pretoka finančnih storitev, to je integracije finančnih trgov v Skupnosti, in s tem tudi prednosti ureditve na tem področju s poudarkom na ureditvi investicijskih storitev, večje od morebitnih slabosti, in to tako za ponudnike kot potrošnike teh storitev. Hipotezo sem preverila z metodo analize in kompilacije prednosti in slabosti nove ureditve. Odgovora na zastavljeni hipotezi sta jasno razvidna iz magistrskega dela, pri čemer sta podrobneje predstavljeni še v zaključku tega dela.

Namen magistrskega dela v ožjem smislu je torej doseči zastavljene cilje in potrditi oziroma ovreči zastavljeni hipotezi. Glede na aktualnost in novost obravnavanega področja pa je namen tega magistrskega dela v širšem smislu podati tudi zaokrožen in celovit pregled najaktualnejših evropskih procesov in predpisov na področju finančnega prava s poudarkom na investicijskih storitvah ter hkrati podati zaokroženo oceno stanja v Sloveniji.

1.3 Kratka predstavitev vsebine magistrskega dela

Magistrsko delo je sestavljeno iz devetih poglavij, izmed katerih je prvo namenjeno pričujočemu uvodnemu delu v magistrsko delo, zadnje deveto pa zaključku. Osrednji del tako tvori sedem poglavij, izmed katerih so prva tri (to je drugo, tretje in četrto poglavje) namenjena opredelitvi temelja oziroma baze analize, naslednja tri (to je peto, šesto in sedmo poglavje) so namenjena izpolnitvi temeljnih ciljev magistrskega dela ter dosegu namena, zadnje (to je osmo poglavje) pa je namenjeno oceni stanja na področju investicijskih storitev. Magistrsko delo zaključuje deveto poglavje, v katerem so predstavljeni rezultati magistrskega dela skupaj z odgovoroma na zastavljeni hipotezi.

V drugem poglavju je opredeljeno izhodišče prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev, to je notranji trg Skupnosti in njegove štiri svoboščine. V tem poglavju je pozornost namenjena razvoju notranjega trga in svobodnemu pretoku blaga in oseb. Nadaljnji dve svoboščini notranjega trga, to je prost pretok kapitala in storitev, sta širše predstavljeni šele v četrtem poglavju. Ker gre za ključni svoboščini notranjega trga z vidika finančnih oziroma investicijskih storitev, njuna podrobnejša predstavitev sledi tretjemu poglavju. V tretjem poglavju je namreč opredeljen predmet analize, to so finančne oziroma investicijske storitve ter njihov pomen. S tem je opredeljen temelj magistrskega dela.

Osrednji analitični del magistrskega dela je zajet v petem in šestem poglavju. V petem poglavju so opredeljeni temelji vzpostavljanja notranjega trga finančnih oziroma investicijskih storitev v Skupnosti, s ciljem zagotavljanja prostega pretoka teh storitev v Skupnosti. V tem okviru so predstavljeni temeljni procesi vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev, ki se odvijajo na ravni Skupnosti, skupaj s temeljnimi evropskimi predpisi, ki urejajo to področje, ter organizacijami in odbori, ki na ravni Skupnosti aktivno sodelujejo v teh procesih. V zadnjem delu petega poglavja so izpostavljene ključne nevarnosti in težave, ki spremljajo navedene procese, ter predstavljeni rezultati primerjalne analize procesov implementacije evropske zakonodaje v posameznih državah članicah Skupnosti.

Šesto poglavje je namenjeno prikazu in oceni procesov, ki se z namenom vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev odvijajo v Sloveniji. V tem okviru so predstavljeni ključni slovenski predpisi ter organizacije in odbori, ki v teh procesih sodelujejo. Osrednji del šestega poglavja je namenjen analizi implementacije evropske zakonodaje v Sloveniji, in sicer širše za celotno področje investicijskih storitev ter ožje in podrobneje glede implementacije ključne evropske direktive s področja trga finančnih instrumentov. Analiza implementacije evropske zakonodaje v slovensko tako temelji na dveh primerjalnih tabelah. Prva primerjalna tabela obsega vse direktive Skupnosti, ki urejajo področje investicijskih storitev v ožjem smislu ter analizira njihovo implementacijo v slovenskih predpisih (to je v zakonih in v podzakonskih predpisih). Druga primerjalna tabela pa obsega ključno evropsko direktivo s področja trga finančnih instrumentov oziroma posamezna področja, ki podrobneje urejajo opravljanje investicijskih storitev, ter analizira njeno implementacijo v primerjavi z veljavnim in predlaganim novim predpisom, ki to področje ureja v Sloveniji. Na podlagi prikaza procesov v Sloveniji, analize slovenske zakonodaje in navedenih primerjalnih analiz implementacije evropskih predpisov je podana kritična ocena stanja v Sloveniji.

V sedmem poglavju so opredeljeni zaključki opravljene analize vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev v Skupnosti in v Sloveniji. V tem okviru je najprej opredeljen pomen prostega pretoka investicijskih storitev kot rezultat procesov, opisanih v prejšnjih dveh poglavjih, v razmerju do ostalih vidikov notranjega trga. V nadaljevanju pa so opredeljene ključne prednosti in slabosti prostega pretoka investicijskih storitev, ki ga zagotavlja nova ureditev, in sicer z vidika ponudnikov in potrošnikov teh storitev.

V osmem, zaključnem, poglavju je podana ocena stanja na področju prostega pretoka investicijskih storitev, predvsem z vidika procesov, ki naj bi se še izvedli glede na že izvedene procese. Predstavljena pa so tudi razmišljanja o morebitnih pomanjkljivostih obstoječega stanja in identificirane nekatere ovire tako na ravni Skupnosti kot Slovenije. V tem okviru so predstavljeni tudi možni predlogi za izboljšanje stanja v Sloveniji. Magistrsko delo zaključuje deveto poglavje, ki s strnjnim pregledom rezultatov analize, ki je predmet magistrskega dela, odgovarja tudi na zastavljeni hipotezi.

1.4 Metode in omejitve magistrskega dela

Osrednji metodi raziskovanja opisane tematike sta bili analitična in primerjalna metoda, ki sta bili v povezovanju z indukcijsko, dedukcijsko, kompilacijsko in zgodovinsko metodo ter ob pomoči sintetične metode v pomoč pri oblikovanju smiselne celote znanstveno-raziskovalnega dela. Magistrsko delo temelji na študiju domače in tuje znanstvene literature s področja notranjega trga Skupnosti kakor tudi vseh relevantnih evropskih in slovenskih predpisov, še zlasti pa literature in predpisov s področja prava finančnih oziroma investicijskih storitev. Na podlagi študija navedenih virov sem s pomočjo sintetične in zgodovinske metode oblikovala strnjen pregled razvoja notranjega trga Skupnosti, ki temelji na štirih temeljnih svoboščinah: prostem pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala, ter celoten pregled procesov, ki so se odvijali na področju prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev oziroma vzpostavljanja notranjega trga za finančne oziroma investicijske storitve v Skupnosti in v Sloveniji. Na podlagi navedenih izhodišč sem s pomočjo analitične metode analizirala evropske in slovenske predpise s področja investicijskih storitev. S pomočjo kompilacijske metode pa sem sestavila seznam evropskih in slovenskih institucij na področju urejanja in nadzora trga finančnih instrumentov. V nadaljevanju sem s pomočjo primerjalne metode preverila stanje usklajenosti slovenske zakonodaje s področja investicijskih storitev z evropsko. Na podlagi opravljenega raziskovalnega dela in analiz sem s pomočjo sintetične, indukcijske, dedukcijske in primerjalne metode podala kritično oceno procesov, ki se odvijajo v Sloveniji, ugotovila stanje usklajenosti

slovenske zakonodaje z evropsko in izoblikovala predloge možnih aktivnosti za odpravo pomanjkljivosti tako procesov vzpostavljanja notranjega trga za investicijske storitve v Sloveniji kakor tudi nepravilnosti in pomanjkljivosti v implementiranih predpisih.

Ne glede na natančno zastavljeno vsebino in cilje magistrskega dela, pa je njegova vsebina omejena z nekaterimi zunanji in notranji omejitvami, ki jih bom predstavila v nadaljevanju. V prvi vrsti moram izpostaviti, da gre za izjemno aktualno področje, na katerem procesi še vedno aktivno tečejo. Zato je bila moja prva zunanja omejitev magistrskega dela, da sem ga morala časovno omejiti na 31. 7. 2007, to pomeni, da zakonodaja, procesi in aktivnosti po tem datumu niso zajeti. V tem okviru v analizo tako niso bili vključeni podzakonski predpisi na področju investicijskih storitev, ki jih Slovenija do tega dne še ni sprejela. Druga zunanja omejitev magistrskega dela pa je bila v nedostopnosti podatkov oziroma dokumentov o morebitnih posvetovanjih, analizah ali mnenjih, ki so morda bili izvedeni v okviru zakonodajnih postopkov v Sloveniji, pa niso dostopni javnosti. Slednje je na kritičnih mestih tudi izpostavljeno. Notranja omejitev magistrskega dela je njegov omejen obseg, ki ni dovoljeval širšega prikaza tudi za druga področja finančnih storitev. To pomeni, da se magistrsko delo, kot že izhaja iz naslova, osredotoča na ožji segment znotraj finančnih storitev, to je na investicijske storitve. Mnoga spoznanja s tega področja pa veljajo tudi za celotno področje finančnih storitev, kar je tudi razvidno iz same vsebine. Z vidika notranjih omejitev magistrskega dela pa bi želela še dodati, da so vsi evropski predpisi in odločitve Sodišča Evropskih Skupnosti, v odsotnosti pravil Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, navedeni v skladu z internimi navodili Ustavnega sodišča Republike Slovenije.

2. Notranji trg Skupnosti

Primarni cilj in temelj Evropske skupnosti (v nadaljevanju EU) je bil ne glede na številne politične vidike vedno ekonomska integracija (sprva kot skupen trg, danes pa kot ekonomska in monetarna unija), ki temelji na štirih temeljnih svoboščinah: to je svobodnem (prostem) pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala. To pomeni, da je enotni oziroma notranji trg Skupnosti rezultat prostega pretoka blaga, oseb, storitev in kapitala, katerega sestavni del je tudi prost pretok finančnih oziroma investicijskih storitev. Zato je tudi, ko govorimo o prostem pretoku finančnih storitev oziroma investicijskih storitev, treba razumeti in opredeliti osnovni pomen notranjega trga in "njegovih" štirih temeljnih svoboščin.

2.1 Na kratko o razvoju notranjega trga EU

Razvoj notranjega trga Skupnosti je neločljivo povezan z razvojem EU in eno brez drugega ne more obstajati. Zato ne moremo govoriti o notranjem trgu, ne da bi hkrati govorili tudi o EU. EU, kot jo poznamo danes, se je razvila postopoma, korak za korakom.

Prvi pomembnejši korak na poti do EU sta bili leta 1957 v Rimu podpisani Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/04 – v nadaljevanju EGS), s katero so se podpisnice zavezale k ustanovitvi skupnega trga do 1. 1. 1970, in Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti za atomsko energijo (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/04 – ESAE), imenovani tudi Rimski pogodbi. Pomembnejši mejniki do pogodbe v Nici, ki je utrla pot in pripravila podlago za mogoč sprejem novih držav članic (med njimi tudi Slovenije), so bili naslednji. Leta 1965 je bil podpisan institucionalno pomemben akt, Pogodba o ustanovitvi enotnega Sveta in enotne Komisije evropskih skupnosti ali t. i. Spojitvena pogodba (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/04), ki je združila institucije treh skupnosti v

enoten svet in komisijo evropskih skupnosti ter določila enoten proračun. Očitno je integracija ponudila dovolj možnosti za razvoj držav znotraj evropskih skupnosti, zato se je članstvo stalno povečevalo; leta 1973 so se pridružile Danska, Irska in Velika Britanija, leta 1981 Grčija ter leta 1986 še Španija in Portugalska. Zdelo se je že, da je poglobljanje integracije evropskih skupnosti zastalo, ko je leta 1984 sprejeti Enotni evropski akt (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/2004) dokončno razrešil dolgo trajajočo institucionalno krizo. Skupaj z Belo knjigo o vzpostavitvi notranjega trga (KOM(1985) 310 končno) iz leta 1985 je omogočil nadaljevanje poti, zastavljene že v Rimski pogodbi, o ustanovitvi skupnega oz. sedaj notranjega trga in z institucionalnimi spremembami, novimi skupnimi politikami ter z institucionalizacijo političnega sodelovanja še bolj povezal države članice. Naslednji ključni mejnik je bila leta 1993 v Maastrichtu podpisana Pogodba o Evropski uniji (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/2004 – v nadaljevanju PEU), imenovana tudi Maastrichtska pogodba, ki je začela veljati 1. 11. 1993, in je tedanje Evropske skupnosti preimenovala v Evropsko unijo. Maastrichtska strategija je šla v povezovanju držav članic še dlje in si je za cilj zastavila ustanovitev ekonomske in monetarne unije, vključno s skupno valuto (1. steber), skupno zunanjo in varnostno politiko (2. steber), sodelovanjem na področju pravosodja in notranjih zadev (3. steber), uvedbo državljanstva unije in povečanje moči Evropskega parlamenta pri odločanju na ravni EU. Vse pomembnejša pa je postajala tudi širitev. Leta 1995 so se uniji pridružile nekdanje članice EFTE: Avstrija, Finska in Švedska. Začela pa so se tudi pogajanja z novimi državami iz t. i. vzhodnega bloka. V nadaljevanju sta bili pri gradnji EU pomembni še Amsterdamska pogodba (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/2004) iz leta 1997 in Pogodba iz Nice (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 7/2004) iz leta 2001. Leta 2004 se je EU pridružilo največ držav doslej, to so Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Malta, Latvija, Litva, Poljska, Slovaška in Slovenija. S 1. 1. 2007 pa še Bolgarija in Romunija.

Cilj, da se med državami podpisnicami ustvari skupen trg, temelječ na štirih svoboščinah, to je na svobodnem pretoku blaga, oseb, kapitala in storitev,¹ je bil zastavljen že v Rimski pogodbi o Evropski gospodarski skupnosti iz leta 1957 (EGS). V členu 8 so se države podpisnice zavezale k postopni ustanovitvi skupnega trga v prehodnem obdobju dvanajstih let in si za cilj zastavile: vzpostavitev carinske unije (to je ukinitvev vseh carin med državami članicami in uveljavitev enotne zunanje carinske tarife), odstranitev vseh količinskih omejitev (to je kvot in ukrepov z enakim učinkom z namenom zagotovitve prostega pretoka blaga) in pa vzpostavitev prostega pretoka oseb (predvsem delavcev), prostega pretoka storitev in z določenimi omejitvami tudi prostega pretoka kapitala. Določeni cilji, to je carinska unija in ukinitvev kvot, so bili doseženi celo 18 mesecev prej, ostali cilji pa so ostali neizpolnjeni oziroma se sploh niso začeli niti izpolnjevati. Kljub temu da so bile formalne ovire svobodnemu pretoku blaga odstranjene (ukinitvev carin in kvot), se ukrepi z enakim učinkom niso zmanjšali. Tako so še naprej obstajale ovire prostemu pretoku blaga, in sicer fizične (to je zastoji na meji in omejitve prometa), tehnične (to so različni tehnični, zdravstveni ali varstveni standardi, različni sistemi kontrole kvalitete, različni okoljski standardi ipd.) ter fiskalne ovire (to je predvsem različni sistemi davka na dodano vrednost). Tudi na področju prostega pretoka oseb in prostega pretoka storitev s pravico do ustanavljanja ni bilo napredka, z izjemo za delavce v določenih poklicih. Rešitev je prišla z Belo knjigo o vzpostavitvi enotnega trga, ki jo je leta 1985 predstavil takratni predsednik Komisije Jacques Delors, to je s planom, kako do leta 1992 uresničiti zastavljeni cilj skupnega trga. V veliko pomoč uresnitvi zastavljenih ciljev je bilo poročilo Paola Cecchinija, italijanskega ekonomista, ki je politični in gospodarski eliti predstavil prednosti skupnega trga za gospodarsko rast in razvoj, in to predvsem z naštevanjem stroškov, če cilj skupnega trga ne bi bil dosežen. Cena za neuspešno izpolnitev zastavljenih ciljev o vzpostavitvi skupnega trga (t. i.

¹ Člen 2 EGS je že ob ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti leta 1958 določal: »Naloga Skupnosti je, da z vzpostavitvijo skupnega trga in postopnim približevanjem ekonomskih politik držav članic v vsej Skupnosti spodbuja skladen razvoj gospodarskih dejavnosti, stalno in uravnoteženo gospodarsko rast, povečano stabilnost, pospešeno višanje življenjske ravni in tesnejše odnose med državami, ki jih združuje.«

strošek ne-Evropske ali "the cost of non-Europe") je bila ocenjena na najmanj 4,25 % do celo 6,5 % bruto domačega proizvoda (Alfaro-Lassala, 1999, str. 69). S tem so se dokončno odprle možnosti za nadaljnji razvoj notranjega trga.

Enotni evropski akt, ki velja za prvo pravo vsebinsko spremembo EGS, si je tako za cilj zastavil vzpostavitev notranjega trga do 1. 1. 1993.² Komisija je Beli knjigi o vzpostavitvi notranjega trga določila 300 ukrepov, ki jih je bilo potrebno realizirati za vzpostavitev tega trga. Enotni evropski akt je v 18. členu omogočil sprejem ukrepov tako, da je za sprejem vseh ukrepov z namenom vzpostavitve notranjega trga določil kvalificirano večino (tako, da je ukrepe v večini primerov lahko sprejel Svet s kvalificirano večino). Do izteka roka (31. 12. 1992) je bilo sprejetih 90 % vseh ukrepov pretežno z večinskim odločanjem (Alfaro-Lassala, 1999, str. 70). To je bil vsekakor velik uspeh, ki je prinesel liberalizacijo tokov kapitala, ukinitvev kontrol blaga na notranjih mejah, ukinitvev rutinskih pregledov oseb na notranjih mejah in napredek na področju prostega pretoka storitev s pravico do ustanavljanja (priznavanje poklicnih kvalifikacij ipd.).

S PEU je integracija cilj skupnega oziroma notranjega trga nadgradila s skupno ekonomsko in monetarno politiko ter uvedbo skupne denarne enote evra. S tem so tedanje Evropske skupnosti postale ekonomska unija³ in se preimenovala v EU. Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (EGS) se je preimenovala v Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti (v nadaljevanju PES). Z Amsterdamsko pogodbo je postalo sodelovanje še tesnejše, saj se je skupnim politikam pridružila politika priseljevanja, azil in vizumi, politika zaposlovanja in carinsko sodelovanje. Amsterdamska pogodba je tudi pomembneje preštevilčila člene PES, ki se od tedaj dalje imenuje Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti (ES).

Slovenija je pristopila k EU na podlagi Pogodbe o pristopu,⁴ ki v členu 1 določa, da Slovenija postane članica EU in da so pogoji pristopa in prilagoditev primarne zakonodaje urejeni v t. i. Aktu o pristopu, ki je priloga te pogodbe. V Prilogi XIII Akta o pristopu so bili določeni prehodni ukrepi (prehodna obdobja) za Slovenijo, med njimi tudi ukrepi vezani na vzpostavitev notranjega trga. Pomembnejših izjem Slovenija ni uveljavila,⁵ zato velja na področju zakonodaje notranjega trga brez izjem evropska zakonodaja. Ob tem je treba poudariti,

² Člen 13 Enotnega evropskega akta je določil, da se PES dopolni tako, da se doda 8. a člen, katerega prvi odstavek se glasi: »Skupnost sprejme ukrepe za postopno vzpostavitev notranjega trga v obdobju, ki se izteče 31. decembra 1992, v skladu z določbami tega člena in členov 8. b, 8. c, 28, 57(2), 59, 70(1), 84, 99, 100. a in 100. b, ne da bi posegla v druge določbe te pogodbe.«

³ Med državami so možne različne stopnje ekonomske integracije. Najmanj zavezujoča je vzpostavitev področja proste trgovine (»free trade area«), ki pomeni opustitev vseh carin in kvot pri trgovanju med državami, vključenimi v prosto trgovino. Njej sledi vzpostavitev carinske unije, ki vključuje poleg proste trgovine še skupno carinsko tarifo za uvoz blaga iz tretjih držav. Tretja stopnja integracije je skupni trg, ki pomeni, da se prostemu pretoku blaga pridruži še prost pretok drugih produkcijskih faktorjev (to je dela, kapitala in podjetništva). Sledi le še ekonomska unija, ki poleg skupnega trga pomeni še skupno monetarno in fiskalno politiko ter skupno valuto. Vse nadaljnje stopnje integracije so že politične (konfederacija, federacija).

⁴ Gre za Pogodbo med Kraljevino Belgijo, Kraljevino Dansko, Zvezno republiko Nemčijo, Helensko republiko, Kraljevino Španijo, Francosko republiko, Irsko, Italijansko republiko, Velikim vojvodstvom Luksemburg, Kraljevino Nizozemsko, Republiko Avstrijo, Portugalsko republiko, Republiko Finsko, Kraljevino Švedsko, Združenim kraljestvom Velike Britanije in Severne Irske (državami članicami Evropske unije) in Češko republiko, Republiko Estonijo, Republiko Ciper, Republiko Latvijo, Republiko Litvo, Republiko Madžarsko, Republiko Malto, Republiko Poljsko, Republiko Slovenijo, Slovaško republiko o pristopu Češke republike, Republike Estonije, Republike Ciper, Republike Latvije, Republike Litve, Republike Madžarske, Republike Malte, Republike Poljske, Republike Slovenije in Slovaške republike k Evropski uniji.

⁵ Z vidika pomena za finančne storitve Slovenija nima v veljavi nobenega prehodnega obdobja več, saj so se ta že iztekla.

da imajo določbe PES oziroma ES neposreden učinek (to pomeni, da imajo prednost pred nacionalnim pravom) in so zato neposreden vir pravic fizičnih in pravnih oseb.⁶

V zvezi z razvojem notranjega trga je pomembno razumeti razliko med skupnim, enotnim in notranjim trgom. Na ravni Skupnosti je šele Enotni evropski akt določil pojem notranjega trga ali t. i. "internal market". V EGS se je še govorilo o skupnem trgu ali t. i. "common market". Notranji trg tako pomeni območje brez notranjih meja, na katerem je v skladu z določbami pogodbe zagotovljen prost pretok blaga, oseb, storitev in kapitala (člen 13 Enotnega evropskega akta in člen 14(2) PES). Sodišče Evropskih skupnosti (v nadaljevanju SES) je v eni izmed svojih odločb pojasnilo, da je skupni trg ("common market") stopnja ekonomskega povezovanja, katere cilj je odstranitev vseh ovir trgovini znotraj Skupnosti z namenom združitve nacionalnih trgov v enotni trg ("single market") in izpolnitve pogojev potrebnih za vzpostavitev pravega notranjega trga ("internal market") (Moussis, 1999, str. 73). Notranji trg je tako cilj, ki še ni dosežen in h kateremu Skupnost stremi.

2.2 Štiri temeljne svoboščine notranjega trga

Bistven element notranjega trga je niz štirih svoboščin, to je svobodnega pretoka blaga, storitev, oseb in kapitala, ki predstavljajo temelj skupnosti. Ob njih so za vzpostavitev notranjega trga pomembna tudi prizadevanja za harmonizacijo predpisov na številnih drugih področjih. Že v EGS so bila vključena področja posebnega pomena, kot so pravila o konkurenci, mednarodnih prevozih, davkih, skupni trgovinski in konjunkturni politiki ter sodelovanju na področju socialne politike. Z Enotnim evropskim aktom so se prizadevanja razširila na področje raziskav in razvoja, s PEU pa še na skupno ekonomsko in monetarno politiko, izobraževanje, poklicno usposabljanje, mladino, kulturo, varovanje javnega zdravja, varstvo potrošnikov, vseevropska omrežja na področju prometne, telekomunikacijske in energetske infrastrukture, konkurenčnost industrije, varstvo okolja in razvojno sodelovanje med državami članicami. Tako evropski predpisi zajemajo vedno več področij, na katerih poteka harmonizacija predpisov in standardov. S ciljem vzpostavitve pravega notranjega trga pa se je tudi vsebina štirih svoboščin z razvojem stalno širila in poglobljala.

Izmed štirih svoboščin je prost pretok blaga zagotovo najpomembnejša svoboščina. Brez nje si izgradnje in delovanja notranjega trga ni mogoče predstavljati. Zato se je tudi skupni trg takratne Evropske gospodarske skupnosti (EGS) začel vzpostavljati ravno na področju prostega pretoka blaga. Prvi cilj, ki si ga je zastavila EGS, je bil tako vzpostavitev carinske unije,⁷ to je ukinitve vseh carin med državami članicami in vzpostavitev skupne carinske tarife za države nečlanice. Ta cilj je bil dosežen že 30. 6. 1968. Vendar je bil končni cilj, zastavljen že v EGS, vzpostavitev skupnega trga kot naslednje stopnje integracije.

⁶ Sodišče Evropskih Skupnosti je v Sodbi z dne 5. februarja 1963 v zadevi *N. V. Algemeine Transporten Expeditie Onderneming Van Gend en Loos*, C-26/62, Recueil 1963, str. 1, bolj znanem kot *Van Gend en Loos*, prvič podelilo določbam ES (takrat EGS) neposredni učinek, in sicer je odločilo, da ima člen 12 EGS neposreden učinek in da ustvarja individualne pravice, ki jih morajo nacionalna sodišča ščititi. (Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Tarifcommissie iz Nizozemske v zadevi *N. V. Algemeine Transporten Expeditie Onderneming Van Gend en Loos* proti *Nederlandse Administratie der Belastingen*.)

⁷ Člen 23(1) ES (prej 9(1) PES) določa: »Skupnost temelji na carinski uniji, ki zajema vso blagovno menjavo in med državami članicami prepoveduje carine pri uvozu in izvozu ter vse dajatve z enakim učinkom, poleg tega pa uvaja skupno carinsko tarifo v odnosih s tretjimi državami.«

2.2.1 Prost pretok blaga

Prost pretok blaga pomeni, da je vse blago, ki se proizvede v katerikoli državi članici Skupnosti ali ki je uvoženo iz tretjih držav v katerokoli državo članico, v prostem prometu na celotnem območju Skupnosti. To pomeni, da se s tem blagom lahko prosto trguje brez obveznosti plačila carin ali dajatev z enakim učinkom in brez količinskih omejitev trgovanja ali drugih ukrepov z enakim učinkom. Z namenom, da bi se dosegel ta cilj, je že EGS določila okvire te svoboščine, katerih vsebino je s svojimi pomembnimi odločbami kasneje zapolnilo SES. Tako je sodišče podalo tudi definicijo blaga po PES,⁸ in sicer kot proizvode, ki se jih lahko ovrednoti v denarju in ki so kot taki lahko predmet trgovinskih transakcij (Hanlon, 1998, str. 170).

Pravni okvir prostega pretoka blaga je bil določen že z EGS in se kasneje s spremembami pogodbe ni bistveno spreminjal. Za uresničitev te svoboščine je pomembno, da države članice zagotavljajo, da so izpolnjena naslednja načela:

- a) *odprava carin in vseh dajatev z enakim učinkom (členi 9 do 16 PES⁹) in skupna carinska tarifa (členi 18 do 29 PES¹⁰):*

Odprava carin kot takih ni bila problematična, saj so carine hitro prepoznavne.¹¹ Težje je bilo prepoznati dajatve z enakim učinkom, ki jih PES niti ni določala. Vsebinsko tega pojma je tako določilo SES v svojih odločitvah. Prvič je SES že v Sodbi z dne 14. decembra 1962 v zadevi *Komisija proti Velikemu vojvodstvu Luksemburgu in Kraljevini Belgiji (Gingerbread)*, C-2,3/62, Recueil, str. 425, odločilo, da gre za dajatev z enakim učinkom kot carine, če dajatev izpolnjuje tri merila, in sicer: da je dajatev obračunana enostransko v času uvoza ali kasneje, da je obračunana na proizvode uvožene iz drugih držav članic in ne na podobne domače proizvode ter da ima enak učinek na ceno proizvoda in prost pretok proizvodov kot carina (Hanlon, 1998, str. 171). S številnimi drugimi odločitvami je SES ta merila še podrobneje razdelalo. Med drugim je tudi pojasnilo, da pri presoji, ali gre za dajatev z enakim učinkom kot carine, ni pomembno kakšen namen se z uvedbo dajatve zasleduje, kako visoka je dajatev ali komu je namenjena.¹² Izjemoma so takšne dajatve dopustne, če gre za plačilo storitve, ki je neposredno v korist izvoznika, če gre za dajatve po evropskem pravu, ali če gre za dajatve, ki so del notranje davčne zakonodaje. Odprava carin med državami članicami skupnosti je samo notranji vidik carinske unije. Njen zunanji vidik, ki je nujno povezan tudi s skupno trgovinsko politiko, je vzpostavitev skupne carinske tarife. Skupna carinska tarifa pomeni, da vse države članice za blago, ki je uvoženo iz tretjih držav, obračunavajo enako carino. S tem namenom je bil leta 1992 sprejet Carinski kodeks Evropskih skupnosti, ki je bil kasneje večkrat spremenjen, in ga je z vstopom v EU zavezana spoštovati tudi Slovenija.

⁸ Tako že v Sodbi z dne 10. decembra 1968 v zadevi *Komisija proti Republiki Italiji (Re Italian Art Treasures)*, C-7/68, Recueil, str. 423.

⁹ Z Amsterdamsko pogodbo so bili črtani vsi členi PES razen člena 12, ki pa se je spremenil (sedaj člen 12 ES).

¹⁰ Z Amsterdamsko pogodbo so bili črtani vsi členi PES razen členov 28 in 29. Člen 28 (sedaj člen 26 ES) se je spremenil, medtem ko se je člen 29 PES preštevilčil v člen 27 ES.

¹¹ Carina je denarna dajatev, ki se obračuna ob izvozu, uvozu ali tranzitu blaga, običajno glede na vrednost blaga (ad valorem).

¹² V Sodbi z dne 1. julija 1969 v zadevi *Komisija proti Republiki Italiji*, C-24/68, Recueil 1969, str. 193, je SES odločilo, da vsaka dajatev (ne glede na to, kako nizka je in kakšen je njen namen ali način odmere), ki se naloži domačemu ali tujemu blagu, kot posledica dejstva, da blago preide mejo, in ki ni carina v strogem pomenu, pomeni dajatev z enakim učinkom po členih 9, 12, 13 in 16 EGS; in to ne glede na to, da ni naložena v dobro države, da nima ne diskriminacijskega ne zaščitnega učinka in da blago, na katerega se nanaša, ne konkurira nobenemu domačemu blagu (Curtin et al., 1990, str. 333).

b) *prepoved diskriminacijskih notranjih davkov (člen 95 PES¹³):*

Namen člena 95 PES je (bil) prepovedati davke, ki po svoji vsebini niso pravi (notranji) davki, ampak v bistvu dajatve z enakim učinkom kot carine. S tem naj bi se državam članicam preprečilo, da bi z davčno politiko posredno ali neposredno ščitile domače proizvode pred enakovrstnimi proizvodi, uvoženimi iz drugih držav članic. S tem namenom je SES v Sodbi z dne 3. februarja 1981 v zadevi *Komisija proti Republiki Franciji (Reprographic Machines Re)*, C-90/79, Recueil, str. 283, definiralo pojem notranjega davka. Za notranje davke gre, ko se te dajatve avtomatično in v skladu z objektivnimi kriteriji uporabljajo za vse proizvode, ne glede na njihov izvor (Hanlon, 1998, str. 175). Zelo pomemben naslednji korak je bila Sodba z dne 12. julija 1983 v zadevi *Komisija proti Veliki Britaniji in Severni Irski (Excise Duty on Wine Re)*, C-170/78, Recueil, str. 2265, v katerem je sodišče odločilo, kdaj sta lahko dva proizvoda enakovrstna z vidika davčne obravnave. Odločilo je, da je v Veliki Britaniji in Severni Irski pivo in vino treba šteti za enakovrstna proizvoda v smislu člena 95 PES (zdaj 90 ES), ker gre za proizvoda, ki sta med seboj glede na obseg porabe, ceno in vsebnost alkohola v neposredni konkurenci. Kasneje so bile sprejete še številne pomembne odločitve, v katerih je sodišče med drugim opredelilo tudi, kdaj gre za neposredno in kdaj za posredno dajatev.

c) *odprava količinskih omejitev in vseh ukrepov z enakim učinkom (členi 30 do 36 PES¹⁴):*

Enako kot carine tudi količinske omejitve same po sebi niso težko razpoznavne. Običajno gre za kvote pri uvozu, izvozu ali tranzitu blaga, ki so določene bodisi vrednostno bodisi količinsko. Zato so bile tudi kvote, enako kot carine, hitro odpravljene. Težja je bila odprava ukrepov z enakim učinkom kot količinske omejitve, saj gre za težje razpoznavne ukrepe, ki pa prost pretok blaga omejujejo enako kot drugi ukrepi in preprečujejo vzpostavitev enotnega (notranjega) trga. Pomembno vlogo na tem področju je ponovno odigralo SES.

Zgodovinsko najpomembnejši primer je zagotovo Sodba z dne 8. julija 1974 v zadevi *Procureur de Roi*, C-8/74, Recueil, str. 837,¹⁵ v kateri je SES prvič podalo definicijo ukrepov z enakim učinkom kot količinske omejitve. Po t. i. Dassonvillovi formuli se vsa pravila trgovanja, ki jih sprejmejo države članice in ki neposredno ali posredno oziroma dejansko ali potencialno ovirajo prost pretok blaga med državami članicami, štejejo za ukrepe z enakimi učinki kot količinske omejitve (Hanlon, 1998, str. 181). Pomemben je torej učinek, ki ga določena ureditev prinaša prostemu pretoku blaga, in ne namen takšne ureditve. SES je v številnih nadaljnjih odločbah definiralo pomen neposrednega oziroma posrednega učinka, dejanskih oziroma potencialnih ovir. Dassonvillova formula pa med ukrepe z enakim učinkom kot carine ne šteje nediskriminacijskih ukrepov, to je ukrepov, ki domače in uvoženo blago obravnavajo enako, ampak samo diskriminacijske ukrepe, to je ukrepe, ki različno obravnavajo domače in uvoženo blago. Ta korak naprej je SES naredilo nekaj let kasneje v Sodbi z dne 20. februarja 1979 v zadevi *Rewe-Zentral AG*, C-120/78, Recueil, str. 649,¹⁶ ki je znana kot primer *Cassis de Dijon*. SES je postavilo dodatno pravilo glede nediskriminacijskih ukrepov. Na podlagi tega primera in sodne prakse SES se tako v odsotnosti harmonizacije pravil Skupnosti za oviro prostemu pretoku blaga štejejo tudi povsem nediskriminacijski ukrepi držav članic, ki sicer povsem zakonito urejajo trženje blaga (standarde), vendar različno od države do države članice. Iz tega primera tako izhaja, da ima blago, ki je bilo zakonito proizvedeno in dano na trg v eni državi članici, pravico do prostega pretoka v katerikoli drugi državi članici, ne glede na to, da ne izpolnjuje določenih ukrepov te države glede trženja tega blaga oziroma njenih standardov. Zelo pomembno načelo, ki izhaja iz tega primera, je *načelo vzajemnosti*, ki pomeni, da mora vsaka

¹³ Z Amsterdamsko pogodbo je bil člen 95 PES preštevilčen v člen 90 ES, črtan je bil tretji odstavek.

¹⁴ Z Amsterdamsko pogodbo so bili črtani členi 31 do 33 PES, ostali so bili preštevilčeni, in sicer člen 30 PES v 28 ES z nekaj spremembami, člen 34 PES v 29 ES, pri čemer se je drugi odstavek črtal, in člen 36 PES v 30 ES.

¹⁵ Predlog za predhodno odločitev je postavilo sodišče prve stopnje v Bruslju iz Belgije v zadevi *Procureur de Roi* proti Benoît in Gustavu Dassonvillu.

¹⁶ Predlog za predhodno odločitev je postavilo sodišče Hessisches Finanzgericht iz Nemčije v zadevi *Rewe-Zentral AG* proti Bundesmonopolverwaltung für Branntwein.

država članica Skupnosti spoštovati tradicijo druge države članice in dopustiti prost pretok blaga iz druge države članice z namenom, da tudi ta dopusti prost pretok njenega blaga, čeprav so pravila trženja blaga v državah članicah različna. Izjemoma so taki nediskriminacijski ukrepi, ki omejujejo prost pretok blaga dopustni, če so ti ukrepi potrebni za uresničitev obveznih zahtev, in sicer zlasti na področju davčnega nadzora, varovanja javnega zdravja, zagotavljanja poštenih trgovinskih odnosov in varstva potrošnikov. Gre za razumne razloge (ki so navedeni zgolj primeroma) in jih mora dokazati država članica, ki take ukrepe uvede. Kasneje je bilo postavljeno še dodatno pravilo, da nediskriminacijski ukrepi, ki omejujejo prost pretok blaga in so uvedeni na temelju obveznih omejitev, kljub temu niso dovoljeni, če niso proporcionalni z namenom, ki ga država članica zasleduje, ali če se namen lahko doseže tudi z ukrepom, ki bi bil za trgovino manj omejujoč.¹⁷

Kljub širokemu in velikemu pomenu primera *Cassis de Dijon* pa je treba poudariti, da prepoved nediskriminacijskih ukrepov pod pogoji, ki izhajajo iz tega primera, ne velja v primeru izvoza blaga. Količinske omejitve v izvozu blaga prepoveduje člen 34 PES (29 ES) (v uvozu pa člen 30 PES oziroma 28 ES) in prepoveduje vse tiste ukrepe, ki bi razlikovali med blagom za domači trg in za izvoz.¹⁸ To pomeni, da se v primeru obravnavanja izvoza zahteva, da so ukrepi diskriminacijski. Takšna različna rešitev v primeru uvoza in izvoza blaga udejanja isto idejo, da mora vsaka država članica ščititi in spoštovati tradicijo druge države članice.

Izjeme, da so na podlagi razumnih razlogov zaradi izpolnjevanja obveznih zahtev dovoljeni določeni nediskriminacijski ukrepi (*Cassis de Dijon*), pa so različne od izjem, ki jih dovoljuje že sama pogodba (člen 36 PES oziroma 30 ES). Količinske omejitve kakor tudi ukrepi z enakim učinkom so namreč izjemoma dopustni že po sami pogodbi, če so utemeljeni z javno moralo, javnim redom ali javno varnostjo, varovanjem zdravja in življenja ljudi, živali ali rastlin, varstvom nacionalnih bogastev z umetniško, zgodovinsko ali arheološko vrednostjo ali z varstvom industrijske ali poslovne lastnine. SES izjeme razlaga restriktivno.

Čas za zgodovinske premike na področju prostega pretoka blaga je minil. Danes so prizadevanja usmerjena v poenotenje tehničnih standardov in popolno uveljavitev načela vzajemnosti. Evropski parlament in Svet sta tako že leta 1995 izdala odločbo, ki je določila postopek za izmenjavo informacij med državami članicami v zvezi z ukrepi držav članic glede prostega pretoka blaga v neharmoniziranih sektorjih.¹⁹ Sistem zavezuje države članice, da sporočijo vse ukrepe, ki pomenijo oviro prostemu pretoku blaga. V okviru izpolnjevanja akcijskega načrta za enotni trg (KOM(1999) 299 končno) je Komisija leta 1999 izdala Priporočilo v zvezi z načelom vzajemnosti. Leta 1998 pa je Svet izdal Uredbo Sveta (ES) št. 2679/98 z dne 7. decembra 1998 o delovanju notranjega trga glede prostega pretoka blaga med državami članicami, ki vzpostavlja mehanizem, ki Komisiji omogoča, da intervenira v primeru kršitev prostega pretoka blaga tako, da na državo članico naslovi ustrezno odločbo, s katero ji naloži, da v določenem roku sprejme primerne ukrepe z namenom odstranitve ovir. Če država članica odločbe ne spoštuje, Komisija zoper njo začne postopek pred SES.

¹⁷ Ne glede na pomen primera *Cassis de Dijon* je SES (sicer mnogo kasneje) ugotovilo, da prepoved nediskriminacijskih ukrepov, ki niso uvedeni zaradi izpolnitve obvezne zahteve v skladu z načelom proporcionalnosti, ni več funkcionalna na vseh področjih prostega pretoka blaga. V Sodbi z dne 24. novembra 1993 v zadevi kazenskega postopka proti *Bernardu Kecku in Danielu Mithouardu*, C-267 in 268/91, Recueil, str. I-6097, je sprejelo dodatno pravilo, da se ukrepi držav članic, ki urejajo namen, obliko, velikost, težo, sestavo, ime, oznako ali pakiranje blaga, še vedno obravnavajo v skladu s primerom *Cassis de Dijon*, medtem ko se ukrepi, ki urejajo trženje blaga, obravnavajo izključno po členu 30 PES (28 ES) in so prepovedani samo, če so že po naravi stvari diskriminacijski. (Predlog za predhodno odločanje je postavilo sodišče najvišje instance v Strasbourgu, Francija.)

¹⁸ Tako v Sodbi z dne 8. novembra 1979 v zadevi *P. B. Groenveld* proti Produktschap voor Vee en Vlees, C-15/79, Recueil, str. 3409. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče College van Beroep voor het Bedrijfsleven iz Nizozemske.

¹⁹ Gre za Odločbo št. 3052/95/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. decembra 1995 o vzpostavitvi postopka izmenjave informacij o nacionalnih ukrepih, ki odstopajo od načela prostega pretoka blaga v Skupnosti.

Iz gornjega prikaza izhaja, kako je potekal razvoj oziroma kako se je vzpostavljala skupni trg blaga, kot najpomembnejše svoboščine ob začetkih združevanja. Ob tem ne smemo spregledati pomembne vloge, ki jo je pri tem odigralo SES, ki je s svojimi odločitvami jasno začrtalo nadnacionalni pomen evropskemu pravu in dalo možnost vsakemu posamezniku, da izkoristi pravice iz PES. Merila, ki jih je SES razvilo na področju prostega pretoka blaga, pa so pomembna tudi zato, ker so kasneje močno vplivala na razvoj drugih treh svoboščin. Primer *Cassis de Dijon* je tako z več vidikov pomembno vplival na nadaljnji potek razvoja tudi na drugih področjih notranjega trga. Komisija se je namreč v Beli knjigi o vzpostavitvi notranjega trga na podlagi rešitve iz tega primera zavezala k uporabi načela vzajemnosti tudi na drugih področjih notranjega trga in med njimi tudi na področju finančnih storitev. Tako je Komisija že leta 1985 zavzela stališče, da mora razvoj svobodne izmenjave t. i. finančnih produktov (podobno kot drugih produktov) temeljiti na sprejemu enotnih minimalnih standardov na ravni Skupnosti, ki bodo omogočili vzajemno priznavanje ustreznosti teh produktov in s tem uveljavitev načela vzajemnosti tudi na področju finančnih storitev.

2.2.2 Prost pretok oseb

Prost pretok oseb je enako kot prost pretok blaga ena izmed temeljnih svoboščin notranjega trga. Njen pomen pa je danes mnogo širši kot v preteklosti, ko se je pretežno govorilo le o prostem pretoku delavcev. S PEU je bilo namreč uvedeno državljanstvo EU, ki omogoča prost pretok oseb, ki so državljani katerekoli države članice EU, znotraj celotnega področja Skupnosti. Poleg tega pa je bila z Amsterdamsko pogodbo iz tretjega stebra EU v prvi steber, to je na področje skupne politike, prenesena celotna problematika vizumov, azila, priseljevanja in prostega gibanja oseb iz tretjih držav. Ne glede na navedeno je z vidika vzpostavitve skupnega oziroma notranjega trga še vedno najpomembnejši vidik prostega pretoka (gibanja) delavcev kot enega izmed produkcijskih faktorjev. Ta vidik je bil tudi izpostavljen v PES (EGS).²⁰

Prost pretok delavcev v nasprotju s prostim pretokom blaga ni izključno ekonomska kategorija. Čeprav je bil temeljni cilj EGS doseči popolno mobilnost produkcijskega faktorja dela, pa je v ospredje prihajal tudi socialni vidik. Pomen delavca kot produkcijskega faktorja, pomembnega za vzpostavitev notranjega trga in ekonomske blaginje Skupnosti, se je tako prilagajal socialnemu vidiku delavca kot človeškega bitja, ki uresničuje svojo pravico, da se preseli in živi v drugi državi članici, da tam, ne da bi bil diskriminiran, sprejme zaposlitev in da s tem izboljša življenjske pogoje svoje družine (Craig in De Búrca, 1998, str. 665). Ker pogodba pojma delavca ne določa, je SES v Sodbi z dne 19. marca 1964 v zadevi *Hoekstra (née Unger)*, C-75/63, Recueil, str. 177,²¹ odločilo, da mora biti pojem delavca določen enako za vse države članice, to je na nivoju prava Skupnosti. Tako je vsebino in pomen pojma delavec določilo SES, ki je v Sodbi z dne 23. marca 1982 v zadevi *Levin*, C-53/81, Recueil, str. 1035,²² sprejelo stališče, da je delavec tisti, ki opravlja resnično gospodarsko aktivnost ("genuine economic activity")²³ in da pri tem ni pomembna višina plačila (lahko gre tako kot v obravnavanem

²⁰ Člen 39(2) ES (prej 48(2) PES) določa, da prosto gibanje delavcev vključuje odpravo vsakršne diskriminacije na podlagi državljanstva delavcev držav članic v zvezi z zaposlitvijo, plačilom in drugimi delovnimi in zaposlitvenimi pogoji.

²¹ Predlog za predhodno odločanje je postavilo sodišče Centrale Raad van Beroep iz Nizozemske v zadevi Mrs. M. K. H. Hoekstra (née Unger) proti Bestuur der Bedrijfsvereniging voor Detailhandel en Ambachten.

²² Predlog za predhodno odločanje je postavilo sodišče Raad van State iz Nizozemske v zadevi Levin proti Staatssecretaris van Justitie.

²³ V Sodbi z dne 3. julija 1986 v zadevi *Lawrie-Blum*, C-66/85, Recueil, str. 2121, je SES ta pojem natančneje opredelilo skozi tristopenjski objektivni test, in sicer je odločilo, da gre za delavca: 1) če opravlja ekonomsko storitev oziroma storitev, ki ji je mogoče pripisati ekonomsko vrednost, 2) če to storitev opravlja pod nadzorom drugega in 3) če za to dobi plačilo (Knez, Rajko: Prosto gibanje delavcev, v Bohinc, 2004, str. 305). Predlog za predhodno odločanje je postavilo Zvezno upravno sodišče iz Nemčije v zadevi Deborah Lawrie-Blum proti Deželi Baden Württemberg.

primeru le za delo s polovičnim delovnim časom) ali namen dela. Še širše je pojem delavca opredelilo v Sodbi z dne 3. junija 1986 v zadevi *Kempf*, C-139/85, Recueil, str. 1741,²⁴ kjer je dodalo, da ni pomembno niti, ali dodatna sredstva za življenje (če gre za delo z nepolnim delovnim časom) pridobi iz lastnih virov ali iz naslova socialnih pomoči države, kjer dela. Ta resnično široka interpretacija je bila kasneje bolj restriktivno obravnavana, predvsem zaradi strahu držav članic, da bi priseljenci prekomerno obremenili njihov socialni sistem. Tako se je strožje presojal tudi namen dela, torej delo zaradi pridobitve plačila (ekonomskih učinkov) in ne na primer socialno delo²⁵ ali delo kot priprava na študij.²⁶

Bistvo svobodnega pretoka delavcev je, da ima delavec pravico: 1) prijaviti se za dejansko ponujeno delovno mesto, 2) se v ta namen na območju držav članic prosto gibati, 3) bivati v državi članici zaradi zaposlitve skladno z določbami zakonov ali drugih predpisov, ki urejajo zaposlovanje državljanov te države in 4) ostati na ozemlju države članice po prenehanju zaposlitve v tej državi pod pogoji, zajetimi v izvedbenih predpisih (člen 39(3) ES oziroma prej 48(3) PES).²⁷ Čeprav tega pogodba ne določa, pa je SES pravico do prostega gibanja razširilo tudi na iskalce zaposlitve.²⁸ Menilo je, da bi nasprotno stališče v bistvu onemogočilo učinkovito izvrševanje pravic in bi omejevalo prost pretok delavcev (Craig in De Búrca, 1998, str. 683).

Izjemoma je tudi prost pretok delavcev lahko omejen. Prva pomembnejša omejitev je, če gre za zaposlovanje v državni upravi. SES je to izjemo obravnavalo restriktivno in določilo naslednja dva pogoja. Za zaposlitev v državni upravi gre: 1) če gre za neposredno ali posredno izvrševanje pooblastil podeljenih z zakonom in 2) če gre za izvrševanje dolžnosti z namenom varstva splošnih interesov države in drugih javnih institucij, pri čemer morata biti oba pogoja izpolnjena kumulativno.²⁹ Takšna zaposlitev predpostavlja lojalnost zaposlenega do države, ki je lahko utemeljena na podlagi državljanstva kot vezi zaposlenega z državo. Možne pa so tudi klasične omejitve prostega pretoka delavcev, to je zaradi varstva javnega reda, javne varnosti in javnega zdravja. Vse navedene izjeme se obravnavajo restriktivno.

Zelo pomembno za prost pretok delavcev je načelo prepovedi diskriminacije, na podlagi katerega je prepovedana vsakršna, neposredna ali posredna, diskriminacija na podlagi državljanstva delavcev držav članic v zvezi z zaposlitvijo, plačilom in drugimi delovnimi in zaposlitvenimi pogoji. Primerov direktne diskriminacije na podlagi državljanstva je malo, saj je na prvi pogled očitna.³⁰ Več je primerov posredne diskriminacije, ki je težje razpoznavna. Značilno za posredno (skrito) diskriminacijo je, da so pravice delavcev pogojene, pravno ali

²⁴ Predlog za predhodno odločanje je postavilo sodišče Raad van State iz Nizozemske v zadevi R. H. Kempf proti Staatssecretaris van Justitie.

²⁵ Tako v Sodbi z dne 31. maja 1989 v zadevi *Betray*, C-344/87, Recueil, str. 1621. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Raad van State iz Nizozemske v zadevi I. Betray proti Staatsecretaris van Justitie.

²⁶ Tako v Sodbi z dne 21. junija 1988 v zadevi *Brown*, C-197/88, Recueil, str. 3205. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Court of Session, Outer House iz Škotske v zadevi Steven Malcolm Brown proti The Secretary of State for Scotland.

²⁷ Za vse nove države članice je bila s pristopnimi pogodbami na zahtevo starih članic sprejeta začasna omejitev prostega pretoka oseb (delavcev, ki so državljani teh držav članic), t. i. sedemletno prehodno obdobje. 30. 4. 2009 naj bi bila ta omejitev sproščena, razen če bi katera izmed držav članic sprejela dodatne omejitve še za dve leti. Tri države članice (Velika Britanija, Irska in Švedska) omejitev niso zahtevale. S 1. 5. 2006 so omejitve sprostile Španija, Finska, Grčija in Portugalska ter s 21. 7. 2006 še Italija. Avstrija in Nemčija še vztrajata pri omejitvah. Preostalih pet držav članic (Belgija, Francija, Nizozemska, Luksemburg in Danska) pa je uvedlo bolj fleksibilen pristop.

²⁸ Tako v Sodbi z dne 26. februarja 1991 v zadevi *Antonissen*, C-292/89, Recueil, str. I-745. Predlog za predhodno odločanje je vložilo High Court of Justice iz Velike Britanije v zadevi The Queen proti Immigration Appeal Tribunal, v zvezi s primerom Gustaff Desiderius Antonissen.

²⁹ Tako v Sodbi z dne 26. maja 1982 v zadevi *Komisija proti Kraljevini Belgiji*, C-149/79, Recueil, str. 3881.

³⁰ Tak je bil primer iz Sodbe z dne 4. aprila 1974 v zadevi *Komisija proti Republiki Franciji*, C-167/73, Recueil, str. 359, v katerem je Francija z zakonom o delovnih razmerjih v pomorstvu kršila to določbo, ker je predpisala minimalni delež Francozov za posamezna dela na ladji.

dejansko, s prebivališčem ali drugim pogojem, ki ga lažje dosežejo državljani domače države članice kot državljani drugih držav članic (Knez, Rajko: Prosto gibanje delavcev, v Bohinc, 2004, str. 308). Vzporednico pa lahko tudi tukaj potegnemo z nediskriminacijskimi ukrepi v okviru prostega pretoka blaga, saj so tudi v okviru prostega pretoka delavcev, razen izjemoma, nediskriminacijski ukrepi prepovedani.³¹ Najpogosteje gre za sicer nediskriminacijske ukrepe, ki se nanašajo na dostop do trga delovne sile. Tudi v teh primerih so sicer možne izjeme zaradi uresničitve obveznih zahtev tako kot pri prostem pretoku blaga (na primer s področja davkov).

Iz pravice do prostega gibanja delavcev izhajajo še druge izjemno pomembne pravice, to so: pravice članov delavčeve družine, da bivajo z delavcem, pravice delavcev do socialnih ugodnosti in pomoči njim in članom njihovih družin ter pravice družinskih članov delavca do izobraževanja (pod določenimi pogoji tudi delavca). Te pravice ureja sekundarna zakonodaja. Ne glede na to, da se s temi določbami pretežno ureja položaj članov delavčeve družine, pa so te neobhodne za dejansko uresničevanje pravic. Delavčeva svoboda gibanja bi namreč ostala brez dejanskega učinka, če ne bi veljala tudi za člane njegove družine.

Pomembno omejitev prostemu pretoku delavcev predstavlja medsebojno priznavanje poklicnih kvalifikacij delavcev. Najprej se je uveljavil sektorski pristop, ki je na podlagi posameznih direktiv uredil in še ureja priznavanje poklicnih kvalifikacij za določene poklice, kot so zdravniki, medicinske sestre, farmacevti, veterinarji, pravniki in arhitekti. Te direktive določajo avtomatično priznavanje navedenih poklicnih kvalifikacij na podlagi izpolnjevanja zahtevanih pogojev. Za ostale poklice se je kasneje uveljavil splošni pristop na podlagi direktiv o medsebojnem priznavanju poklicnih kvalifikacij, ki je uveljavil splošno priznavanje diplom na podlagi najmanj triletnega visokošolskega izobraževanja in uspešno opravljene strokovne prakse, z možnostjo (kolikor so razlike med državami velike), da se zahteva preizkus usposobljenosti oziroma določeno prilagoditveno obdobje. V tem okviru je urejeno tudi medsebojno priznavanje drugih poklicnih kvalifikacij, ki ne zahtevajo triletnega šolanja, to je raznih potrdil in drugih usposobljenosti. Navedeni sistem sicer temelji na načelu medsebojnega zaupanja, njegova slabost pa je, da ne pomeni avtomatičnega priznavanja kvalifikacij, ampak le na podlagi odločitve pristojnega organa države članice. Prednost tega sistema je, da organ države članice vloge za priznanje poklicnih kvalifikacij ne sme zavrniti zaradi neizpolnjevanja pogojev, ampak mora določiti ustrezne dodatne pogoje, na podlagi katerih je potem možno priznanje kvalifikacij. Ob tem je treba opozoriti, da sistem priznavanja poklicnih kvalifikacij ne velja za izobrazbo pridobljeno izven EU.

Z 20. 10. 2007 bo v EU uveljavljen nov in povsem enoten sistem priznavanja poklicnih kvalifikacij na podlagi Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2005/36/ES z dne 7. septembra 2005 o priznavanju poklicnih kvalifikacij. Direktiva povzema dvanajst sektorskih direktiv in vse tri splošne direktive s področja priznavanja poklicnih kvalifikacij ter določa pravila, v skladu s katerimi država članica, ki pogojuje dostop do reguliranih poklicev ali njihovo opravljanje na svojem ozemlju s posebnimi poklicnimi kvalifikacijami, priznava poklicne kvalifikacije. To pomeni, da delavec na podlagi kvalifikacij, pridobljenih v eni ali več državah članicah izvora, lahko v drugi državi članici opravlja isti poklic. Uporablja se za vse državljane države članice, ki želijo kot samozaposlene ali zaposlene osebe opravljati reguliran poklic, vključno s svobodnim poklicem, v drugi državi članici, v kateri niso pridobili svojih poklicnih kvalifikacij.

Prost pretok delavcev na prvi pogled morda res nima povezave z notranjim trgom finančnih storitev, vendar je kljub temu pomemben. Kvaliteta finančnih storitev je danes ključni

³¹ Najbolj znan je primer iz Sodbe z dne 15. decembra 1995 v zadevi *Bosman*, C-415/93, Recueil, str. I-4921. Predlog za predhodno odločanje je postavilo Pritožbeno sodišče v Liège (Belgija) v zadevi Union royale belge des sociétés de football association ASBL proti Jean-Marcu Bosmanu, Royal club liégeois SA proti Jean-Marcu Bosmanu in drugi in Union des associations européennes de football (UEFA) proti Jean-Marcu Bosmanu.

element konkurence med finančnimi organizacijami (Burton, 1994, str. 46). Bistvo kvalitetne storitvene dejavnosti pa je v usposobljenih zaposlenih (delavcih), ki kvaliteto prenašajo do stranke. Finančna storitev se namreč porablja hkrati s ponujanjem in ponuja jo nihče drug, kot zaposleni. V dobi vse večjega čezmejnega poslovanja finančnih organizacij (investicijskih podjetij) je zato pomembno, da se delavci znotraj Skupnosti lahko prosto gibajo (sprejmejo zaposlitev ter so deležni drugih ugodnosti zase in za člane svoje družine). Treba je sicer vedeti, da v primeru, če finančna institucija, ki opravlja finančne storitve, v drugo državo članico napoti svoje delavce zaradi opravljanja teh storitev, se ti delavci obravnavajo po določbah ES o svobodnem opravljanju storitev in ne o prostem pretoku delavcev. Kljub temu pa zanje veljajo pravila priznavanja poklicnih kvalifikacij. Z uveljavitvijo Direktive 2005/36/ES bo rešen tudi problem priznavanja kvalifikacij, ki lahko zlasti na profesionaliziranem področju finančnih storitev (na katerem se za praktično vse udeležence zahtevajo visoke kvalifikacije³²) pomeni oviro prostemu pretoku delavcev.

Prost pretok oseb je tako neločljivo povezan s prostim pretokom storitev in s pravico do ustanavljanja. Ta vidik prostega gibanja produkcijskih faktorjev je skupaj s prostim pretokom kapitala postal pomembnejši šele v zadnjem obdobju. Gre za bolj subtilne in neotipljive elemente notranjega trga, katerim je bila večja pozornost posvečena zlasti z ustanovitvijo EU. Z vidika prostega pretoka finančnih storitev sta svoboden pretok storitev in kapitala svoboščini, ki sta najpomembnejši, zato sta obravnavani ločeno v četrtem poglavju.

3. Finančne storitve

Množica storitev je enako raznolika kot množica izdelkov in ima na vsakem specifičnem področju svoje posebnosti. Enako velja tudi za finančne storitve, ki v osnovi ostajajo storitve, vendar z določenimi posebnostmi. Razlog, da je področje finančnih storitev posebno in drugače urejeno kot ostala področja storitev, zagotovo izhaja tudi iz posebnosti in pomena, ki jih imajo te storitve. Ker so predmet tega magistrskega dela finančne storitve, in med njimi investicijske storitve, so v nadaljevanju opredeljene posebnosti in vrste finančnih storitev ter njihov pomen.

3.1 Opredelitev finančnih storitev in njihov pomen

Finančne storitve bi po Kotlerjevih razvrstitvah (Kotler, 1996, str. 465) lahko uvrstili med t. i. čiste storitve, to je storitve, ki niso vezane na kakršenkoli fizični izdelek ali opremo, kot to na primer velja za popravilo avtomobila, letalski prevoz ali pogostitev v restavraciji, z izjemo zavarovalniških, kreditno zavarovalnih in podobnih storitev, ki so lahko vezane tudi na fizični izdelek ali opremo. Gre za storitve, ki so vezane na ljudi, in sicer v pretežni meri na ljudi s specifičnim visokokvalificiranim znanjem. Finančne storitve so lahko tako osebne storitve, ki zadovoljujejo osebne želje ljudi (na primer po ohranitvi ali povečanju premoženja, tveganju, zavarovanju premoženja ipd.), kot poslovne storitve, ki zadovoljujejo želje poslovnih subjektov (investiranje, združevanje in povezovanje subjektov na trgu, financiranje dejavnosti, izdaja vrednostnih papirjev ipd). Finančne storitve so tako storitve z naslednjimi lastnostmi: neopredmetenost, neločljivost proizvodnje in porabe, spremenljivost storitev v odvisnosti kraja, časa in oseb, ki jih izvajajo, in minljivost (nemožnost skladiščenja) storitev.

Finančne storitve so v razmerju do drugih storitev posebne še posebej v treh vidikih. Prvič se finančne storitve pretežno izrazijo s pisno pogodbo, katere veljavnost ni dorečena, torej so

³² Gre za posebne strokovne zahteve, ki jih morajo izpolnjevati borzni posredniki, člani uprav in nadzornih svetov investicijskih družb, upravljavci organiziranih trgov ali MTF itd.

sklenjene za nedoločen čas in na dolgi rok finančni organizaciji prinašajo na eni strani odhodke, to je stroške zaradi opravljanja storitev po pogodbi za stranko, in na drugi strani korist, to je prihodke iz naslova opravljanja storitev za stranko. Drugič se finančne storitve pretežno proizvajajo znotraj zahtevnih informacijskih sistemov (McGoldrick in Greenland, 1994, str. 35). In tretjič, ponudniki, ustvarjalci finančnih storitev, so v večini primerov licencirani subjekti, kot so na primer banke, ki morajo za svoje poslovanje pridobiti dovoljenje bančnega nadzornega organa (v Sloveniji Banke Slovenije), borznoposredniške družbe in družbe za upravljanje, ki morajo za svoje delovanje pridobiti dovoljenje nadzornega organa za trg vrednostnih papirjev (v Sloveniji Agencije za trg vrednostnih papirjev), in zavarovalnice, ki morajo pridobiti dovoljenje zavarovalniškega nadzornega organa (v Sloveniji Agencije za zavarovalni nadzor). Vse te posebnosti so pomembne za razumevanje pomena in posebne vloge teh storitev.

Pomen finančnih storitev je v tem, da veljajo za nepogrešljive pri zagotavljanju pravilnega delovanja drugih ekonomskih področij (Moussis, 1999, str. 96), med njimi tudi notranjega trga EU. Finančne storitve tako vplivajo na rast bruto domačega proizvoda, stabilnost domačega finančnega sistema in na mednarodne trgovinske odnose, zato ni težko razumeti, zakaj so se države članice tako dolgo upirale "sprostitvi" finančnih storitev.

Finančne storitve lahko grobo delimo na naslednje sklope: bančne storitve, storitve v zvezi z vrednostnimi papirji oziroma finančnimi instrumenti, storitve upravljanja premoženja, zavarovalniške storitve in druge finančne storitve.

1) Bančne storitve

Bančne storitve so storitve, ki jih ponujajo oziroma "proizvajajo" predvsem banke, deloma tudi hranilnice. Bančne storitve tako zajemajo klasične bančne storitve, kot so sprejemanje depozitov od javnosti ter dajanje kreditov za svoj račun, kakor tudi druge storitve, ki jih praviloma lahko ponujajo le banke, to je odkup terjatev z regresom ali brez njega (factoring), financiranje komercialnih poslov, vključno z izvoznim financiranjem na podlagi odkupa z diskontom in brez regresa dolgoročnih nezapadlih terjatev, zavarovanih s finančnim instrumentom (forfeiting), finančni zakup (leasing), storitve plačilnega prometa, izdajanje in upravljanje plačilnih instrumentov (na primer kreditnih kartic in potovalnih čekov), izdajanje elektronskega denarja, izdajanje garancij in drugih jamstev ter denarno posredništvo na medbančnih trgih. Banke pa lahko opravljajo tudi številne druge finančne storitve, ki pa niso tipično bančne, to je določene investicijske storitve, storitve upravljanja premoženja in celo zavarovalniške storitve.

2) Investicijske storitve ali tudi storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (finančnimi instrumenti)

Investicijske storitve večinoma, razen nekaterih izjem, lahko opravljajo le banke in investicijske družbe (pri nas so to borznoposredniške družbe). Zajemajo sklop storitev v povezavi z vrednostnimi papirji oziroma finančnimi instrumenti in so podrobneje opredeljene v nadaljevanju.

3) Storitve upravljanja premoženja

Storitve upravljanja premoženja zajemajo upravljanje skladov premoženja, v obliki skladov vrednostnih papirjev, naložb v nepremičnine ali drugih naložb. Pri nas poznamo vzajemne sklade, pokojninske sklade in investicijske družbe, ki jih upravljajo družbe za upravljanje ali zavarovalnice. Ne poznamo pa skladov tveganega kapitala in nepremičninskih skladov.

4) Zavarovalniške storitve

Zavarovalniške storitve zajemajo zavarovanje premoženja, oseb in odgovornosti. Zaradi vse večjih potencialnih škod, nastajajo nove in nove oblike zavarovanj. Vedno pomembnejša postajajo zavarovanja odgovornosti za škode. Zavarovalniške storitve vseh vrst ponujajo zavarovalnice, deloma banke in pa tudi druge zavarovalniške družbe skladno z zakonodajo.

5) Druge finančne storitve

Med druge finančne storitve lahko štejemo vse finančne storitve, ki jih ne moremo razvrstiti v katero od zgoraj navedenih skupin.

Finančne storitve po pomenu zagotovo sodijo med tiste storitve, ki bodo v prihodnjih letih ključno vplivale na vsebino, razvoj in pomen dveh svoboščin, to je prostega pretoka storitev in prostega pretoka kapitala. Liberalizacija kapitalskih tokov namreč skupaj z liberalizacijo čezmejnega opravljanja finančnih storitev pomeni velik korak naprej na poti vzpostavljanja notranjega trga Skupnosti.

3.2 Opredelitev investicijskih storitev

Področje finančnih storitev je zelo široko. Na evropski ravni se prizadevanja za vzpostavitev notranjega trga finančnih storitev povezano vršijo na naslednjih področjih: zavarovalništvo, bančništvo, vrednostni papirji in upravljanje premoženja. Za mojo analizo bo pomemben sklop prizadevanj, procesov in zakonodaje na ožjem segmentu, to je na področju vrednostnih papirjev oziroma investicijskih storitev.

Na evropski ravni so investicijske storitve opredeljene v Direktivi Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Direktiva 1993/22/EGS). Direktiva določa investicijske storitve na podlagi opredelitve, katere investicijske storitve se lahko tržijo v vseh državah EU na osnovi ene licence. Te storitve so določene v aneksu k direktivi, in sicer v oddelku A (osrednje storitve) in oddelku C (pomožne storitve). Nova Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (v nadaljevanju Direktiva 2004/39/ES), ki bo veljala od 1. 11. 2007 dalje, vsebinsko razširja pojem investicijskih storitev, kakor tudi predmet teh storitev (to je finančne instrumente) razlaga širše, sicer pa investicijske storitve opredeljuje podobno: v oddelku A (osrednje storitve) in v oddelku B (pomožne storitve). Glede na to, da je njena veljavnost le še vprašanje časa, sem se pri opredelitvi investicijskih storitev oprla kar na novo direktivo.

Direktiva 2004/39/ES med osrednje investicijske storitve (oddelek A) šteje: 1) sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti, 2) izvajanje naročil v imenu strank, 3) poslovanje za lastni račun, 4) upravljanje portfeljev, 5) investicijsko svetovanje, 6) izvedbo prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov in/ali plasiranje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa, 7) plasiranje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa in 8) upravljanje večstranskega sistema trgovanja (MTF). Med pomožne investicijske storitve (oddelek B) pa šteje: 1) hrambo in upravljanje finančnih instrumentov za račun strank, vključno s skrbništvom in sorodnimi storitvami, kot je upravljanje gotovine ali zavarovanja, 2) odobravanje posojil vlagatelju, da bi ta lahko opravil eno ali več transakcij s finančnimi instrumenti, če je družba, ki odobri posojilo, vpletena v transakcijo, 3) svetovanje podjetjem glede kapitalne strukture, industrijske strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združevanji in nakupi podjetij, 4) menjalniške storitve, če so povezane z opravljanjem investicijskih storitev, 5) investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih

priporočil v zvezi s transakcijami s finančnimi instrumenti, 6) storitve v zvezi z izvedbo prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa in 7) investicijske storitve in dejavnosti ter pomožne storitve vrst, zajetih v oddelek A ali B, ki zadevajo podlago izvedenih finančnih instrumentov iz oddelka C pod določenimi pogoji. Tudi Direktiva 2004/39/ES investicijske storitve opredeljuje na temelju pravic izhajajočih iz enotne licence. To pomeni, da lahko investicijsko podjetje na podlagi enotne licence, ki mu jo je izdala matična država članica, v katerikoli državi članici Skupnosti opravlja eno ali več osnovnih storitev iz oddelka A in poleg tega še eno ali več pomožnih storitev oddelka B, nikoli pa samo katere izmed pomožnih storitev iz oddelka B. Na tej osnovi so investicijske storitve na ravni celotne Skupnosti v bistvenem enotno opredeljene.

V Sloveniji področje investicijskih storitev do 11. 8. 2007 ureja še Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1), ki govori še o storitvah v zvezi z vrednostnimi papirji in ne o investicijskih storitvah. Novi zakon, to je Zakon o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI), ki bo začel veljati z 11. 8. 2007, že govori o investicijskih storitvah in v tem delu že upošteva novo terminologijo. Zaradi aktualnosti in sprememb, ki se napovedujejo, bom tudi sama v magistrski nalogi uporabljala termin investicijske storitve. ZTFI v členu 8³³ določa, kaj šteje za investicijske storitve in posle v zvezi s finančnimi instrumenti, pri čemer razvrstitev sedaj že popolnoma povzema določbe Direktive 2004/39/ES. Enako člen 10 ZTFI³⁴ povzema določbe te direktive tudi glede opredelitve pomožnih investicijskih storitev. Osnovne investicijske storitve, ki jih ZTVP-1 (člen 76) ureja še v šestih sklopih, bodo v ZTFI urejene v osmih sklopih, ki so opisani v nadaljevanju.

1) Sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti (gre za posredovanje naročil po ZTVP-1):

Ta storitev je bila prvič opredeljena kot samostojna storitev v zvezi z vrednostnimi papirji šele od 20. 8. 2004 dalje (torej še v ZTVP-1). Kljub temu pa ne gre za novo storitev, temveč za storitev, ki je bila prej vsebovana v storitvi borznega posredovanja. Smisel te storitve je sprejemanje in posredovanje nalogov (naročil) strank za nakupe in prodaje finančnih instrumentov v tujini v izvršitev drugim, tujim investicijskim družbam. Na ta način se v bistvu omogoča borzno posredovanje za potrošnike na tujih trgih vrednostnih papirjev. Na novo je po Direktivi 2004/39/ES in ZTFI urejena razmejitev odgovornosti med investicijskim podjetjem, ki naročilo posreduje, in investicijskim podjetjem, ki ga izvrši, predvsem z vidika novih pravil izvrševanja naročil.

³³ Člen 8(1) ZTFI določa: »Investicijske storitve in posli so te storitve in posli v zvezi s finančnimi instrumenti: 1. sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti, 2. izvrševanje naročil za račun strank, 3. poslovanje za svoj račun, 4. gospodarjenje s finančnimi instrumenti, 5. investicijsko svetovanje, 6. izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa, 7. izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa in 8. upravljanje večstranskih sistemov trgovanja (v nadaljnjem besedilu: upravljanje MTF).«

³⁴ Člen 10(1) ZTFI določa: »Pomožne investicijske storitve so: 1. hramba in vodenje finančnih instrumentov za račun strank, ki vključuje: skrbništvo in sorodne storitve, kakršne so upravljanje denarnih in drugih vrst zavarovanja ter storitve vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev strank, 2. dajanje posojil vlagateljem oziroma vlagateljicam, da bi ti lahko opravili enega ali več poslov s finančnimi instrumenti, če je investicijsko podjetje, ki daje posojilo, udeleženo pri teh poslih, 3. svetovanje podjetjem glede kapitalske sestave, poslovne strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združitvijo in nakupi podjetij, 4. menjalniške storitve, če jih investicijsko podjetje opravlja v zvezi z investicijskimi storitvami, 5. investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s posli s finančnimi instrumenti, 6. storitve v zvezi z izvedbo prve oziroma nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa in 7. storitve in posli enake vrste kakor investicijske ali pomožne investicijske storitve, ki se nanašajo na osnovne instrumente izvedenih finančnih instrumentov iz člena 7(2), točk 5., 6., 7., 10. ali 11. tega zakona, če so povezane z investicijskimi ali pomožnimi investicijskimi storitvami.«

2) *Izvrševanje naročil za račun strank (po ZTVP-1 borzno posredovanje):*

V času privatizacije v Sloveniji je bila to najpomembnejša storitev slovenskih ponudnikov investicijskih storitev, ki počasi izgublja na pomenu in postaja vse bolj standardizirana storitev, z nizkimi donosi in vse manjšo potrebno ravnjo znanja. Nov zagon bo dobila z uveljavitvijo nove ureditve po Direktivi 2004/39/ES oziroma ZTFI, po kateri bo izvrševanje naročil možno na več mestih trgovanja. Nova ureditev bo dokončno ukinila načelo koncentracije glede izvedbe naročil, to je prisilne izvedbe naročil preko organiziranega trga. V prihodnje bo naročilo možno izvršiti na organiziranem trgu, v okviru MTF ali pa kar znotraj investicijskega podjetja, ki bo lahko poslovalo tudi kot sistematični internalizator. S tem bo izvrševanje naročil postalo konkurenčna storitev, ki bo zahtevala znanje o različnih mestih izvršitve in zmožnost izvesti naročilo pod najboljšimi pogoji za stranko.

3) *Poslovanje za svoj račun (po ZTVP-1 trgovanje za svoj račun):*

Enako kot za storitev pod točko 1 velja, da je bila tudi ta storitev prvič opredeljena kot samostojna storitev šele od 20. 8. 2004 dalje in da kljub temu ne gre za novo storitev, temveč za storitev, ki je bila prej vsebovana v storitvi borznega posredovanja. Povsem običajno je, da ponudniki investicijskih storitev zaradi znanj o trgih finančnih instrumentov precejšen del lastnega prihodka ustvarjajo tudi z ustvarjanjem pozitivnih razlik pri investiranju lastnega premoženja. Vendar pa ta storitev ne zajema poslovanja za svoj račun nekaterih oseb, ki na primer poslujejo izključno za svoj račun, ki upravljajo investicijske storitve z namenom upravljanja programov udeležbe zaposlenih oziroma ki pod določenimi pogoji opravljajo investicijske storitve redno ali občasno v okviru svoje redne dejavnosti (izjeme so podrobneje opredeljene v členu 34 ZTFI).

4) *Gospodarjenje s finančnimi instrumenti (po ZTVP-1 gospodarjenje z vrednostnimi papirji):*

Gre za eno pomembnejših storitev ponudnikov investicijskih storitev, saj z dobrim in strokovnim delom omogoča dolgoročno rastoč vir prihodkov in hkrati pomeni storitev, ki je lahko konkurenčna storitvam upravljanja premoženja. Res je sicer, da storitev ni tako primerna za stranke z manj premoženja, je pa toliko bližja ravno strankam z veliko premoženja, kar pomeni tudi višje prihodke. Bistvo gospodarjenja s finančnimi instrumenti oziroma upravljanja portfeljev (kot je storitev definirana v Direktivi) je upravljanje portfeljev, ki vključujejo finančne instrumente, v skladu s pooblastili strank in na podlagi posamične presoje za vsako od strank. To je bistvena razlika od upravljanja premoženja investicijskih skladov. Pri gospodarjenju s finančnimi instrumenti namreč lahko ponudnik upošteva oziroma mora upoštevati individualne želje strank, medtem ko mora družba za upravljanje vršiti enotno politiko investiranja za celoten investicijski sklad in se različnim interesom strank lahko približa le z različnimi vrstami investicijskih skladov.

5) *Investicijsko svetovanje:*

Storitev investicijskega svetovanja je v ZTVP-1 urejena še kot ena izmed pomožnih storitev, enako je bilo v Direktivi 93/22/EGS. Direktiva 2004/39/ES (enako tudi ZTFI) določa investicijsko svetovanje kot samostojno storitev. To je precejšnja novost, saj to pomeni, da se bo ta storitev lahko sedaj samostojno (kot osnovna storitev iz oddelka A) na podlagi enotne licence opravljala v vseh državah članicah Skupnosti. Investicijsko svetovanje je opredeljeno kot dajanje osebnih priporočil stranki bodisi na njeno zahtevo bodisi na pobudo investicijskega podjetja glede enega ali več poslov v zvezi s finančnimi instrumenti. Iz tega okvira so tako izključeni vsi splošni finančni nasveti glede investiranja sredstev, ki so dostopni preko distribucijskih poti oziroma javnosti.

6) *Izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa in*

7) *Izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa:*

Obe storitvi izvedbe prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo ali brez obveznosti odkupa sta bili v ZTVP-1 urejeni še med posebnimi storitvami. Gre za storitvi, ki bi lahko prinesli precej prihodkov, sta pa žal med slovenskimi ponudniki investicijskih storitev v ozadju, saj slovenska podjetja svoje delnice umikajo iz trgovanja na organiziranem trgu. Cilj nove ureditve po Direktivi 2004/39/ES je tudi lažje pridobivanje kapitala s strani izdajateljev vrednostnih papirjev, ki temelji na konkurenci med mesti trgovanja. Zato se bo morda tudi situacija v Sloveniji obrnila. Vprašanje pa je, ali bodo imele slovenske investicijske družbe dovolj virov financiranja in znanja za izvedbo teh storitev ali jim bodo ta delež odvzele tuje investicijske družbe.

8) *Upravljanje večstranskih sistemov trgovanja (MTF):*

To je nova storitev, ki jo prinaša ZTFI oziroma implementacija Direktive 2004/39/ES v slovensko zakonodajo. Večstranski sistem trgovanja je večstranski sistem, ki ga vodi oziroma upravlja investicijsko podjetje ali upravljavec organiziranega trga, in ki v tem sistemu v skladu z vnaprej določenimi pravili povezuje interese glede prodaje in nakupa finančnih instrumentov številnih tretjih oseb tako, da se sklene pravni posel glede finančnega instrumenta v skladu s posebnimi pogoji. MTF je uveljavljena mednarodna kratica za tako trgovanje in jo zato uporablja tudi ZTFI. S tem se torej uvaja nov reguliran trg poleg običajnih organiziranih trgov (borz). Treba je dodati, da investicijsko podjetje za upravljanje MTF potrebuje posebno dovoljenje, medtem ko ga za trgovanje v okviru lastnega sistema kot sistematični internalizator ne potrebuje.

Sklop pomožnih storitev je kljub imenu "pomožne storitve" zelo pomemben, zlasti to velja za svetovanje podjetjem glede kapitalske sestave, poslovne strategije in sorodnih zadev ter za svetovanje in storitve v zvezi z združitvijo in nakupi podjetij (po ZTVP-1 je šlo za ožje definirano svetovanje v zvezi s prevzemi) in za investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s posli s finančnimi instrumenti (ki je nova storitev po Direktivi 2004/39/ES in jo ZTFI samo implementira). Slednji storitvi lahko pomenita precejšnjo dodano vrednost in tako lahko ponudniku storitev prineseta precejšen prihodek. Zlasti storitev investicijske raziskave in finančne analize lahko pomeni neke vrste konkurenčno prednost v razmerju do bank, ker te storitve banke na podlagi t. i. enotne bančne licence ne morejo opravljati. Vsebina, pogoji in razširjanje investicijskih raziskav so podrobneje opredeljeni v izvedbeni direktivi, ki določa, da so investicijske raziskave samo tiste raziskave ali druge informacije, na podlagi katerih se izrecno ali implicitno priporoča ali predlaga investicijska strategija v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti ali izdajatelji finančnih instrumentov in ki so namenjene za distribucijo ali javnosti. Vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev je dejansko pomožna in hkrati nujna storitev, ki je nekako predpogoj za ostale storitve in običajno komaj pokriva stroške vodenja. Z ZTFI je dodano vodenje finančnih instrumentov za račun strank, ki vključuje tudi skrbništvo in sorodne storitve, kakršne so upravljanje denarnih in drugih vrst zavarovanja. Hramba finančnih instrumentov ostaja kot ena izmed pomožnih storitev, kljub temu pa je s prehodom na nematerializirane vrednostne papirje oziroma finančne instrumente izgubila na pomenu.

Z vidika razlage pojma investicijske storitve je pomembna Sodba z dne 21. novembra 2002 v zadevi *Testa*, C-356/00, Recueil 2002, str. I-10797.³⁵ V obravnavanem primeru je italijansko sodišče v okviru predloga za predhodno odločanje SES postavilo vprašanje razlage Direktive 93/22/EGS glede storitve gospodarjenja v zvezi z vrednostnimi papirji. SES je odločilo, da je treba nacionalno pravo razlagati tako, da se pri tem sledi določbam direktiv, in to

³⁵ Predlog za predhodno odločanje je vložilo Tribunale amministrativo regionale per la Toscana iz Italije, ki je odločalo v zadevi Antonio Testa in Lido Lazzeri proti Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob), to je nadzornemu organu trga vrednostnih papirjev v Italiji.

ne glede na to, kdaj je bil nacionalni predpis sprejet (pred ali po uveljavitvi direktive). V obravnavanem primeru to pomeni, da se mora definicija finančne storitve (gospodarjenja v zvezi z vrednostnimi papirji) razlagati tako, kot to določa direktiva in ne tako kot to določa nacionalna zakonodaja. Iz navedene sodbe sledi, da bo moralo tudi slovensko sodišče v primeru spora pojme oziroma opredelitve investicijskih storitev v ZTFI razlagati v smislu Direktive 2004/39/ES oziroma v skladu z evropsko zakonodajo in sodno prakso SES.

Z vidika opredelitve investicijskih storitev je treba izpostaviti še dva elementa, in sicer pojem ponudnika investicijskih storitev in pa seveda predmet teh storitev. ZTFI v členu 11 opredeljuje investicijsko podjetje, kot pravno osebo, katere redna dejavnost je opravljanje investicijskih storitev za druge osebe ali opravljanje investicijskih poslov na profesionalni podlagi. Enako investicijsko podjetje opredeljuje Direktiva 2004/39/ES, pri čemer v členu 4(1), točka 1, še določa, da lahko države članice v opredelitev investicijskih podjetij vključijo tudi podjetja, ki niso pravne osebe, pod pogojem: da njihov pravni status zagotavlja stopnjo zaščite interesov tretjih strank enakovredno stopnji, ki jo zagotavljajo pravne osebe, in da so predmet enakovrednega nadzora skrbnega in varnega poslovanja, ki ustreza njihovi pravni obliki. Direktiva določa še dodatne obveznosti za fizično osebo, ki opravlja storitve, ki zajemajo posedovanje sredstev ali prenosljivih vrednostnih papirjev tretjih strank. Slovenija v predlogu ZTFI te možnosti ni izkoristila, tako da je opravljanje investicijskih storitev osebam, ki imajo sedež ali glavno mesto poslovanja v Sloveniji, omogočeno le, če imajo status pravne osebe.³⁶

Predmet investicijskih storitev so finančni instrumenti, ki jih ZTFI ureja v členu 7. Vrste finančnih instrumentov so povzete po seznamu finančnih instrumentov v oddelku C Priloge I Direktive 2004/39/ES. Opredelitev v ZTFI je širša in podrobnejša od opredelitve v ZTVP-1 (ki sledi še Direktivi Sveta 93/22/EGS). Kot finančni instrumenti so po novem opredeljene tudi opcije, terminske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane terminske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom (ki morajo ali so lahko poravnani v gotovini ali pod določenimi pogoji fizično) in na izvedene finančne instrumente v zvezi s spremenljivkami ozračja, prevoznimi stroški, dovoljenji za izdajanje ali stopnjami inflacije ali drugimi uradnimi ekonomskimi statističnimi podatki. Dodana je tudi generalna klavzula, ki določa, da se za finančni instrument šteje tudi katera koli druga pogodba na izvedene finančne instrumente v zvezi s sredstvi, pravicami, obveznostmi, indeksi in ukrepi, ki ni navedena, če ima značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov. Navedena širitev definicije je bila nujna zaradi uskladitve z razmerami na trgih finančnih instrumentov.

4. Prost pretok kapitala in svoboda opravljanja storitev

Z vidika finančnih storitev sta v ospredju dve svoboščini, to je svoboden pretok kapitala in svoboda opravljanja storitev s pravico do ustanavljanja. Ne glede na to, da sta svoboščini med seboj praktično neločljivo povezani, pa je SES primere v zvezi s finančnimi storitvami, vsaj v zadnjem času, pretežno obravnavalo le z vidika svobode opravljanja storitev in pravice do ustanavljanja.

4.1 Opredelitev prostega pretoka kapitala

Prost pretok kapitala je bil od začetkov Skupnosti temeljnega pomena za vzpostavitev enotnega trga Skupnosti (Heidinger, Hubalek in Pramberger, 1998, str. 70). Skupaj z delom je

³⁶ Več o tem v šestem poglavju, točka 6.4.2.

kapital temeljni proizvodni faktor, ki pa je zaradi večje mobilnosti za čezmejno poslovanje morda še nekoliko bolj pomemben kot delo. Še večji pa je njegov pomen pri vzpostavljanju enotnega oziroma notranjega trga finančnih storitev, saj prost pretok finančnih storitev brez prostega pretoka kapitala sploh ni možen.

EGS je prvotno določala, da je pretok kapitala prost le do te mere, da se zagotovi pravilno delovanje skupnega trga (členi 67 do 73 EGS), ker bi lahko pretok večjega obsega kapitala med državami povzročil škodo nacionalnim gospodarstvom držav članic. Enako je veljalo glede plačilnega prometa.³⁷ Prvi korak na poti do prostega pretoka kapitala je bilo Sporočilo Komisije z dne 23. maja 1986 o programu za liberalizacijo kapitalskih tokov v Skupnosti (KOM(1986) 292 končno). Sicer pa je šele Direktiva Sveta 88/361/EGS z dne 24. 6. 1988 o izvajanju člena 67 ES pomembno spremenila pomen te svoboščine in uveljavila načelo prostega pretoka kapitala med državami članicami od 1. 1. 1990 dalje. Direktiva je določila, da morajo države članice ukiniti omejitve prostemu pretoku kapitala med osebami, ki imajo sedež (prebivališče) v državah članicah (člen 1). Za namen izvajanja direktive pa je v Aneksu št. 1 k tej direktivi primeroma določila, kaj šteje za pretok kapitala.³⁸ Za pretok kapitala so šteli vsi možni premiki kapitala, ki so veljali tako za pravne kot za fizične osebe. Direktiva je ob določenih pogojih državam članicam dovolila sprejem varnostnih ukrepov, če bi kratkoročni premiki kapitala lahko povzročili resne težave na določenih segmentih trga kapitala. Državam članicam pa je tudi omogočila sprejem potrebnih ukrepov za preprečitev kršitev nacionalnega prava (zlasti na področju davkov in skrbnega nadzora finančnih institucij) in sprejem postopkov za evidentiranje kapitalskih transakcij iz upravnih ali statističnih razlogov.

PEU je kasneje enako kot direktiva prepovedala vse omejitve pretoka kapitala kakor tudi plačilnega prometa med državami članicami s 1. 1. 1994. Na vprašanje, zakaj se je morala spremeniti primarna zakonodaja (PES), če je že sekundarna zakonodaja (Direktiva Sveta 88/361/EGS) popolnoma sprostila pretok kapitala, odgovarja razmerje med primarnimi in sekundarnimi viri prava Skupnosti. Medtem ko se na eni strani direktiva lahko spremeni po manj zahtevnem postopku in ustvarja pravice in obveznosti zgolj v razmerju do držav članic, pa so na drugi strani določbe ustanovitvene pogodbe (PES) dolgoročno naravnane, saj za njimi stoji zahteven postopek sprejema, in hkrati ustvarjajo pravice in obveznosti ne samo v razmerju do držav članic, ampak tudi do zasebnih subjektov (Usher, 2000, str. 25).³⁹

³⁷ Iz tega sledi, da ta svoboščina v prvi fazi ni bila enaka ostalim trem, to je svobodnemu pretoku blaga, storitev in oseb. Svet je v skladu s členom 69 EGS že leta 1960 sprejel prvo direktivo in kmalu zatem še drugo, ki sta pomembno vplivali na izvrševanje člena 67 EGS. Direktivi sta omejeno sprostili določene vrste kapitalskih transakcij, ki so bile sicer razvrščene v različne liste (A, B, C in D). SES pa je te omejitve upoštevalo pri presoji. Tako je v Sodbi z dne 11. novembra 1981 v zadevi *Guerrino Casati*, C-203/80, Recueil, str. 2595, SES odločilo, da so bile omejitve prostemu pretoku kapitala uvedene zato, ker bi popolna sprostitev teh tokov lahko oslabilo ekonomsko politiko države članice in povzročila neravnovesje v njeni plačilni bilanci ter s tem škodovala pravilnemu delovanju skupnega trga. Zato je odločilo, da se prost pretok kapitala ne obravnava enako kot druge tri svoboščine, ter da so omejitve prostemu pretoku kapitala odvisne od razvojnih prizadevanj držav članic na poti liberalizacije kapitalskih tokov. Predvsem pa, da je potrebno upoštevati določila direktive. Če je direktiva za določeno vrsto kapitala dopuščala omejitve, potem so bile te s strani države članice dopustne. Iz tega je razvidno, kako zelo pomembno je to področje in hkrati kako zahtevna je bila liberalizacija. (V obravnavanem primeru je predlog za predhodno odločanje vložilo sodišče Tribunale civile e penale iz Bolcana (Italija) v kazenskem postopku zoper Guerrina Casatija.)

³⁸ Za pretok kapitala po Direktivi so šteli: direktne investicije, investicije v nepremičnine, portfolio investicije, vse transakcije z vrednostnimi papirji, izvedenimi finančnimi instrumenti ter instrumenti denarnega trga, transakcije v povezavi z vlaganji v investicijske sklade, transakcije v zvezi s premiki kapitala na tekočih ali depozitnih računih, transakcije iz naslova kreditnih (bančnih in komercialnih) ali posojilnih pogodb, transakcije iz naslova zavarovanih pogodb, fizični prenos finančnih sredstev, osebni premiki kapitala (darila, posojila, dediščine ipd.) ter druge transakcije iz naslova licenčnih in avtorska ali izumiteljska dela ipd.

³⁹ Določbe PES je spremenila tako, da je prvotne člene 67 do 73 nadomestila s členi 73.a do 73.h, ki so bili z Amsterdamsko pogodbo preštevilčeni v člene 56 do 60 ES. Členi 73.a, 73.e in 73.h PES, ki so bili v bistvu prehodne določbe, pa so z Amsterdamsko pogodbo prenehali veljati.

Člen 56 ES (prej 73.b PES) tako prepoveduje vse omejitve pretoka kapitala ter plačil med državami članicami in tretjimi državami. SES je tudi določbi člena 56 ES priznalo direktni učinek, enako kot je to že veljalo za druge svoboščine.⁴⁰ Hkrati pa je tudi odločilo, da se lahko Direktiva Sveta 88/361/EGS glede vsebine pojma, kaj se šteje za transakcijo povezano s prostim pretokom kapitala, uporablja kot interpretacijski pripomoček.⁴¹ Zdi se, kot da iz člena 56 ES izhaja, da je prost tudi pretok kapitala in plačil v razmerju do držav nečlanic, vendar pa iz člena 57(1) ES (prej 73.c(1) PES) izhaja nasprotno. Omejitve za tretje države, ki so veljale po notranjem ali evropskem pravu, so namreč po 1. 1. 1994 lahko ostale v veljavi. Drugi odstavek istega člena pa pooblašča Svet, da na predlog Komisije sprejme ukrepe za večjo liberalizacijo tokov kapitala s tretjimi državami. Izjemoma se lahko uvedejo novi zaščitni ukrepi v razmerju do tretjih držav, vendar le, če pretok kapitala v tretje države ali iz njih povzroča ali grozi, da bo povzročil resne težave pri delovanju ekonomske in monetarne unije.

Enako kot velja za druge tri svoboščine, vendar pod nekoliko drugačnimi pogoji, se lahko omeji tudi prost pretok kapitala po členu 56 ES. Člen 58 ES (prej 73.d PES) določa možne omejitve, izmed katerih so najpomembnejše dovoljene omejitve na davčnem področju. Na tej podlagi lahko države članice uporabljajo različne davčne predpise za davčne zavezance, ki imajo v tej državi članici prebivališče oziroma sedež, in za davčne zavezance, ki imajo v tej državi le naložen svoj kapital. Prav tako lahko države članice sprejmejo ukrepe za preprečevanje kršitev nacionalnih zakonov ali drugih predpisov, zlasti na davčnem področju ali zaradi izvajanja skrbnega nadzora poslovanja finančnih institucij. Enako kot velja za prost pretok blaga, pa morajo biti omejitve objektivno opravičljive. To pomeni, da ne smejo biti arbitrarne in da ne smejo pomeniti prikritega omejevanja prostega pretoka kapitala in plačil (Craig in De Búrca, 1998, str. 647 in Usher, 2000, str. 35–36). V veljavi pa je ostala tudi izjema, da lahko države članice sprejmejo postopke prijave pretoka kapitala za namene upravnih ali statističnih informacij. Enako kot za druge tri svoboščine je dovoljena izjemna omejitev prostega pretoka kapitala zaradi varstva javnega reda ali javne varnosti. Vse dovoljene omejitve je SES prvotno presojalo po enakem testu, ki je sicer veljal za prost pretok blaga.

Z vidika prostega pretoka kapitala je SES najpogosteje odločalo v primerih v zvezi z direktnimi investicijami v kapitalske deleže (delnice) ali nepremičnine. V zvezi z investicijami v kapitalske deleže je SES večkrat odločalo v primerih t. i. zlatih delnic, ko so si države po privatizaciji določenih sektorjev poskušale zagotoviti še nadaljnji ali celo trajni vpliv na poslovanje privatiziranih družb. SES je odločilo, da so taki predpisi v nasprotju s členom 56 ES. Enako je SES odločilo v podobnih primerih, ko je država poskušala zaradi varstva javne varnosti omejiti pridobivanje kapitalskih deležev oziroma delnic v določenih podjetjih. V zvezi z omejitvijo prostega pretoka kapitala je SES večkrat odločalo tudi v primerih, ko so države iz različnih razlogov v javnem interesu poskušale omejiti nakupe nepremičnin na svojem ozemlju. Najpogosteje so države zahtevale predhodno dovoljenje za nakup nepremičnin na določenih območjih. SES je v večini primerov odločilo, da zahteve po predhodni pridobitvi dovoljenja za nakup nepremičnin, kljub temu da veljajo za vse enako (so torej nediskriminacijske), omejujejo prost pretok kapitala (Moloney, 2005, str. 1137). Izjemoma so bile take zahteve dovoljene, če je

⁴⁰ Tako v Sodbi z dne 14. decembra 1995 v zadevi *Sanz de Lera*, C-163, 165 in 250/94, Recueil, str. I-4821. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Juzgado Central de lo Penal de la Audiencia Nacional iz Španije v kazenskem postopku zoper Lucasa Emilia Sanz de Lera, Raimunda Díaz Jiménez in Figena Kapanogluja.

⁴¹ Tako v Sodbi z dne 16. marca 1999 v zadevi *Manfred Trummer in Peter Mayer*, C-222/97, Recueil, str. I-1661 (v katerem je predlog za predhodno odločanje vložilo Vrhovno sodišče iz Avstrije) in številnih kasnejših primerih.

sodišče ugotovilo, da izpolnjujejo vse pogoje iz *Gebhardove formule*.⁴² Treba je še dodati, da je SES izjeme obravnavalo vse strožje.⁴³

V obravnavanih primerih pa SES nikoli ni direktno odgovorilo na vprašanje, kdaj gre za omejitve v nasprotju s prostim pretokom kapitala in kdaj za omejitve v nasprotju s pravico do ustanavljanja. V primeru t. i. zlatih delnic je SES v Sodbi z dne 4. junija 2002 v zadevi *Komisija proti Franciji*, C-483/99, Recueil, str. I-4781, pojasnilo, da so morebitne omejitve pravice do ustanavljanja zgolj posledica dejstva, da sporna zakonodaja pomeni omejitev prostega pretoka kapitala, in da zato ni treba omejitev posebej obravnavati še z vidika pravice do ustanavljanja. Sklenemo lahko, da SES primere, v katerih je v ospredju zgolj kapitalska transakcija, obravnava po členu 56 ES, primere, v katerih pa je v ospredju pravica do ustanavljanja, pa po členu 48 ES.

Nedvomno je na prost pretok kapitala odločilno vplivala tudi uvedba skupne denarne enote evra s 1. 1. 1999 v večjem številu držav članic Skupnosti, to je na t. i. evro območju. Ne samo, da je odpadlo valutno tveganje, ampak je skupna denarna enota integrirala finančne trge, predvsem z vidika enake nominacije obveznic in drugih vrednostnih papirjev ter povečanja transparentnosti na trgu.

4.2 Opredelitev prostega pretoka storitev s pravico do ustanavljanja

Prost pretok storitev v Skupnosti vse bolj pridobiva na pomenu, saj storitve danes pomenijo kar 60 % dodane vrednosti ustvarjene v Skupnosti (Moussis, 1999, str. 96). ES v členih 43 do 55 (prej v 52 do 66 PES) govori o svobodi opravljanja storitev in pravici do ustanavljanja. Direktni učinek te svoboščine pomeni, da morajo države članice državljanke vseh držav članic obravnavati enako kot svoje državljane, to pomeni, da jim morajo priznati pravico do ustanavljanja in opravljanja storitev na njihovem teritoriju pod enakimi pogoji kot svojim državljanom (t. i. načelo nediskriminacije). Seveda pa to še vedno pomeni, da velja domača zakonodaja, ki zaradi svoje različnosti od države do države še vedno predstavlja oviro svobodnemu opravljanju storitev in pravici do ustanavljanja. Zato je ta svoboščina tako tesno povezana s prostim pretokom oseb, sistemom medsebojnega priznavanja kvalifikacij,⁴⁴ harmonizacijo predpisov v zvezi s pogoji za opravljanje določene dejavnosti (zahteve za avtorizacijo, pridobivanje licenc oziroma dovoljenj za opravljanje storitev) in harmonizacijo določenih pravnih področij (na primer statusnega prava, davčnega prava itd.).

⁴² *Gebhardova formula*, ki jo je SES oblikovalo v zvezi s prostim pretokom storitev, je tako zamenjala prvotni test »objektivno opravičljivih« omejitev s področja prostega pretoka blaga (»primer *Cassis de Dijon*«). Glede razlage *Gebhardove formule* več v naslednji točki. Danes pa je vse bolj v ospredju test dostopa do trga (t. i. »market access«).

⁴³ Tako je na primer SES v Sodbi z dne 23. septembra 2003 v zadevi *Margarethe Ospelt*, C-452/01, Recueil, str. I-9473, odločilo, da je zahteva po predhodnem dovoljenju za nakup zemlje na Tirolskem v Avstriji ne glede na izkazan javni interes (ohranitev ekonomsko neodvisnih srednje velikih oziroma majhnih kmetijskih posestev na Tirolskem) v nasprotju s prostim pretokom kapitala. Avstrija je namreč dovoljenje izdala le v primeru, če je kupec izkazal, da bo zemljo še naprej kmetijsko obdeloval ter da bo tam tudi stalno bival. SES je ugotovilo, da je zahteva, da kupec biva na kupljenem posestvu neproporcionalna, ker se lahko isti cilj (ohranitev kmetij) doseže tudi tako, da mora kupec zagotoviti, da se kmetija ohrani oziroma zemlja obdeluje. To pa se lahko doseže tudi tako, da mora na primer kupec s tem namenom zemljo oddati v zakup. (V obravnavanem primeru je predlog za predhodno odločanje vložilo Višje upravno sodišče iz Avstrije v zadevi *Margarethe Ospelt proti Schlössle Weissenberg Familienstiftung*.)

⁴⁴ Nova Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/36/ES z dne 7. septembra 2005 o priznavanju poklicnih kvalifikacij tako že upošteva, da je priznavanje poklicnih kvalifikacij pomembno ne le za prost pretok oseb (delavcev), temveč tudi za svobodno opravljanje storitev in pravico do ustanavljanja. Po členu 5(1) države članice ne smejo (brez poseganja v posebne določbe zakonodaje Skupnosti in v člena 6 in 7 direktive) iz kakršnega koli razloga, povezanega s poklicnimi kvalifikacijami, omejevati svobode opravljanja storitev v drugi državi članici.

Ta svoboščina v bistvu zajema dve svoboščini: svobodo opravljanja storitev in pravico do ustanavljanja, ki sta med seboj neločljivo povezani, ter dve vrsti subjektov: posameznike (fizične osebe) in podjetja (pravne osebe). Svoboda opravljanja storitev zajema pravico, da oseba (fizična ali pravna) nudi storitve v drugi državi članici, ne da bi imela v tej državi svoj primarni ali sekundarni kraj poslovanja. Iz same opredelitve te pravice izhaja začasna narava opravljanja oziroma nudenja storitev (Hanlon, 1998, str. 166). Začasna narava te svoboščine pa se ne presoja samo po trajanju nudenja storitev, temveč tudi glede na pogostost, periodičnost in trajnost nudenja storitev, pri čemer sama začasnost nudenja storitev v drugi državi članici ponudniku ne preprečuje, da bi si tam ustvaril določeno infrastrukturo (na primer pisarno), ki bi mu omogočala to začasno nudenje storitev. Tako SES v Sodbi z dne 30. novembra 1995 v zadevi *Gebhard*, C-55/94, Recueil, str. I-4165.⁴⁵ Nadaljevanje te svoboščine je zato pravica do ustanavljanja oziroma pravica do proste ustanovitve sedeža, ki osebi (pravni ali fizični) daje pravico, da vzpostavi stalen kraj poslovanja oziroma sedež v državi članici z namenom trajnega in nepretrganega opravljanja gospodarske dejavnosti (Moussis, 1999, str. 92). Pomen ustanovitve ("establishment") je SES določilo že v primeru *Factortame*, C-221/89, Recueil, str. I-1141,⁴⁶ in sicer kot dejansko opravljanje gospodarske dejavnosti za nedoločen čas iz sedeža v drugi državi članici.

Pravica do svobodnega opravljanja storitev in proste ustanovitve sedeža je po členu 48 ES (prej 58 PES) zagotovljena tako fizičnim kot pravnim osebam. Kot fizične osebe v tem primeru štejejo samozaposlene osebe, ne pa tudi delavci. Kljub temu pa zanje velja enak režim priznavanja diplom in kvalifikacij kot za delavce. Enako kot fizične osebe imajo tudi pravne osebe pravico do ustanovitve primarnega sedeža v katerikoli državi članici, kakor tudi pravico do ustanovitve sekundarnega kraja poslovanja preko zastopstev, podružnic ali hčerinskih družb (člen 43(1) ES, prej 52(1) PES). Kot pravne osebe se štejejo vse pravne osebe, civilnega in javnega prava, ne pa tudi neprofitne pravne osebe.⁴⁷ Ne glede na to, da morajo države članice tuje pravne osebe (podjetja) obravnavati enako kot domače, pa zanje še vedno velja domača zakonodaja,⁴⁸ ki je od države do države zelo različna in pomeni dejansko oviro svobodnemu opravljanju storitev oziroma pravici do ustanavljanja. Zato so se začela tudi prizadevanja na področju harmonizacije statusnega prava. Še zlasti je treba v tem smislu razumeti razliko, da so pravne osebe za razliko od fizičnih oseb "produkti" prava in zato lahko nastajajo, obstajajo in prenehajo le na podlagi pravnih pravil. V odsotnosti harmonizacije na evropski ravni tako zanje še vedno velja nacionalno pravo.

Svoboda opravljanja storitev zajema storitve, ki se praviloma opravljajo za plačilo in ki niso urejene z določbami, ki se nanašajo na prost pretok blaga, kapitala in oseb (člen 50 ES, prej 60 PES). Kot storitve se tako zlasti štejejo dejavnosti industrijskega značaja, dejavnosti trgovinskega značaja, obrtne dejavnosti in dejavnosti samostojnih poklicev. Za prost pretok storitev je bistveno, da ponudnik storitev ohrani sedež v matični državi članici in da storitve ponuja v drugi državi članici (to pomeni, da storitve prečkajo mejo). Slednje lahko poteka na tri načine: ponudnik začasno odpotuje v drugo državo članico, kjer opravi storitev, ponudnik storitev opravi doma in jo pošlje čez mejo (na primer storitev finančnega svetovanja ali računovodstva) ali pa prejemnik storitve iz tujine pride k ponudniku in prevzame storitev.

⁴⁵ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Consiglio Nazionale Forense iz Italije v zadevi Reinhard Gebhard proti Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano.

⁴⁶ Predlog za predhodno odločanje je vložilo pritožbeno sodišče v Angliji v zadevi The Queen proti Secretary of State for Transport, v zvezi s Factortame Ltd. in drugimi.

⁴⁷ Ta omejitev je skladna z omejitvijo na področju svobodnega pretoka delavcev, ki določa, da ta svoboščina ne velja za dobrodelno delo. To kaže na izrazit gospodarski pomen vseh štirih svoboščin.

⁴⁸ Slednje izhaja že iz 48. člena PES, ki določa: »Družbe ali podjetja, ustanovljena v skladu z zakonodajo posamezne države članice, ki imajo statutarni sedež, glavno upravo ali glavni kraj poslovanja v Skupnosti, se v tem poglavju (pravica do ustanavljanja – opomba avtorice) obravnavajo enako kakor fizične osebe, ki so državljani držav članic.«

Neposredno iz PES sicer ne izhaja pravica do prejema storitev, kljub temu pa je ta bila zagotovljena na podlagi odločb SES. Sodišče je v Sodbi z dne 31. januarja 1984 v zadevi *Luisi in Carbone*, C-286/82 in 26/83, Recueil, str. 377,⁴⁹ odločilo, da se pravica do prostega opravljanja storitev ne nanaša samo na ponudnike storitev, ampak tudi na prejemnike. Ker sta za uspešno opravljenost storitev potrebni obe stranki, preprečitev oziroma omejitev ene stranke pri izvajanju te pravice hkrati pomeni tudi omejitev druge stranke. Še podrobneje je storitve, ki sodijo v okvir PES, določilo SES v sodbah. Tako je na eni strani štelo, da storitve izobraževanja (ki so pretežno financirane s strani države) niso storitve, ki bi se opravljale za plačilo,⁵⁰ na drugi strani pa je štelo, da gre za storitve v okviru PES v primeru plačila vstopnine za muzej⁵¹ ali odškodnine turistu za napad, ki se je zgodil v drugi državi članici.⁵²

Z vidika svobode opravljanja storitev je SES v Sodbi z dne 3. decembra 1974 v zadevi *Van Binsbergen*, C-33/74, Recueil, str. 1299,⁵³ postavilo tri pomembne mejnike. Prvič je poudarilo, da predpisi držav članic, ki od fizičnih ali pravnih oseb, ki želijo izkoristiti pravico do svobodnega opravljanja storitev, zahtevajo, da imajo v tej državi članici sedež oziroma prebivališče, pomenijo omejitve, ki je v nasprotju s samim bistvom te svoboščine (svobodnega opravljanja storitev). Drugič, da se ta svoboščina sicer lahko omeji, vendar le z namenom zagotavljanja spoštovanja profesionalnih pravil, vezanih na opravljanje določene dejavnosti, ki so upravičena z načelom varstva splošnega interesa ("general good"). In tretjič, da lahko države članice uvedejo tudi vse omejitve, ki svobodno opravljanje storitev preprečujejo tistim, ki storitve opravljajo neposredno zgolj z namenom, da bi se izognili spoštovanju nacionalnih pravil (ki bi jih sicer morali spoštovati, če bi bili v tej državi članici ustanovljeni).

Osnovno vodilo pri presoji, ali so ukrepi oziroma predpisi držav članic skladni z načelom svobodnega pretoka storitev in pravico do ustanavljanja, določenih v PES, je prepoved diskriminacije na podlagi državljanstva (kot je SES odločilo že v zadevi *Reyners*⁵⁴). To pomeni, da se državljani nikoli ne morejo sklicevati na te določbe PES v razmerju do svoje države; ta pravica pripada le državljanom drugih držav članic.⁵⁵ Enako kot pri prostem pretoku blaga so se

⁴⁹ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Tribunale civile e penale iz Genove (Italija) v zadevi *Graziana Luisi in Giuseppe Carbone* proti Ministero del Tesoro.

⁵⁰ Tako v Sodbi z dne 27. septembra 1988 v zadevi *Humbel*, C-263/86, Recueil, str. 5365. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Justice de paix iz Neufchâteau (Belgija) v zadevi Belgija proti Renéju Humbelu in Marie-Thérèse Edel.

⁵¹ Tako v Sodbi z dne 15. marca 1994 v zadevi *Komisija proti Španiji*, C-45/93, Recueil, str. I-911.

⁵² Tako v Sodbi z dne 2. februarja 1989 v zadevi *Cowan*, C-186/87, Recueil, str. 195. Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Tribunal de grande instance iz Pariza (Francija) v zadevi Ian William Cowan proti Trésor public.

⁵³ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Centrale Raad van Beroep iz Nizozemske v zadevi Johannes Henricus Maria van Binsbergen proti Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor de Metaalnijverheid.

⁵⁴ SES je v Sodbi z dne 21. junija 1974 v zadevi *Jean Reyners proti Belgiji*, C-2/74, Recueil, str. 631, odločilo, da ima načelo nediskriminacije na podlagi državljanstva iz člena 12 ES (prej 6 PES) tudi v zvezi s pravico do ustanavljanja iz člena 43 ES (prej 52 PES) po izteku prehodnega obdobja neposredni učinek, in to ne glede na to, da organi evropske skupnosti za uresničitev te pravice niso sprejeli dogovorjenih ukrepov po členu 54 ES oziroma 57 PES. Enako je kasneje odločilo za pravico do prostega pretoka storitev iz člena 49 ES (prej 59 PES) v zadevi *Van Binsbergen*.

⁵⁵ Ker pa so države članice poskušale omejevati lastne državljane, ki bi izkoristili pravice, ki izhajajo iz prostega pretoka oseb in pravice do ustanavljanja, je SES tudi to pravilo omililo. Tako se lahko tudi državljani v razmerju do lastne države v nekaterih primerih sklicujejo na določbe ES, če so ukrepi države diskriminacijski do državljanov samo zato, ker so izkoristili pravice iz ES. S tega vidika je pomembna Sodba z dne 7. februarja 1979 v zadevi *J. Knoors proti Staatssecretaris van Economische Zaken*, C-115/78, Recueil, str. 399. (Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče College van Beroep voor het Bedrijfsleven iz Nizozemske). V tem primeru Nizozemska svojemu državljanu poklicnih kvalifikacij, pridobljenih v Belgiji, na Nizozemskem ni priznala. SES je v razlogih odločbe sicer ponovno poudarilo, da se določbe PES ne nanašajo na striktno notranja razmerja, vendar pa, da se tudi ne morejo razlagati tako, da bi iz njihovega dosega izključili možnost, da se nanje v razmerju do svoje države sklicujejo državljani, ki so zakonito bivali v drugi državi članici in tam pridobili poklicne kvalifikacije, ki jih

določbe PES prvotno razlagale zelo ozko, kasneje pa vedno širše. V smislu vzpostavljanja notranjega trga so se za prepovedane šteli tudi nediskriminacijski ukrepi, ki bi državljane drugih držav članic postavili v slabši položaj, če bi želeli svoje aktivnosti prenesti čez mejo oziroma jih vzpostaviti v drugi državi članici (Craig in De Búrca, 1998, str. 746). SES je tako v primeru *Klopp*, C-107/83, Recueil, str. 2971,⁵⁶ odločilo, da so lahko v nasprotju s pravico do ustanavljanja tudi ukrepi oziroma predpisi, ki sicer z vidika državljanstva niso diskriminacijski. V tem primeru Francoska odvetniška zbornica nemškemu odvetniku ni izdala dovoljenja za opravljanje odvetniških storitev v Franciji, ker je nacionalni predpis odvetnikom nalagal, da imajo lahko zgolj eno pisarno v okrožju sodišča, h kateremu lahko odvetnik pristopi. SES je poudarilo, da države članice sicer lahko sprejmejo lastne predpise za izvajanje določenih dejavnosti na svojem področju, vendar pa ti predpisi ne morejo omejiti odvetnika v tem, da ima zgolj eno pisarno, ker člen 52 PES (zdaj 43 ES) omogoča oziroma daje pravico, da ima posameznik več krajev dela v okviru EU. To pomeni, da nacionalno pravilo ali ukrep ni nujno diskriminacijski, da je v nasprotju s pravico ustanavljanja (ali prostim pretokom storitev), zadostuje, da ukrep oziroma pravilo omejuje izvrševanje zagotovljene svoboščine oziroma pravice; razen seveda, če je omejitev objektivno opravičljiva (dovoljene izjeme). Seveda pa izjeme niso nikoli dopustne, če so ukrepi oziroma pravila *per se* diskriminacijski z vidika državljanstva. S tem je bila vzpostavljena analogna uporaba pravil, ki sicer veljajo na področju prostega pretoka blaga.⁵⁷

Podobno, kot to velja za pravico do ustanavljanja, je SES tudi glede svobode opravljanja storitev večkrat odločilo, da so prepovedani tudi vsi ukrepi, ki niso diskriminacijski na podlagi državljanstva, a omejujejo izvrševanje te svoboščine. Merila, ki jih je SES oblikovalo glede prostega pretoka blaga, se tako lahko smiselno uporabijo tudi za prost pretok storitev. SES je v primeru *Gebhard* celo izrecno poudarilo, da za splošnimi določbami PES o svobodnem pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala stojijo enaka načela, zato se morajo te določbe tudi enako razlagati (Craig in De Búrca, 1998, str. 746).

Izjemoma pa je svobodo opravljanja storitev in pravico do ustanavljanja mogoče omejiti. Razlogi so razdeljeni v dve skupini: omejitve iz razloga izvajanja javne oblasti (podobni kot pri svobodnem pretoku delavcev) in pa klasični razlogi omejitve iz razloga varstva javnega reda, javne varnosti in javnega zdravja. Pomembna interpretacijska načela so (enako kot velja za druge svoboščine) načelo nediskriminacije na podlagi državljanstva, načelo proporcionalnosti in spoštovanje temeljnih pravic, izhajajočih iz Evropske konvencije o človekovih pravicah. V vsakem primeru pa je treba omejitve razlagati ozko oziroma restriktivno. SES je na primer v Sodbi z dne 5. decembra 1989 v zadevi *Komisija proti Italiji*, C-3/88, Recueil, str. 4035, odločilo, da je ukrep Italije, na podlagi katerega lahko sklene pogodbo z državo za urejanje elektronskih podatkov le podjetje, v katerem ima država Italija večinski delež, kršil pravico do ustanavljanja. Razlog javne varnosti, ki ga je navedla Italija, po stališču SES ni bil utemeljen, ker bi Italija lahko varovanje skrivnosti uredila tudi drugače. SES je skozi presojo s svojimi odločitvami oblikovalo merila, po katerih se te izjeme presojujejo. V primeru *Gebhard* je 30. 11. 1995 prvič uporabilo štiristopenjski test, ki ga je kasneje uporabilo še večkrat in velja za pomembno merilo pri odločanju o dovoljenih omejitvah. Prvič mora država članica z omejitvijo zasledovati legitimen (ne ekonomski) javni interes, ki ne sme biti v nasprotju s cilji Skupnosti. Drugič, sprejeti predpis ne sme biti diskriminacijski na podlagi državljanstva in ne sme razlikovati med osebami, ki imajo sedež v državi članici, in osebami, ki v tej državi članici zgolj

priznava evropsko pravo (povzeto po Craig in De Búrca, 1998, str. 749–751). Vendar pa kljub temu SES ni v vseh primerih dopustilo, da so se državljani v razmerju do svoje države sklicevali direktno na določbe ES.

⁵⁶ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Cour de cassation iz Francije v zadevi *Ordre des avocats au Barreau de Paris* proti Onno Klopp.

⁵⁷ SES je z odločitvami v številnih primerih določalo obseg pravice do ustanavljanja. Posamezniki se tako lahko sklicujejo na določbe ES tudi v primerih, ko so na primer različne socialne ali davčne ugodnosti urejene tako, da so lažje dostopne državljanom domače države članice.

ponujajo storitve. Država mora za zasledovanje zastavljenega cilja sprejeti proporcionalne ukrepe. Test proporcionalnosti zahteva, da mora biti za doseg ciljev resnična potreba (tretje merilo) in da cilja drugače ni mogoče doseči (četrto merilo). Gre za t. i. *Gebhardovo formulo*.

Z namenom, da se do leta 2010 ustvari notranji trg storitev, da se ponudnikom storitev olajša uveljavljanje svobode ustanavljanja in prostega pretoka storitev in da se hkrati ohranja visoka raven kakovosti storitev, je bila sprejeta Direktiva 2006/123/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 12. decembra 2006 o storitvah na notranjem trgu. Vendar pa se direktiva ne uporablja za finančne storitve (člen 2, točka 2b), zato z vidika finančnih storitev nima pomena.

4.3 Pomen svoboščin prostega pretoka kapitala in storitev za finančne oziroma investicijske storitve

Člen 51(2) ES (prej 61(2) PES) določa, da se liberalizacija bančnih in zavarovalniških storitev, povezanih s pretokom kapitala, izvaja skladno s postopno liberalizacijo pretoka kapitala. Tako je prost pretok kapitala v bistvu pogoj oziroma podstat svobodnemu opravljanju finančnih storitev, medtem ko je prost pretok finančnih storitev s svobodnim opravljanjem storitev s pravico do ustanavljanja neločljivo povezan. Kljub temu da je prost pretok kapitala ključen za prost pretok finančnih storitev, pa se SES v primerih, ko gre za finančne storitve (tudi če je storitev povezana s prostim pretokom kapitala), raje opre na določbe ES o prostem pretoku storitev⁵⁸ kot pa na določbe ES o prostem pretoku kapitala (Moloney, 2005, str. 1144). Pomen člena 51(2) ES z vidika finančnih storitev je danes, ko je pretok kapitala prost, praktično zanemarljiv. Opravljanje finančnih storitev pa je po ES urejeno le še s svobodo opravljanja storitev in s pravico do ustanavljanja (Usher, 2000, str. 89).

Čeprav so finančne storitve le ene izmed storitev, pa zanje ni veljal enak režim. Omejitve svobode opravljanja storitev oziroma pravice do ustanavljanja je SES za finančne storitve presoјalo manj strogo. SES je tako pogosteje ocenilo, da so omejitve svobode opravljanja storitev na področju finančnih storitev skladne z načelom proporcionalnosti zaradi varstva javnega interesa. V Sodbi z dne 10. maja 1995 v zadevi *Alpine Investments*, C-384/93, Recueil, str. I-1141,⁵⁹ ki velja za vodilen primer, je SES odločilo, da varovanje ugleda finančnega sistema lahko pomeni razumen razlog za ukrepe v javnem interesu in lahko upraviči omejitve svobodnemu opravljanju finančnih storitev. V obravnavanem primeru je šlo za vprašanje, ali je bil ukrep Nizozemske, ki je prepovedala, da se stranke za nakup finančne storitve (v tem primeru za blagovne terminske posle) pridobiva z direktnim klicem po telefonu brez vnaprejšnjega pisnega pristanka stranke na tako storitev. Generalni pravobranilec (Advocate General) g. Jacobs je v obravnavani zadevi poudaril, da v zvezi z investicijami na trgih vrednostnih papirjev (še zlasti pa na blagovnih trgih vrednostnih papirjev), ki načeloma vključujejo precejšnjo mero tveganja in so podvržene možnim zlorabam, veljajo posebne zahteve glede varstva potrošnikov

⁵⁸ Tako je SES za naslednje primere odločilo, da so v nasprotju s prostim pretokom storitev in ne kapitala. V Sodbi z dne 1. decembra 1998 v zadevi *Ambry*, C-410/96, Recueil, str. I-7875, je odločilo, da prost pretok storitev omejuje zahteva nacionalnega prava, da mora biti zavarovanje odgovornosti ponudnika turističnega potovanja sklenjeno s ponudnikom te storitve v domači državi članici oziroma s ponudnikom iz druge države članice, če ima le ta sklenjen dogovor s ponudnikom v domači državi članici. Podobno je v Sodbi z dne 28. aprila 1998 v zadevi *Safir*, C-118/96, Recueil, str. I-1897, odločilo, da prost pretok storitev omejuje nacionalna zakonodaja, ki z davčnega vidika bolj ugodno obravnava police življenjskega zavarovanja sklenjene s ponudniki iz domače države v razmerju s tistimi, ki so sklenjene s ponudniki iz drugih držav članic. Drugače je odločilo v Sodbi z dne 6. junija 2000 v zadevi *Staatssecretaris van Financiën*, C-35/98, Recueil, str. I-4071. Ugotovilo je, da nacionalna zakonodaja, ki iz davka od dohodka fizičnih oseb izvzema dividende na kapitalske deleže v domačih podjetjih, medtem ko to za dividende na kapitalske deleže v podjetjih iz drugih držav članic ne velja, omejuje prost pretok kapitala in ne storitev.

⁵⁹ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče College van Beroep voor het Bedrijfsleven iz Nizozemske v zadevi *Alpine Investments BV* proti Minister van Financiën.

(investitorjev). Potreba po varstvu zaupanja in ugleda določenega trga vrednostnih papirjev pa je neločljivo povezana z varstvom investorjev na tem trgu. Pisni pristanek investitorja na tovrstne storitve tako po mnenju generalnega pravobranilca ne pomeni neproporcionalne zahteve, saj si ne predstavlja, kakšna bi sploh lahko bila škoda, da se mora stranka, ki se na primer namerava vključiti v blagovne terminske posle, s tem pisno strinjati. Samo dejstvo, da so določene države članice to uredile drugače in manj zavezujoče, pa ne pomeni, da je ukrep druge države članice neproporcionalen.

Bistvo tega primera je, da na občutljivih področjih finančnih storitev, na katerih evropska zakonodaja še ni harmonizirana, država članica lahko sprejme ukrepe, ki omejujejo prost pretok finančnih storitev, če so ti ukrepi v javnem interesu in če so objektivno opravičljivi. SES je tudi v številnih drugih primerih v zvezi s finančnimi storitvami (točneje zavarovalniškimi storitvami) odločilo, da je omejitev svobodnega opravljanja storitev zaradi varstva javnega interesa (kolikor so omejitve nediskriminacijske) legitimna, ker gre za občutljivo področje, ki znotraj EU še ni glede vseh pravnih vprašanj urejeno s sekundarno zakonodajo. Gre za vprašanje varstva javnega interesa, ki je utemeljen na varstvu potrošnikov. V drugem delu presoje, to je glede presoje (sicer legitimnih) omejitev po testu proporcionalnosti, pa je SES odločilo, da omejitve niso dopustne, kolikor so države članice od ponudnikov finančnih (zavarovalniških) storitev zahtevale, da imajo v tej državi članici sedež ali da brez utemeljenih razlogov pridobijo licenco nadzornega organa te države članice.

Med pomembnejšimi primeri je treba omeniti tudi Sodbo SES z dne 4. decembra 1986 v zadevi *Komisija proti Zvezni Republiki Nemčiji*, C-205/84, Recueil, str. 3775, v katerem je bil predmet presoje nemški predpis, po katerem je Nemčija od ponudnikov zavarovalniških storitev zahtevala, da imajo sedež v Nemčiji in da od nemškega nadzornega organa pridobijo licenco za opravljanje storitev v Nemčiji. SES je odločilo, da je zahteva za pridobitev licence v Nemčiji utemeljena, ker področje zavarovalnih storitev na evropski ravni še ni zadovoljivo urejeno z vidika varstva zavarovancev, in je zato ta omejitev dopustna in skladna s PES. Medtem ko je SES glede zahteve, da mora imeti ponudnik sedež v Nemčiji, odločilo, da je v nasprotju s svobodo opravljanja storitev.⁶⁰

V zvezi z zahtevo držav članic za pridobitev licence se je SES ukvarjalo tudi v Sodbi z dne 9. julija 1997 v zadevi *Parodi*, C-222/95, Recueil, str. I-3899.⁶¹ Pojasnilo je, da je zahteva za pridobitev dovoljenja s strani nadzorne institucije v drugi državi članici, še zlasti z vidika sprejetih bančnih direktiv, ki določajo načelo vzajemnosti glede priznavanja dovoljenj za opravljanje storitev, v nasprotju s svobodo opravljanja storitev. Kljub temu pa je avtorizacija dopustna, če so izpolnjeni štirje kriteriji. Zahteva za pridobitev dovoljenja je tako lahko kljub temu dopustna, če velja za vse enako (nediskriminacijski ukrep), če je upravičena na temelju javnega interesa, če je ukrep proporcionalen s ciljem in cilja ni mogoče doseči z milejšimi ukrepi (*Gebhardova formula*).

Z vidika presoje, ali so zatrjevane omejitve skladne s svobodo opravljanja storitev oziroma pravico do ustanavljanja, SES v novejših odločbah ne upošteva nujno strogega štiristopenjskega testa po *Gebhardovi formuli*, ampak se poslužuje testa dostopa do trga ("market access"), ki pa ni tako natančno definiran. Na primer v Sodbi z dne 5. oktobra 2004 v zadevi *Caixa-Bank*, C-442/02, Recueil, str. I-8961,⁶² je SES odločilo, da pomeni francoska zakonodaja,

⁶⁰ Enako tudi v novejši Sodbi z dne 3. oktobra 2006 v zadevi *Fidium Finanz*, C-452/04, Recueil, str. I-9521. Predlog za predhodno odločanje je vložilo Upravno sodišče iz Frankfurt (Nemčija) v zadevi *Fidium Finanz AG* proti Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

⁶¹ Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Cour de cassation iz Francije v zadevi *Société civile immobilière Parodi* proti Banque H. Albert de Bary et Cie.

⁶² Predlog za predhodno odločanje je vložilo sodišče Conseil d'État iz Francije v zadevi *Caixa Bank France* proti Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

ki prepoveduje obresti na vpogledne račune pri bankah, omejitev v nasprotju s pravico do ustanavljanja iz člena 43 ES, ker omejuje tuja podjetja pri možnosti, da bolj učinkovito tekmujejo z domačimi podjetji, ki že imajo mrežo strank v tej državi. Menilo je, da plačilo obresti na sredstva na vpoglednih računih pomeni eno izmed bolj učinkovitih metod konkurence. Ti kriteriji so že tako splošni in nedoločljivi, da je pravzaprav težko vnaprej presoditi, ali bi SES določeno omejitev štelo, da je v nasprotju s katero izmed svoboščin iz PES ali ne.

Glede na trend vedno bolj ohlapnih meril SES pri presoji, ali so omejitve svobodnega pretoka storitev, ki veljajo tudi na tako občutljivem področju, kot je področje finančnih storitev, dovoljene, se v teoriji pojavljajo mnenja, da je SES namenoma začelo zavzemati ohlapnejša stališča z namenom, da bi države članice prisililo k čim hitrejšemu sprejemanju sektorskih direktiv in k harmonizaciji na področjih, ki se tičejo vzpostavljanja notranjega trga (Spaventa, 2005, str. 1157). Že od ključnega primera *Alpine Investments* dalje pa je v bistvu jasno, da je za vzpostavitev pravega notranjega trga finančnih storitev nujna harmonizacija pravil na sekundarni ravni.

Iz navedenih primerov nedvomno izhaja, da se prost pretok finančnih storitev obravnava z vidika prostega pretoka storitev s pravico do ustanavljanja. Na temelju te svoboščine, to je na podlagi člena 47(2) ES (ki se po členu 55 ES uporablja ne samo v zvezi s pravico do ustanavljanja, ampak tudi v zvezi s svobodnim opravljanjem storitev), je bila sprejeta tudi vsa ključna sekundarna evropska zakonodaja, katere namen je zagotovitev prostega pretoka finančnih (in v njihovem okviru tudi investicijskih) storitev in s tem vzpostavitev notranjega trga za te storitve. Ob tem pa je treba upoštevati, da prost pretok finančnih storitev brez predhodnega svobodnega pretoka kapitala sploh ni možen. Čeprav se strogo gledano v zvezi s prostim pretokom finančnih storitev pretežno govori le o svobodi opravljanja storitev s pravico do ustanavljanja in deloma tudi o prostem pretoku kapitala, pa to ne pomeni, da ostali dve svoboščini (prost pretok blaga in oseb) nista pomembni. Ne samo da SES pri presoji skladnosti nacionalnih predpisov s področja finančnih storitev s temeljnimi svoboščinami kot merila za presojo v zvezi s svobodnim opravljanjem storitev ali s pravico do ustanavljanja uporablja že razvita merila s področja prostega pretoka blaga ali oseb, ampak vse pogosteje celo ne loči več strogo med posameznimi svoboščinami in jih obravnava enotno, skupaj, s ciljem doseganja notranjega trga kot celote. Zato je razumevanje in poznavanje vseh štirih temeljnih svoboščin Skupnosti neobhodno za katerikoli segment notranjega trga, torej tudi za vzpostavljanje notranjega trga finančnih oziroma investicijskih storitev.

5. Vzpostavitev notranjega trga za finančne oziroma investicijske storitve

Iz prejšnjega poglavja jasno izhaja, da je čezmejno opravljanje finančnih storitev tako z vidika svobode opravljanja storitev kot pravice do ustanavljanja, še vedno omejeno z nacionalnimi predpisi posamezne države članice. SES je že večkrat odločilo, da je v primeru finančnih storitev in v odsotnosti harmonizacije javni interes lahko razlog za različne omejitve tako svobodnemu opravljanju storitev kot pravici do ustanavljanja. Zato je z vidika vzpostavitve notranjega trga za finančne storitve ključnega pomena harmonizacija pravil na evropski ravni. S tem namenom se na ravni EU odvijajo številni procesi, ki so predstavljeni v nadaljevanju.

5.1 Prikaz procesov vzpostavljanja notranjega trga finančnih in investicijskih storitev

Področje finančnih storitev je posebno, ker gre za področje, ki je bilo od nekdanj pod strogim nadzorom države in zaradi tega tudi zelo regulirano, zlasti z vidika dostopa do trga in dovoljenj za opravljanje dejavnosti, poleg tega pa se je še zakonodaja zelo razlikovala od države do države (Alfaro-Lassala, 1999, str. 97). Zato je bilo za uresničitev enotnega trga na področju finančnih storitev potrebno sprejeti ukrepe.

Komisija je že leta 1985 v Beli knjigi o vzpostavitvi notranjega trga kot oviro za doseg skupnega trga označila tudi ovire pri svobodnem opravljanju nekaterih storitev, še posebej finančnih, ter ovire pri svobodi ustanavljanja v povezavi s temi storitvami. Takrat so bile prvič kot eno izmed pomembnejših področij za nadaljnji razvoj enotnega trga omenjene finančne storitve (El Agria, 2004, str. 188). Komisija je v Beli knjigi o vzpostavitvi notranjega trga poudarila, da bo liberalizacija finančnih storitev v povezavi z liberalizacijo kapitalskih transakcij, pomenila temeljni korak Skupnosti na poti integracije finančnih trgov in širitve notranjega trga. Kasneje je Cecchini v svojem poročilu iz leta 1988 liberalizaciji finančnih storitev, ki naj bi bila rezultat ukrepov za vzpostavitev enotnega trga, pripisal kar četrtno potencialne rasti bruto domačega proizvoda Skupnosti (El Agria, 2004, str. 189). Zahteva po upoštevanju nacionalne zakonodaje kot pogoja za opravljanje teh storitev pomeni oviro prostemu pretoku storitev. Prizadevanja so bila tako v prvi fazi usmerjena na naslednja tri področja: harmonizacija osnovnih pravnih pravil o ustanavljanju in upravljanju podjetij, prepustitev odgovornosti za nadzor finančnih organizacij državi članici, v kateri ima organizacija sedež, in medsebojno priznavanje nadzornih funkcij med državami članicami, ki jih le te izvajajo na svojem teritoriju (Alfaro-Lassala, 1999, str. 97).

Prvotni cilj je bil doseči enotni trg do 1. 1. 1993. Čeprav je bilo do tedaj sprejetih 95 % od zastavljenih 300 direktiv na vseh področjih enotnega trga in čeprav zakonodaja še ni bila v celoti implementirana na ravni držav članic, je bil to velik dosežek. Kljub temu pa je bil ta dosežek na področju finančnih storitev majhen. V Aneksu k Beli knjigi o vzpostavitvi notranjega trga, ki je vseboval razpored predvidenih ukrepov do leta 1993, je bilo finančnim storitvam namenjenih le manjše število ukrepov, od tega večina zelo splošnih. Na področju vrednostnih papirjev so bile podane šele prve pobude na področju transparentnosti (to je zahtev, da izdajatelji razkrijejo določene informacije, če njihove delnice kotirajo na organiziranih trgih vrednostnih papirjev), objave prospekta za javno izdajo vrednostnih papirjev in zahtev, ki jih morajo izpolnjevati investicijski svetovalci. Komisija je nato leta 1997 sprejela Akcijski načrt za enotni trg,⁶³ katerega namen je bil zapolniti vrzeli iz leta 1992 in vzpostaviti enoten trg do 1. 1. 1999.

Kljub prizadevanju pa navedeni akcijski načrti niso prinesli bistvenega napredka na področju finančnih storitev. Od 1. 1. 1993 dalje so tako brez posebnih okvirov potekala prizadevanja za vzpostavitev enotnega trga tudi na področju finančnih storitev, vendar pa so bili predpisi sprejeti šele po dolgotrajnih zakonodajnih postopkih⁶⁴ s premajhno intenzivnostjo ter brez pravega napredka. Zato je leta 1998 Svet pozval Komisijo, da pripravi okvirni načrt za ukrepe, ki bi enotni trg razširili tudi na finančne storitve. Na tej podlagi je Komisija leta 1998 najprej pripravila Sporočilo v zvezi s pripravo akcijskega načrta za finančne storitve.⁶⁵ Z namenom, da se pripravi natančen načrt aktivnosti je bila ustanovljena Skupina za politiko

⁶³ Gre za Sporočilo Komisije z dne 4. junija 1997 Evropskemu Svetu: Akcijski načrt za enotni trg (CSE(1997) 1 končno).

⁶⁴ Zakonodajni postopek na primer za direktivo v zvezi z izdajo prospekta je trajal devet let in za direktivo v zvezi z investicijskimi storitvami štiri leta in pol (Evropska komisija, 2006a, str. 10).

⁶⁵ Gre za Sporočilo Komisije z dne 28. 10. 1998, Finančne storitve: priprava akcijskega načrta (KOM(1998) 625 končno).

finančnih storitev. Na podlagi treh skupnih srečanj je Komisija leta 1999 pripravila dokončen Akcijski načrt za finančne storitve (Raffan, 2006, str. 32). To je bil šele prvi začetek aktivnosti in procesov na ravni EU z namenom vzpostavitve notranjega trga za finančne storitve.

5.1.1 Akcijski načrt za finančne storitve – FSAP

Komisija je Akcijski načrt za finančne storitve (v nadaljevanju FSAP)⁶⁶ sprejela z namenom, da se Skupnost pripravi na monetarno unijo ter da se izkoristijo vse prednosti, ki jih ponuja enoten trg finančnih storitev, to je finančna integracija, izboljšanje učinkovitosti finančnega posredništva v Skupnosti in znižanje stroškov čezmejnih finančnih tokov. Na srečanju v Lizboni marca 2000 je Svet pozval k uresničitvi tega akcijskega načrta do leta 2005. FSAP je bil v bistvu podroben akcijski načrt z rokom uresnitve do konca leta 2004 oziroma najkasneje do leta 2005, ki si je za cilje določil: razvoj enotnega trga finančnih storitev na debelo, razvoj odprtega in varnega maloprodajnega trga finančnih storitev, zagotovitev trajne stabilnosti finančnih trgov EU preko ustreznih pravil skrbnega poslovanja ter nadzora finančnih institucij in odstranitev davčnih ovir za integracijo finančnega trga. FSAP pa je bil izključno pravni dokument v smislu, da predvideni ukrepi niso bili ekonomske narave, kot bi se morda lahko sklepalo iz samega naslova, temveč pravne narave. Cilj FSAP je bil namreč v sprejemu pravnih ukrepov (to je predpisov), ki bi podpirali enoten in integriran finančni trg, katerega osrednji del bi predstavljal močen trg vrednostnih papirjev (Ferran, 2004, str. 1).

Pogoj za sprejem FSAP in njegova osnova je bila popolna liberalizacija kapitalskih tokov, ki je bila (kot je opisano v točki 4.1. zgoraj) vzpostavljena s 1. 1. 1990. Nekatere direktive s področja finančnih in tudi investicijskih storitev so bile sprejete že pred FSAP. FSAP je bil tako poskus in spodbuda za nadaljevanje že začelih procesov, ki naj bi pomagal odpraviti pomanjkljivosti obstoječega sistema. Akcijski načrt je vseboval 42 ukrepov, med njimi številne pomembne z vidika investicijskih storitev. V okviru t. i. trgov na debelo, ki so predmet te naloge, so bile tako zastavljene naslednje aktivnosti: vzpostavitev skupnega pravnega okvira za trgovanje na trgih vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov z namenom, da se doseže učinkovito čezmejno opravljanje investicijskih storitev (to pomeni dopolnitev direktive o investicijskih storitvah in predlog za direktivo v zvezi s preprečevanjem tržne manipulacije), odstranitev ovir za zbiranje kapitala na ravni Skupnosti (to pomeni predlog za direktivo v zvezi s ponudbo za odkup vrednostnih papirjev na področju celotne Skupnosti), zagotovitev potrebne pravne varnosti kot podpore čezmejnemu trgovanju (to pomeni predlog za direktivo v zvezi z zagotavljanjem jamstva za čezmejne storitve) in zagotovitev varnega in transparentnega pravnega okolja za čezmejne strukturne spremembe (gre za vprašanje prevzemov in združitvev ter s tem povezano zakonodajo). V okviru t. i. trgov na drobno pa so bile izpostavljene naslednje pomembne aktivnosti s področja investicijskih storitev: vzpostavitev transparentnega okolja za drobnoprodajne finančne storitve, zlasti z vidika dostopa do informacij in pravne varnosti, zagotovitev učinkovitih postopkov za alternativno izvensodno reševanje sporov, ureditev varstva potrošnikov tudi pri prodaji preko interneta ali pri prodaji na daljavo ter zagotovitev učinkovitih in cenejših čezmejnih plačil. Posredno pomembne aktivnosti so se nanašale še na zagotovitev skrbnega poslovanja finančnih institucij in na odstranitev davčnih ovir čezmejnemu trgovanju.

Komisija je decembra 2006 pripravila prvi del ocene FSAP, to je ocene samega procesa in ukrepov sprejetih na njegovi podlagi.⁶⁷ Komisija v oceni ugotavlja, da je bilo v roku sprejetih 39 od skupno 42 predlaganih ukrepov, kar je treba šteti za velik uspeh. Vprašanje, zakaj je bil

⁶⁶ Gre za Sporočilo Komisije z dne 11. 5. 1999 o uresničevanju zakonskega okvira za finančne trge: akcijski načrt (KOM(1999) 232 končno).

⁶⁷ Besedilo je objavljeno na http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm. Vpogled dne 9. 4. 2007.

FSAP tako uspešen in sta Evropski parlament in Svet po postopku soodločanja okvirno direktivo v povprečju sprejela zgolj v 22 mesecih, ima več odgovorov. Največjo zaslugo je treba pripisati široki politični podpori FSAP, še zlasti potem, ko je FSAP oziroma enoten trg finančnih storitev postal ključen dejavnik Lizbonske strategije⁶⁸ kakor tudi Lamfalussijevega procesa, ki je opredeljen v nadaljevanju.

5.1.2 *Lamfalussijev proces*

Lamfalussijev proces je poleg FSAP še en pomemben pravni konstrukt na področju evropskega prava finančnih storitev. Čeprav je FSAP zastavil cilje, ki naj bi se dosegli z zakonodajnim urejanjem na evropski ravni, pa se je pri postopkih sprejemanja zakonodaje pokazalo, da sistem ni povsem zadovoljiv. S ciljem hitreje vzpostavitve notranjega trga, to je predvsem povečanja učinkovitosti sprejemanja evropske zakonodaje, je bil sprejet nov sistem sprejemanja zakonodaje, in sicer sprva samo na področju investicijskih storitev. Nov sistem, to je štiristopenjski pristop ali t. i. Lamfalussijev proces,⁶⁹ je bil predlagan s končnim poročilom Odbora modrecev in je postal del evropskega akcijskega plana na področju vrednostnih papirjev z Resolucijo Sveta v Stockholmu 23. marca 2001 in z Resolucijo Evropskega parlamenta z dne 5. februarja 2002 o izvajanju zakonodaje na področju investicijskih storitev.⁷⁰ Lamfalussijev proces je postal del evropskega akcijskega plana na drugih področjih finančnih storitev, to je na področju bančništva, zavarovalništva ter pokojninskih in investicijskih skladov, šele aprila 2005, in sicer s sprejemom Direktive o Lamfalussijevi strukturi odborov.⁷¹

Lamfalussijev proces zakonodajni postopek in proces implementacije deli na štiri ravni. Prva raven zajema sprejem okvirne zakonodaje s področja investicijskih storitev oziroma trgov finančnih instrumentov. Druga raven zajema izvedbene predpise, ki določajo tehnične ukrepe v zvezi s sprejetimi predpisi na prvi ravni. Tretja raven zajema enotno implementacijo sprejete zakonodaje na prvi in drugi ravni v državah članicah. Četrta raven pa zajema nadzor nad uresničevanjem sprejete zakonodaje v državah članicah. Okvirni grafični prikaz Lamfalussijevega procesa je predstavljen v Tabeli št. 1 (glej Tab. 1, na str. 1).

Na prvi ravni gre za sprejem okvirnih (načelnih) predpisov, ki jih v postopku soodločanja na predlog Komisije sprejmeta Evropski parlament in Svet.⁷² Postopek soodločanja je od sprejema Amsterdamske pogodbe najpogosteje uporabljen način sprejemanja evropske zakonodaje (člen 251 ES), v katerem Evropski parlament ne samo da predloži svoje mnenje, temveč si s Svetom enakopravno deli zakonodajna pooblastila.⁷³ Prikaz Lamfalussijevega

⁶⁸ Cilj Lizbonske strategije je, da EU postane do leta 2010 najbolj konkurenčno, dinamično ter na znanju temelječe gospodarstvo na svetu.

⁶⁹ Naziv Lamfalussijev proces izhaja iz imena barona Alexandra Lamfalussija, ki je predsedoval Odboru modrecev v času, ko je leta 2001 odbor pripravil končno poročilo o zakonodajnih in nadzornih procesih na področju urejanja trgov vrednostnih papirjev. Odbor je takrat ugotovil, da so zakonodajni procesi počasni, neokretni, neodzivni in prezapleteni ter je predlagal nov štiristopenjski pristop k zakonodajnemu urejanju in nadzoru (ki je kasneje dobil ime Lamfalussijev proces).

⁷⁰ Evropski parlament je bil zaskrbljen glede svoje oslABLJENE vloge na drugi ravni Lamfalussijevega procesa, zato je izjavo o strinjanju z novim zakonodajnim pristopom podal šele na podlagi slovesne izjave Komisije Parlamentu z dne 4. 2. 2002 in pisma z dne 2. 10. 2001, ki ga je komisar za notranji trg naslovil na predsednika Parlamentarnega odbora za gospodarske in denarne zadeve, v katerih je Komisija Evropskemu parlamentu zagotovila zaščito njegove vloge v tem procesu.

⁷¹ Direktiva 2005/1/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 9. marca 2005 o spremembi direktiv Sveta 73/239/EGS, 85/611/EGS, 91/675/EGS, 92/49/EGS in 93/6/EGS ter direktiv 94/19/ES, 98/78/ES, 2000/12/ES, 2001/34/ES, 2002/83/ES in 2002/87/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve.

⁷² Pravna podlaga za zakonodajni postopek je člen 46(2) ES v zvezi s členoma 55 in 251 ES.

⁷³ Postopek je razdeljen na pet faz, ki pa niso obvezne. V prvi fazi Komisija predloži osnutek predpisa Evropskemu parlamentu in Svetu v prvo branje. Evropski parlament osnutek obravnava v pristojnem parlamentarnem odboru, ki pripravi poročilo in predlaga morebitne amandmaje k osnutku. Parlament poročilo obravnava na plenarni seji in izda

procesa na prvi ravni je v Tabeli št. 4 (glej Tab. 4, na str. 4), in sicer na primeru enega izmed temeljnih predpisov FSAP in ključnega za področje investicijskih storitev, to je Direktive 2004/39/ES.

Na drugi ravni Komisija sprejema izvedbene predpise oziroma ukrepe po postopku komitologije.⁷⁴ Komisija ni pristojna, da se sama odloči, katere izvedbene predpise bo sprejela, ampak je to že določeno v primarnih (načelnih) predpisih. Na primer Direktiva 2004/39/ES pozna dve vrsti izvršilnih klavzul, to je obigatorne, ki Komisiji nalagajo sprejem izvedbenega predpisa, in izbirne, ki Komisiji prepuščajo odločitev, ali se izvedbeni predpis sprejme ali ne. Običajno gre za izvršilne klavzule z določenim rokom veljavnosti ("sunset clauses"). To pomeni, da ima Komisija sicer pooblastilo, da izvedbeni predpis sprejme, a le v določenem roku. Če tega v tem roku ne stori, pooblastila nima več, ker izvršilna klavzula preneha veljati (razen seveda, če se njena veljavnost podaljša). Prikaz izvršilnih klavzul za primer Direktive 2004/39/ES je v Tabeli št. 5 (glej Tab. 5, na str. 5).

Komisija mora izvedbene predpise sprejeti po postopku komitologije, to je s sodelovanjem z različnimi odbori. Komiteji oziroma odbori so forumi za razpravo, ki jih sestavljajo predstavniki držav članic in jim predseduje Komisija. S tem namenom sta bila leta 2001 ustanovljena dva svetovalna odbora za pomoč Komisiji pri sprejemu zakonodaje. Svetovalna odbora Komisiji omogočata, da vzpostavi dialog z nacionalnimi upravnimi organi preden sprejme izvedbene predpise. Njena naloga pa je, da pri pripravi izvedbenih predpisov kar najbolj upošteva razmere v vsaki od držav članici. Prikaz Lamfalussijevega procesa na drugi ravni je v Tabeli št. 6 (glej Tab. 6, na str. 6), in sicer na primeru izvedbenih predpisov Direktive 2004/39/ES.

S sklepom Komisije 2001/528/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje je bil v svetovalni vlogi ustanovljen Evropski odbor za vrednostne papirje (v nadaljevanju ESC). ESC skladno z regulativnim postopkom komitologije deluje kot urejevalni odbor za presojo, razpravo in svetovanje Komisiji na področju vrednostnih papirjev. S Sklepom

mnenje. Parlament lahko predlagani osnutek Komisije na plenumu bodisi potrdi bodisi predlaga amandmaje k osnutku. Mnenje Parlamenta se predloži Svetu, ki lahko s kvalificirano večino osnutek sprejme (skupaj s predlaganimi amandmaji Parlamenta) ali pa ga zavrne in predloži nov predlog kot skupno stališče. V drugi fazi postopka Svet v drugo branje Parlamentu predloži osnutek s spremembami oziroma skupno stališče. Komisija k temu predloži svoje mnenje. Parlament v drugem branju obravnava skupno stališče, ki ga ponovno predloži pristojnemu parlamentarnemu odboru. Odbor pripravi priporočila, ki jih Parlament obravnava na plenumu. Parlament lahko v roku treh mesecev bodisi sprejme skupno stališče ali ga zavrne bodisi sprejme nove amandmaje. Če ga sprejme, se šteje, da je predpis sprejet. Če ga zavrne (vendar samo z absolutno večino), se postopek konča. Lahko pa z absolutno večino glasov poslancev predlaga amandmaje k skupnemu stališču. V tem primeru se spremenjeno skupno stališče posreduje Svetu v drugo branje (t. i. tretja faza postopka). Komisija ponovno poda svoje mnenje. Svet lahko v treh mesecih s kvalificirano večino bodisi sprejme amandmaje Parlamenta k skupnemu stališču ali jih zavrne. V primeru, da Komisija predloži negativno mnenje o določenem amandmaju, ga lahko Svet sprejme le s soglasjem. Če Svet sprejme spremenjeno skupno stališče, se šteje, da je tak predlog sprejet. Če pa se Svet ne strinja z vsemi predlaganimi spremembami s strani Parlamenta, pa se lahko Svet in Parlament v šestih tednih dogovorita, da se postopek nadaljuje z ustanovitvijo pravnega odbora (t. i. četrta faza postopka). Naloga pravnega odbora je v šestih tednih sporazumeti se o skupnem besedilu. Če skupnega besedila predloga ni mogoče doseči, se postopek konča. V zadnji peti fazi se skupen tekst posreduje Parlamentu in Svetu, ki ga lahko v naslednjih šestih tednih sprejmeta. V nasprotnem primeru je postopek neuspešen. V zvezi z navedenim postopkom so vse tri institucije: Evropski parlament, Svet in Komisija sprejele Skupno deklaracijo o izvedbenih postopkih v zvezi z novim postopkom soodločanja po 251. členu ES.

⁷⁴ Sklep Sveta 1999/468/ES z dne 28. junija 1999 o določitvi postopkov za uresničevanje Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil določa naslednje vrste postopkov, ki so možni v okviru postopka komitologije: svetovalni postopek, upravljalni postopek, regulativni postopek in zaščitni postopek. Pri sprejemanju izvedbenih predpisov s področja finančnih storitev se je pretežno uporabljal regulativni postopek. Po tem postopku Komisiji pomaga regulativni odbor, ki ga sestavljajo predstavniki držav članic, predseduje pa mu predstavnik Komisije. Ta postopek je bil kasneje za področje finančnih storitev spremenjen v regulativni postopek s pregledom, ki je podrobneje opisan v nadaljevanju.

Komisije 2001/527/ES z dne 6. junija 2001⁷⁵ o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje pa je bil ustanovljen Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (v nadaljevanju CESR), kot neodvisna svetovalna skupina za vrednostne papirje v Skupnosti, katere vloga je svetovati Komisiji, bodisi na njeno zahtevo v roku, ki ga Komisija določi v skladu z nujnostjo zadeve, ali na lastno pobudo, zlasti pri pripravi osnutkov izvedbenih ukrepov na področju vrednostnih papirjev. Vloga CESR ni omejena le na svetovanje Komisiji v postopku komitologije na drugi ravni, ampak ima CESR določene naloge tudi na tretji ravni Lamfalussijevega procesa.

Novost Lamfalussijevega pristopa je, da so po zakonodajnem postopku soodločanja sprejeti le okvirni predpisi, to je predpisi, ki se sprejemajo na prvi ravni, medtem ko se izvedbeni predpisi na drugi ravni sprejemajo po postopku komitologije. Pri tem pa ne gre le za vprašanje okvirnega ali izvedbenega predpisa, ampak tudi za vprašanje, kako pomembna je vloga posameznih organov na različnih ravneh sprejemanja zakonodaje. Ker je vloga Evropskega parlamenta na drugi ravni, zelo šibka, še bolj šibka kot vloga Sveta, ki si lahko na podlagi člena 202 ES pridrži pravico, da sam sprejme izvedbeni predpis in ne Komisija (gre za t. i. "call back power")⁷⁶, je namreč zelo pomembno, kje je meja zakonodajnega urejanja med prvo in drugo ravno. Menim, da kljub začetnemu strahu po preveliki moči Komisije na drugi ravni, dvomov sedaj ni več. Namreč Komisija samo predlaga razmerje med tem, katere vsebine naj bi se sprejele na prvi in katere na drugi ravni, o tem pa dokončno odločata Evropski parlament in Svet. Poleg tega pa se je Komisija v slovesni izjavi Evropskemu parlamentu z dne 5. 2. 2002 zavezala, da bo Evropskemu parlamentu predložila vsak osnutek predpisa na drugi ravni, da mu bo dala tri mesece za preučitev in da bo v največji meri pri sprejemanju tega predpisa upoštevala njegovo mnenje. Danes to vprašanje ni več odprto. Namreč zaradi dvomov Evropskega parlamenta glede njegovega vpliva na drugi ravni Lamfalussijevega procesa je bil kasneje postopek komitologije spremenjen tako, da je vloga tako Sveta kot Evropskega parlamenta poudarjena v primerih, ko se s predpisi na drugi ravni bodisi spremenijo oziroma dodajo nove nebitne določbe bodisi da se črtajo katere od takšnih določb okvirnega predpisa, sprejetega po postopku soodločanja na podlagi člena 251 ES. S tem namenom je bil s Sklepom Sveta 2006/512/ES sprejet nov regulativni postopek s pregledom,⁷⁷ ki naj bi se po mnenju Komisije v Poročilu o napredku za

⁷⁵ Gre za Commission Decision of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators, katerega slovenski prevod je po mojem mnenju napačen. Gre namreč za ustanovitev Odbora evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev in ne Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje.

⁷⁶ Pravna podlaga za prenos pristojnosti na Komisijo je v členu 202 ES, ki določa, da Svet pristojnost za izvajanje predpisov, ki jih sprejme, prenese na Komisijo.

⁷⁷ Gre za Sklep Sveta z dne 17. julija 2006 o spremembah Sklepa 1999/468/ES o določitvi postopkov za uresničevanje Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil (2006/512/ES), s katerim je bil za določene primere uveden poseben regulativni postopek s pregledom. Regulativni postopek s pregledom poteka drugače od trenutka, ko poseben regulativni odbor za postopek s pregledom (ESC) predloži Komisiji svoje mnenje. Postopek se razlikuje glede na to, ali Komisija to mnenje upošteva ali ne.

1) Če so ukrepi, ki jih načrtuje Komisija, skladni z mnenjem odbora (ESC), Komisija predloži osnutek ukrepov Svetu in Evropskemu parlamentu v pregled. Evropski parlament z večino svojih članov ali Svet s kvalificirano večino lahko nasprotujeta sprejetju navedenega osnutka Komisije in v svoji odločitvi navedeta, da osnutek ukrepov, ki ga je predložila Komisija, presega izvedbena pooblastila, določena v temeljnem aktu, da ta osnutek ni skladen s ciljem ali z vsebino temeljnega akta ali da v njem nista upoštevani načeli subsidiarnosti ali sorazmernosti. Če Evropski parlament ali Svet nasprotujeta osnutku ukrepov v roku treh mesecev od njihove predložitve, jih Komisija ne sprejme. V tem primeru lahko Komisija odboru predloži spremenjeni osnutek ukrepov ali zakonodajni predlog na podlagi ES. Če pa Evropski parlament ali Svet po izteku tega roka ne nasprotujeta osnutku ukrepov, jih Komisija sprejme.

2) V primeru, če ukrepi, ki jih načrtuje Komisija, niso skladni z mnenjem odbora (ESC) ali če mnenja ni, pa Komisija predloži predlog v zvezi s potrebnimi ukrepi najprej Svetu in nato Evropskemu parlamentu. Svet o predlogu odloča s kvalificirano večino v roku dveh mesecev od njegove predložitve. Če Svet v tem roku s kvalificirano večino nasprotuje predlaganim ukrepom, se slednji ne sprejmejo. V tem primeru lahko Komisija Svetu predloži spremenjeni predlog ali zakonodajni predlog na podlagi ES. Če namerava Svet sprejeti predlagane ukrepe, te nemudoma predloži Evropskemu parlamentu. Če Svet ne odloči v roku dveh mesecev, Komisija ukrepe nemudoma predloži Evropskemu parlamentu. Evropski parlament lahko v roku štirih mesecev od predložitve

enoten trg finančnih storitev 2006 uporabil za večino izvedbenih predpisov po Lamfalussijevemu procesu (Evropska komisija, 2007, str. 5).

V okviru prve in druge ravni Lamfalussijevega procesa pa še ni dokončnega odgovora na vprašanje, ali naj bodo predpisi sprejeti kot direktive ali kot uredbe. Prednost uredb je nedvomna z vidika hitrosti, saj uredba začne veljati takoj za vse države članice in brez potrebe po njeni implementaciji v nacionalne zakonodaje. Zato je bilo v Lamfalussijevem poročilu Odbora modrecev tudi predlagano, da naj se na drugi ravni v čim večji meri sprejmejo uredbe. Po drugi strani pa je treba opozoriti, da uredbe omejujejo svobodo držav članic, da predpise prilagodijo nacionalnemu sistemu. Dilema je bila delno razrešena s Protokolom k ES o uporabi načel subsidiarnosti in sorazmernosti, ki je bil sprejet skupaj z Amsterdamsko pogodbo, in ki v točki 6 določa, da morajo biti ukrepi Skupnosti v čim bolj preprosti obliki, ki še omogoča zadovoljivo doseganje cilja iz ukrepa in njegovo učinkovito izvrševanje. Temu ustrezno je treba dati prednost direktivam pred uredbami in okvirnim direktivam pred podrobnimi ukrepi. Kljub temu je treba v vsakem posamičnem primeru skrbno pretehtati namen izvedbenega predpisa in se na tej podlagi odločiti za uredbo ali direktivo.⁷⁸

Na tretji ravni Lamfalussijevega procesa CESR skrbi za enotno implementacijo predpisov, ki so bili sprejeti na prvi in na drugi ravni, v posameznih državah članicah. To je druga naloga CESR, ki jo ima poleg svetovanja v postopku komitologije na drugi ravni. K doslednemu in pravočasnemu izvajanju zakonodaje Skupnosti v državah članicah se je CESR v t. i. Hymalaya poročilu⁷⁹ zavezal delovati na treh ravneh, in sicer preko koordinirane implementacije ("coordinated implementation"), konvergence nadzora ("supervisory convergence") in konvergence pravil ravnanja ("regulatory convergence"). V okviru koordinirane implementacije CESR spodbuja nacionalne nadzorne organe, da kadar je le to mogoče, sodelujejo v državah članicah in pomagajo pri pravočasni in pravilni implementaciji evropskih predpisov. Ob tem je treba upoštevati, da je implementacija še vedno v prvi vrsti naloga zakonodajnih organov držav članic. V primeru, da bi prišlo do nepravilne implementacije pa je znotraj CESR vzpostavljen sistem mediacije, ki naj bi pomagal razrešiti morebitne spore med nadzornimi organi držav članic še preden bi Komisija sprožila uradne postopke pred SES. Najpomembnejša vloga CESR pa je konvergenca nadzora. To pomeni, da CESR zagotavlja učinkovitejše sodelovanje med nadzornimi organi držav članic in spodbuja ustaljene in enotne postopke nadzora, ravnanja in obravnavanja kršitev s strani nacionalnih nadzornih organov. Nenazadnje pa je vloga CESR tudi, da sprejema nezavezujoča enotna stališča in skupne standarde, t. i. konvergenca pravil ravnanja. CESR mora pri sprejemanju sicer nezavezujočih skupnih pravil ravnanja ravnati zadržano in odgovorno, da ne bi prevzel zakonodajne funkcije. Treba je še dodati, da CESR na tretji ravni odloča s soglasjem, medtem ko za njegovo odločanje na drugi ravni zadošča kvalificirana večina. To pa naj bi bil še en garant več, da CESR ne sprejme navodil ali obvestil, ki bi bila neustrezna.

Na zadnji (četrti) ravni Lamfalussijevega procesa Komisija preverja raven usklajenosti nacionalnih zakonodaj z evropsko in če je potrebno sproži ustrezne postopke pred SES. Ker se

predloga z večino svojih članov nasprotuje sprejetju navedenih ukrepov in v svoji odločitvi navede, da predlagani ukrepi presegajo izvedbena pooblastila, določena v temeljnem aktu, da ti ukrepi niso skladni s ciljem ali z vsebino temeljnega akta ali da v njem nista upoštevani načeli subsidiarnosti ali sorazmernosti. Če Evropski parlament v tem roku nasprotuje predlaganim ukrepom, se slednji ne sprejmejo. V tem primeru lahko Komisija odboru (ESC) predloži spremenjen osnutek ukrepov ali zakonodajni predlog na podlagi ES. Če Evropski parlament po izteku navedenega roka ne nasprotuje predlaganim ukrepom, jih lahko sprejmeta, odvisno od primera, Svet ali Komisija.

⁷⁸ Iz prikaza evropske zakonodaje v točki 5.2 je jasno razvidna ločnica med urejanjem vsebin v uredbi in direktivi. Z uredbo se izključno urejajo področja, ki morajo biti, zato da sploh dosežejo svoj namen in cilj, na ravni celotne Skupnosti urejena enako. Gre za vprašanja sestave prospekta, poročanja izdajateljev, poročanja o transakcijah ipd.

⁷⁹ Gre za Poročilo CESR št. CESR/04-527b o vlogi CESR na tretji ravni Lamfalussijevega procesa (Akcijski plan za leto 2005).

Lamfalussijev proces nagiba k tretji ravni, je ta raven v praksi v bistvu še neaktivna.⁸⁰ Zanimivo pa bo v prihodnje opazovati razmerja med organi Skupnosti, zlasti med CESR, ki na tretji ravni pridobiva na pomenu, in Komisijo, ki bo zagotovo želela ohraniti močan vpliv.

5.1.3 *Bela knjiga o politiki finančnih storitev za obdobje 2005–2010*

Namen Bele knjige o politiki finančnih storitev za obdobje 2005–2010 (KOM(2005) 629 končno; v nadaljevanju *Bela knjiga*⁸¹) je na osnovi dosežkov FSAP nadaljevati procese s ciljem doseči povezan, odprt, konkurenčen in ekonomsko učinkovit evropski trg finančnih storitev. To je namreč tudi zelo pomemben cilj Lizbonske strategije na področju notranjega trga.⁸²

Nova strategija Komisije, ki izhaja iz Bele knjige, predlaga najboljše možne ukrepe, da bi bili pozitivni učinki integracije finančnih trgov dostopni podjetjem in posameznikom. S tem namenom si je Komisija za naslednjih pet let, to je do 2010, zastavila pet poglobitvenih ciljev, in sicer: 1) dejavno utrjevanje doseženega napredka z namenom zagotoviti enotno implementacijo in izvajanje že sprejetih pravil, 2) dosledno uporabo načel boljše ureditve pri vseh prihodnjih zakonodajnih pobudah, 3) izboljšanje sodelovanja in konvergence pri nadzoru v Skupnosti, 4) povečanje konkurence med ponudniki finančnih storitev, še zlasti tistih na drobno prodajnih trgih, ter 5) povečanje vpliva Skupnosti na mednarodne procese globalizacije kapitalskih trgov. Na tej podlagi je v Aneksu št. 1 k *Beli knjigi* identificiranih 72 ukrepov z različnimi roki uresničitve. Poudariti je treba, da se *Bela knjiga* nanaša na celotno področje finančnih storitev, vključno z investicijskimi storitvami.

Temeljno vodilo Komisije je dejavno (aktivno) utrjevanje zakonodaje na področju finančnih storitev.⁸³ To pomeni, da se zagotovi, da sprejeti ukrepi po FSAP dejansko začnejo veljati v praksi. Zato pa niso potrebne nove zakonodajne aktivnosti, ampak dejanski ukrepi in aktivnosti vseh vpletenih. Ta ambiciozna naloga pa bo kljub temu zahtevala izjemen trud in tudi finančna sredstva od vseh vključenih subjektov, to je nacionalnih zakonodajalcev v zvezi z implementacijo evropske zakonodaje v nacionalne predpise ter domačih in evropskih nadzornikov v zvezi z nadzorom nad pravilnim izvrševanjem evropske zakonodaje in industrije (ponudnikov finančnih storitev).

Zelo pomembna novost Bele knjige je načelo boljše ureditve, ki naj bi se doseglo z novimi predhodnimi in naknadnimi postopki v okviru zakonodajnega procesa. To pomeni, da naj

⁸⁰ Ker štiriindvajset članic Skupnosti, med njimi tudi Slovenija, ni pravočasno preneslo v svojo zakonodajo Direktive 2004/39/ES, je dne 20. 4. 2007 prejelo obvestilo Komisije, da je proti njim začela postopek. To kaže na nek nov režim tudi v okviru t. i. četrte ravni Lamfalussijevega procesa.

⁸¹ *Bela knjiga* vsebuje končni politični program Komisije na določenem področju. Preden ga Komisija sprejme, izda *Zelena knjigo*, ki je nekakšen posvetovalni dokument, ki vključuje predloge in mnenja glede nove politike. *Bela knjiga* pa ni dokončen dokument, saj so vsi predlogi iz *Bele knjige* kasneje še predmet odprtih posvetovanj in ocen pred pripravo zakonodajnih predlogov in zatem še predmet celotnega zakonodajnega postopka. Tudi v primeru finančnih storitev je Komisija pred izdajo *Bele knjige* o politiki finančnih storitev za obdobje 2005–2010 izdala *Zelena knjigo* o politiki finančnih storitev (2005–2010) (KOM(2005) 177 končno; v nadaljevanju *Zelena knjiga*). *Zelena knjiga* je bila skladno s postopki predmet javne razprave. Vendar pa kljub temu večjih razlik med *Zelena* in *Belo knjigo* ni, ker je Komisija že pred izdajo *Zelene knjige* opravila obširna posvetovanja s številnimi interesnimi skupinami in je njihove predloge oziroma zahteve vključila že v *Zelena knjigo*.

⁸² Ključni ukrepi Lizbonske strategije za doseg notranjega trga finančnih storitev do leta 2010 so: natančen in učinkovit zakonodajni proces, preprečevanje kakršnih koli ovir prostemu pretoku finančnih storitev, omogočanje prostega pretoka kapitala in pospeševanje sodelovanja na področju nadzora in spoštovanja evropske zakonodaje. Študije namreč kažejo, da bolj ko so finančni trgi povezani, bolj je učinkovita alokacija gospodarskih virov in večja bo dolgoročna gospodarska rast.

⁸³ Slovenski prevod *Bele knjige* sicer govori o dejavnem združevanju finančnih storitev. Vsebinski namen nove strategije je v utrditvi oziroma okrepitvi že sprejetih predpisov v praksi, ne pa v združevanju (s tem da se niti ne pojasni za kakšno združevanje naj bi sploh šlo). Zato menim, da pojem dejavnega združevanja ni primeren.

bi v prihodnje zakonodajni postopki s področja finančnih storitev ob upoštevanju načel Lamfalussijevega procesa upoštevali še načelo boljše ureditve, in sicer skozi spremenjene postopke za pripravo predlogov novih evropskih predpisov in spremenjene postopke, ki se bodo izvajali po sprejemu predpisov. Gre za pet novosti.

Prvi dve novosti sta, da bo v prihodnje pred izdajo novega zakonodajnega predloga obvezno odprto in pregledno posvetovanje skupaj z interesnimi skupinami in zatem tudi predhodna ocena učinkov predlaganega predpisa (ki bo lahko v primeru sprejemanja tehničnega izvedbenega ukrepa druge ravni izpuščena, če bo Komisija presodila, da ni potrebna). Komisija v Beli knjigi tudi Evropskemu parlamentu in Svetu predlaga, da v primeru, če predlagata bistvene spremembe k osnutku predpisa, predložita tudi oceno učinka teh sprememb. Tretja novost so aktivnosti (postopki) po sprejemu predpisa, s katerimi se bo skušalo odpraviti prepočasno ali nepravilno implementacijo evropskih predpisov v državah članicah. Komisija se je v Beli knjigi zavezala k aktivnemu sodelovanju z državami članicami, k organizaciji delavnic z namenom lažje in boljše implementacije predpisov ter k pripravi letnih poročil o napredku na področju finančnih storitev. Podala pa je tudi zavezo, da bo v primeru neustreznega izvajanja hitro sprožila postopek za ugotavljanje kršitev (to je že zaveza k četrti ravni Lamfalussijevega procesa, ki se dejansko sploh še ne izvaja). Zelo pomembna (četrti novost) v okviru načela boljše ureditve je naknadna ocena sprejetih in že implementiranih predpisov. Komisija se je zavezala k letnemu poročilu na področju spremljanja finančnega povezovanja ter načrtuje pripravo II. dela ocene FSAP, ki bo potekala v obdobju 2007–2008. Gre za popolno gospodarsko in pravno oceno vseh ključnih ukrepov po FSAP, ki naj bi bila končana do leta 2009. Če bi se pokazalo, da določeni predpisi niso ustrezni, jih bo treba dopolniti, spremeniti ali celo razveljaviti, seveda v novem zakonodajnem postopku. Peta novost v okviru prizadevanj za boljšo ureditev pa je pregled usklajenosti področne zakonodaje. Cilj takega pregleda naj bi bila poenostavitev zakonodaje oziroma preverjanje pravne usklajenosti vseh predpisov, ki so izdani na določenem pravnem področju. Če bi se izkazalo za potrebno, pa je predvidena poenostavitev zakonodaje oziroma izdaja ustreznih pojasnil. Pregledi se bodo izvajali sektorsko in prvi tak pregled bo opravljen ravno na področju investicijskih storitev. V okviru prizadevanj k boljši ureditvi pa se omenja še večja vključenost potrošnikov v zakonodajne procese in povezovanje z zakonodajnimi iniciativami na povezanih področjih, kot so varstvo potrošnikov, konkurenčno in davčno pravo.

Komisija v Beli knjigi priznava, da je na področju finančnih storitev kljub uresnitvi FSAP še vedno veliko neizkoriščenega potenciala za gospodarsko rast in za rast zaposlovanja. Tako še vedno ostajajo nedokončane aktivnosti na področju vzpostavitve maloprodajnega notranjega trga, povečanja učinkovitosti sistema mednarodnih poravnjav transakcij z vrednostnimi papirji in čezmejnne storitve v zvezi z investicijskimi skladi, ki jih FSAP ni podrobneje obravnaval in so sedaj vključene v Belo knjigo. Odprte pa ostajajo tudi številne pobude na drugih povezanih področjih.

5.2 Predstavitev ključnih evropskih predpisov s področja investicijskih storitev

V prvi vrsti je treba poudariti, da enotni trg oziroma nadgradnja notranji trg temelji na osnovi štirih svoboščin in da Skupnost v prvi vrsti ta cilj dosega z ukrepi t. i. negativne integracije. To pomeni, da se države članice vzdržijo postavljanja novih ovir prostemu pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala in se zavezujejo k odpravi obstoječih ovir. Kljub temu pa so na področju finančnih storitev, torej tudi investicijskih storitev, glede na predstavljeno sodno prakso SES, države članice lahko sprejele ukrepe, ki so omejevali katero izmed štirih svoboščin, če je bil razlog za sprejem varstvo javnega interesa. SES je izjemo dovolilo, ker je ocenilo, da gre za

posebej občutljivo področje, ki na ravni Skupnosti še ni harmonizirano do te mere, da bi zaščitilo take interese držav članic. Zato je bilo nujno sprejeti sekundarno zakonodajo na ravni Skupnosti.

Skupnost je tako sekundarno zakonodajo na področju investicijskih storitev (to je vse v nadaljevanju opredeljene okvirne direktive, ki so bile sprejete na prvi ravni Lamfalussijevega procesa), sprejela na podlagi drugega odstavka člena 47 ES v skladu z načelom subsidiarnosti iz člena 5 ES. To pomeni, da je bila sekundarna zakonodaja na področju investicijskih storitev sprejeta zato, ker države članice ciljev iz te zakonodaje (okvirnih direktiv) samostojno niso mogle zadovoljivo doseči in ker te cilje zaradi obsega in učinkov predlaganih ukrepov lažje doseže Skupnost.

Na področju investicijskih storitev je osrednji predpis Direktiva 2004/39/ES (v nadaljevanju MiFID⁸⁴), ki velja za temelj novega evropskega sistema na področju vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov in reguliranih trgov. Gre za enega temeljnih predpisov FSAP, ki naj bi temeljito spremenil evropsko zakonodajo na tem področju in pripomogel k vzpostavitvi vseevropskega trga finančnih instrumentov. Zato je MiFID tudi temelj moje analize. Ostali predpisi pa so predstavljeni predvsem z vidika, da se zaokroženo predstavi nov pravni sistem, ki izhaja iz MiFID.

5.2.1 *MiFID in izvedbeni predpisi*

Na področju investicijskih storitev je Komisija v FSAP predvsem izpostavila nujne spremembe in dopolnitve sedaj še veljavne Direktive Sveta 93/22/EGS (v nadaljevanju ISD⁸⁵). S spremembami in dopolnitvami ISD naj bi se doseglo naslednje cilje: vzpostavitev modernega pravnega sistema, ki bi upošteval razvoj na tehnološkem področju, enotno razumevanje temeljnih pojmov v Skupnosti, enak pristop do avtorizacije (to je do postopkov za izdajo dovoljenj za opravljanje dejavnosti oziroma ponujanje investicijskih storitev) ter enake postopke nadzora licenciranih subjektov. ISD naj bi s temi spremembami postala temelj integriranega trga vrednostnih papirjev v Skupnosti z možnostjo učinkovitega čezmejnega opravljanja storitev in uporabo enakih (harmoniziranih) pravil poslovanja. Vse te spremembe naj bi upoštevala nova direktiva na področju investicijskih storitev, to je MiFID (Raffan, 2006, str. 34).

Bistvo sistema sekundarne zakonodaje s področja investicijskih in tudi drugih finančnih storitev, je upoštevanje načela vzajemnosti, na podlagi katerega morajo vse države članice Skupnosti zagotoviti, da lahko katerikoli ponudnik investicijskih storitev na podlagi odobritve oziroma avtorizacije s strani domače države članice storitve, ki sodijo v okvir enotne licence, opravlja v katerikoli državi članici gostiteljici. Gre za sistem enotnega potnega lista oziroma enotne licence na območju celotne EU in evropskega gospodarskega prostora, na podlagi katere ponudnik vloži prijavo pri nacionalnem nadzornem organu, ki pregleda dokumentacijo in sporoči nadzornemu organu države članice gostiteljice, kjer namerava ponudnik poslovati, njegovo namero. Nadzorni organ te države se mora v določenem roku opredeliti do navedene prijave, ne sme pa je zavriniti. Če nadzorni organ druge države članice dvomi v ustreznost poslovanja investicijskega podjetja, lahko samo sproži ustrezne postopke pri Komisiji zoper državo članico, v kateri ima investicijsko podjetje sedež. Enak sistem velja tudi na področju drugih finančnih storitev, to je v bančništvu, zavarovalništvu in na področju investicijskih skladov. Temelje na področju investicijskih storitev je začrtala že ISD, ki je investicijskim podjetjem (to je pravnim in fizičnim osebam) omogočila izvrševanje temeljnih pravic iz pogodbe (PES), to je svobode

⁸⁴ MiFID je kratica, ki sicer izhaja iz angleškega prevoda »Market in Financial Instruments Directive«, in je hkrati mednarodno prepoznavna kratica za to direktivo, zato jo bom uporabljala v nadaljnjem tekstu.

⁸⁵ Tudi ISD je kratica, ki izhaja iz angleškega prevoda »Investment Services Directive«, hkrati pa je to mednarodno prepoznavna kratica za to direktivo, zato jo bom uporabljala v nadaljnjem tekstu.

opravljanja storitev in pa pravice do ustanavljanja na podlagi enotne licence. Sistem enotne licence zahteva, da vsako investicijsko podjetje v državi članici, kjer ima sedež oziroma glavno mesto poslovanja, pridobi dovoljenje za opravljanje storitev v skladu s standardi, ki jih postavlja direktiva (ISD oziroma MiFID), in to ne glede na to, ali namerava izkoristiti pravice iz enotne licence in ponujati storitve čez mejo ali ne.

ISD je postavila minimalne standarde na področju delovanja investicijskih podjetij, MiFID želi vzpostaviti sistem maksimalne harmonizacije pravil. Obseg MiFID je v primerjavi z ISD namreč bistveno širši in naj bi predvsem odpravil vse pomanjkljivosti oziroma ovire ISD. Pravni okvir ISD naj ne bi omogočal popolnoma prostega pretoka investicijskih storitev in s tem vzpostavitve učinkovitega notranjega trga za te storitve predvsem iz naslednjih razlogov: 1) zaradi premajhnega obsega harmonizacije pravil poslovanja oziroma minimalnih standardov, ki ne preprečujejo podvajanja nadzora subjektov na trgu s strani več držav članic in izvajanja nadzora pod različnimi standardi, 2) zaradi nezadostnega varstva potrošnikov, ki ne upošteva novih metod poslovanja, tržnih praks in s tem povezanih tveganj, 3) zaradi neurejenega statusa novih vrst investicijskih storitev, kot sta na primer investicijsko svetovanje in posredovanje v zvezi z blagovnimi finančnimi instrumenti in 4) zaradi neupoštevanja novih vrst trgovalnih platform, kot so na primer MTF ali sistematični internalizatorji,⁸⁶ ter njihove konkurence s standardiziranimi organiziranimi trgi (Raffan, 2006, str. 101). MiFID naj bi vse našteje pomanjkljivosti odpravila.

MiFID tako ureja nove standarde poslovanja investicijskih podjetij na trgih finančnih instrumentov, nove standarde glede urejenosti trgov finančnih instrumentov, nove standarde glede izvajanja nadzora s strani držav članic in sodelovanja pri opravljanju nadzora ter bo s 1. 11. 2007 razveljavila ISD. Ti novi standardi naj bi vlagateljem zagotovili visoko raven zaščite in investicijskim podjetjem omogočili opravljanje storitev v vsej Skupnosti kot notranjem trgu, na podlagi nadzora, ki bi ga opravljala matična država članica. Glavna področja, ki so urejena v MiFID, so: pogoji in postopki za izdajo dovoljenja investicijskemu podjetju ali t. i. postopek avtorizacije v matični državi članici (členi 5 do 15), pogoji poslovanja investicijskih podjetij (členi 16 do 30), pravice investicijskih podjetij na podlagi enotne licence (členi 31 do 35), pravila glede urejenosti poslovanja reguliranih trgov, vključno s pravili glede sprejema, umika ali odstranitve finančnih instrumentov v oziroma iz trgovanja, z dostopom do reguliranih trgov in ureditvijo sistema poravnave (členi 36 do 47), pravila glede imenovanja, pooblastil in delovanja pristojnih organov držav članic za namene te direktive (členi 48 do 55) ter pravila njihovega medsebojnega sodelovanja in sodelovanja s tretjimi državami (členi 56 do 63). Seveda pa MiFID določa tudi investicijska podjetja in investicijske storitve ter finančne instrumente, za katere se direktiva sploh uporablja.⁸⁷

Načelo vzajemnosti (ki temelji na podlagi opravljanja nadzora s strani domače države članice) tako zajema področje avtorizacije, to je izdaje dovoljenja za opravljanje dejavnosti investicijskim podjetjem ("home state authorization"), področje nadzora nad boniteto investicijskega podjetja ("prudential rules") in nadzora nad varnostjo in skrbnostjo poslovanja investicijskih podjetij ("conduct-of-business rules"). To pomeni, da morajo države članice v okviru postopka avtorizacije zagotoviti, da se licenca za opravljanje investicijskih storitev podeli le investicijskemu podjetju z zadostnimi začetnimi finančnimi sredstvi za nameravane aktivnosti, da imajo osebe, ki vodijo posle, zadostno strokovno znanje in izkušnje, da postanejo imetniki kvalificiranih deležev v teh podjetjih le primerne osebe in da investicijska podjetja izpolnjujejo organizacijske zahteve (v zvezi z učinkovito organizacijsko in administrativno ureditvijo, spremljanjem pravilnosti procesov, kontrolo izločenih dejavnosti ter vodenjem ustreznih

⁸⁶ Po členu 4(1), točka 8 MiFID je sistematični internalizator investicijsko podjetje, ki organizirano, pogosto in sistematično posluje za lastni račun tako, da izvaja naročila strank izven reguliranega trga ali MTF.

⁸⁷ Več o tem glej v drugem poglavju, v točki 2.2.

evidenc). V nadaljnjem teku poslovanja investicijske družbe morajo države članice zagotoviti stalen nadzor nad njihovim poslovanjem zlasti z namenom, da se zagotovi, da investicijska podjetja ves čas izpolnjujejo zahteve, ki so sicer potrebne za pridobitev licence (bonitetni nadzor) in da hkrati izvajajo vsa pravila glede varnega in skrbnega poslovanja. Slednje zajema nadzor nad izvajanjem vseh ukrepov glede preprečevanja nasprotij interesov, glede varstva potrošnikov oziroma zaščite vlagateljev (zlasti glede obveznosti, da se naročilo izvede pod pogoji, ki so za stranko najbolj ugodni ter da je investitor o transakciji ustrezno obveščen), glede pravilnega vodenja in izvrševanja naročil strank, glede objavljanja zahtevanih informacij o opravljenih transakcijah in glede vodenja ustreznih evidenc o strankah in o opravljenih transakcijah.

Bistvo načela vzajemnosti je, da imajo na podlagi teh standardov investicijska podjetja, ki pridobijo dovoljenje v matični državi, pravico do svobodnega opravljanja storitev in dejavnosti (člen 31 MiFID) in pravico do ustanovitve podružnice (člen 32 MiFID), vse pod nadzorom domače države članice, države članice gostiteljice pa teh pravic ne smejo omejevati. To med drugim zajema tudi dolžnost držav članic, da tem podjetjem zagotovijo dostop do reguliranih trgov (člen 33 MiFID) in dostop do sistemov obračuna in poravnave transakcij s finančnimi instrumenti (členi 34 do 35 MiFID). Država članica gostiteljica ima po MiFID določene pravice nadzora le do podružnice investicijskega podjetja po členu 32(7), in sicer glede zaščite vlagateljev, glede izvedbe naročil in načela izvršitve naročila pod najugodnejšimi pogoji za stranko in glede poročanja o sklenjenih transakcijah. S tem je v primerjavi z ISD nadzor države članice gostiteljice bistveno omejen.

Za resnično enoten trg investicijskih storitev pa so enako pomembna tudi pravila glede poslovanja reguliranih trgov, zlasti glede organizacijskih zahtev in glede vsebine potrebnih objav informacij o trgovanju, saj se le na ta način lahko zagotovi prava in učinkovita konkurenca med reguliranimi trgi finančnih instrumentov in se prepreči konkurenca, ki bi temeljila zgolj na razliki med zahtevami in pogoji za delovanje. Podobne zahteve, kot sicer veljajo za organiziran trg, zato iz istega razloga po novem veljajo tudi za trgovanje preko večstranskih sistemov trgovanja (MTF) in preko sistematičnih internalizatorjev, in sicer z namenom, da se zagotovi konkurenca med različnimi mesti trgovanja. Treba pa je poudariti, da je MiFID dokončno ukinila načelo koncentracije trgovanja na organiziranih trgih in omogočila izvajanje naročil na več mestih trgovanja, to je na organiziranih trgih, na MTF ali preko sistematičnih internalizatorjev. Razlike v ureditvi mest trgovanja kljub temu ostajajo z najširšim obsegom dejavnosti na organiziranih trgih. Dodati je treba, da načelo vzajemnosti in kontrole s strani domače države članice velja le za MTF in sistematične internalizatorje, medtem ko za organizirane (regulirane) trge ne velja. To pomeni, da organiziran trg na podlagi dovoljenja domače članice ne more poslovati tudi v drugih državah članicah Skupnosti, upravljavec MTF in sistematični internalizator pa lahko.

Podrobneje in celoviteje navedene standarde določata izvedbena predpisa, to je Uredba Komisije (ES) št. 1287/2006⁸⁸ in Direktiva Komisije 2006/73/ES.⁸⁹ Razlika med predpisoma temelji na njuni pravni obveznosti, in sicer je uredba neposredno uporabljiva, medtem ko je treba direktivo še implementirati v nacionalnih predpisih držav članic. S tem je tudi določena tematika obeh predpisov. V uredbi so tako podrobno in povsem usklajeno urejene podrobnejše zahteve po preglednosti trga in pravila, ki urejajo poročanje o transakcijah (ki sicer izhajajo iz določb

⁸⁸ Gre za Uredbo Komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi.

⁸⁹ Gre za Direktivo Komisije 2006/73/ES z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih družb ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive.

MiFID), in sicer z namenom, da se zagotavljajo enakovredni tržni pogoji in nemoteno delovanje trgov vrednostnih papirjev v Skupnosti in da se pospešuje učinkovito združevanje teh trgov. V direktivi pa so urejene tiste izvedbene določbe MiFID, za katere je potrebno, da se prilagodijo posebnostim trga in pravnega sistema v državi članici.

Uredba Komisije (ES) št. 1287/2006 tako določa vodenje evidenc o naročilih strank in izvedenih transakcijah, določa načine in vsebino poročanja o transakcijah finančnih instrumentov ter natančna pravila o objavi informacij v zvezi s trgovanjem s finančnimi instrumenti na reguliranih trgih, MTF ali pri sistematičnih internalizatorjih, in sicer objave informacij pred in po trgovanju. Uredba tudi podrobneje opredeljuje določene pojme, kot so sistematični internalizator, likvidna delnica, standardna tržna velikost in opredelitev nekaterih finančnih instrumentov. Še obsežnejša je izvedbena Direktiva Komisije 2006/73/ES, ki zajema vse ostale izvedbene določbe na podlagi MiFID. Gre za zelo podrobna navodila državam članicam glede njihovih obveznosti v zvezi s sprejemom izvedbenih predpisov. Navodila so že tako podrobna in natančna, da je manevrski prostor držav članic pri implementaciji v nacionalno zakonodajo in sprejemu izvedbenih predpisov zelo majhen. Direktiva Komisije 2006/73/ES tako zelo podrobno ureja organizacijske zahteve, ki jih morajo izpolnjevati investicijska podjetja (to je pravila za spremljanje skladnosti poslovanja investicijskih podjetij, pravila glede upravljanja s tveganji v zvezi z dejavnostmi investicijskih podjetij, pravila glede izvajanja notranje kontrole ter notranje in zunanje revizije poslovanja investicijskih podjetij, pravila glede odgovornosti višjega vodstva investicijskih podjetij in pravila v zvezi s preprečevanjem nasprotij interesov in vodenjem politike obvladovanja navzkrižij interesov). V zvezi z organizacijskimi zahtevami je podrobno urejeno tudi vsakršno izločanje dejavnosti ("outsourcing") ali zunanje izvajanje in pravila glede evidentiranja oziroma preprečevanja transakcij s finančnimi instrumenti za povezane osebe. V tem okviru pa je z vidika varstva investitorjev podrobno urejeno tudi načelo izločitve sredstev strank od sredstev investicijskega podjetja. Direktiva Komisije 2006/73/ES pa podrobno ureja tudi pogoje poslovanja investicijskih podjetij in med njimi pogoje, postopke in načine informiranja ter poročanja strankam. Poseben oddelek je posvečen podrobnejši razlagi glede najboljše izvršitve naročila stranke, ki določa kriterije najboljše izvedbe, podrobnejšim določilom o politiki izvajanja naročil ter podrobnejši razlagi primernosti storitev za stranke. V tem okviru direktiva ureja tudi vodenje evidenc in podrobneje ureja opravljanje storitev investicijskih raziskav in investicijskega svetovanja. Že kratek povzetek zahtev oziroma pravil kaže na to, kako podrobna in zahtevna je evropska zakonodaja na tem področju in kako zahteven bo postopek implementacije.

5.2.2 Druga sekundarna zakonodaja s področja investicijskih storitev

Pravila MiFID dopolnjujejo še drugi sekundarni predpisi, ki pomembno zaokrožajo nov sistem evropske zakonodaje na področju investicijskih storitev oziroma urejanja trgov finančnih instrumentov v EU. Nekateri predpisi, kot so predpisi v zvezi s ponujanjem investicijskih storitev na daljavo in preprečevanjem tržnih zlorab, neposredno zavezujejo tudi investicijska podjetja kot ponudnike investicijskih predpisov. Drugi predpisi, kot so predpisi v zvezi z objavo javne ponudbe za odkup vrednostnih papirjev in razkritjem informacij v zvezi z vrednostnimi papirji, bolj neposredno zavezujejo izdajatelje vrednostnih papirjev in upravljavce reguliranih trgov, investicijska podjetja pa le posredno. Določeni predpisi, kot so predpisi v zvezi s preprečevanjem pranja denarja, pa zavezujejo vse subjekte na trgu enako. V nadaljevanju so na kratko predstavljeni vsi navedeni predpisi.

MiFID področja ponujanja investicijskih storitev na daljavo ni uredila. To področje zato celostno, za vse finančne storitve, ureja Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2002/65/ES z dne 23. septembra 2002 o trženju finančnih storitev potrošnikom na daljavo in o spremembi

Direktive Sveta 90/619/EGS ter direktiv 97/7/ES in 98/27/ES (v nadaljevanju Direktiva 2002/65/ES). Direktiva določa obveznosti glede obveščanja potrošnika pred sklenitvijo pogodbe na daljavo (členi 3 do 5), pravice potrošnikov glede odstopa od pogodbe sklenjene na daljavo, vprašanje plačil za storitve v primeru odstopa (člena 6 in 7) ter vprašanje nenaročenih storitev (člen 9). Direktiva od držav članic zahteva, da vzpostavijo ustrezna in učinkovita pravna sredstva ter možnost izvensodnega reševanja sporov z namenom zagotoviti upoštevanje direktive v interesu potrošnikov (člena 13 in 14). Zelo pomembna pa je tudi kogentna določba⁹⁰ člena 12, ki določa, da se potrošniki ne morejo odpovedati pravicam, ki jim jih daje ta direktiva. Direktiva velja tudi za trženje investicijskih storitev potrošnikom na daljavo⁹¹ z določenimi izjemami. Glede obveščanja potrošnika pred sklenitvijo pogodbe na daljavo (člen 3(1)) Direktiva 2002/65/ES v členu 4(1) izrecno določa, da v primeru, če zakonodaja Skupnosti za določeno področje finančnih storitev določa poleg zahtev iz člena 3(1) še dodatne zahteve po poprejšnjih informacijah, se te zahteve še naprej uporabljajo. Tako se bo za investicijske storitve v tem pogledu uporabljala MiFID. Poleg teh obveznosti veljajo za investicijske storitve po členu 3(4) navedene direktive še obveznosti informiranja strank o pogodbenih obveznostih, ki jih je treba potrošniku sporočiti pred sklenitvijo pogodbe na podlagi prava, ki se bo (verjetno) uporabljalo za pogodbo. S tem je glede obveznosti ponudnikov investicijskih storitev, da potrošnikom pred sklenitvijo pogodbe na daljavo zagotovijo določene informacije, ustvarjena precejšnja zmeda in negotovost, zaradi česar posledično pravila Skupnosti ostajajo neharmonizirana. Poleg tega je za investicijske storitve drugače urejena tudi pravica do odstopa od pogodbe. Po členu 6(2), točka (a) potrošnik po direktivi nima pravice do odstopa od pogodbe, če se pogodba nanaša na finančne storitve, katerih cena je odvisna od nihanj na finančnem trgu, na katera ponudnik nima vpliva in ki lahko nastopijo v roku odstopa od pogodbe pri storitvah v zvezi z instrumenti denarnega trga, prenosljivimi vrednostnimi papirji, finančnimi terminskimi pogodbami in opcijami za nakup ali prodajo katerega koli instrumenta. To pomeni, da ureditev v Direktivi 2002/65/ES očitno ni najbolj primerna za urejanje investicijskih storitev. Zelo verjetno se bo to področje zaradi navedenih nejasnosti v prihodnosti še spreminjalo.

Z vidika obravnave področja investicijskih storitev je treba izpostaviti tudi Direktivo 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zlorabi trga) (v nadaljevanju Direktiva o zlorabi trga). Namen direktive je poenotiti zakonske zahteve in opredelitve držav članic glede zlorabe trga s ciljem izboljšati pravni okvir Skupnosti za zaščito integritete trgov finančnih instrumentov. Direktiva prepoveduje zlorabo trga, ki zajema prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij (členi 2 do 4), prepoved tržne manipulacije in prepoved razširjanja neresničnih oziroma zavajajočih informacij v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti (člen 5 v zvezi s členom 1(2)). Na tej podlagi Direktiva tudi nalaga obveznosti izdajateljem finančnih instrumentov v zvezi z razkrivanjem oziroma objavljanjem notranjih informacij, obveznosti poslovodstvu izdajateljev in z njim povezanih oseb, da razkrivajo informacije o osebnih transakcijah s finančnimi instrumenti ter finančnim analitikom oziroma drugim osebam, ki objavljajo finančne analize, da razkrijejo vse morebitne konflikte interesov (člen 6). Direktiva o zlorabi trga velja le v zvezi s tistimi finančnimi instrumenti, ki so sprejeti na organiziran trg v vsaj eni državi članici, ne pa tudi za ostale finančne instrumente (člen 9). To pomeni, da se za trgovanje z delnicami večine slovenskih podjetij, s katerimi se ne trguje na nobenem organiziranem trgu, te določbe ne uporabljajo.

⁹⁰ Kogentnost določbe pomeni, da države članice pri implementaciji direktive v nacionalno zakonodajo te določbe ne morejo obiti, spremeniti ali ji dati drugačnega pomena, kot ji ga daje Direktiva.

⁹¹ Kdaj je pogodba sklenjena na daljavo določa Direktiva, in sicer gre za tako pogodbo, kadar je kakršnakoli pogodba o finančnih storitvah sklenjena med ponudnikom in potrošnikom na podlagi organiziranega programa za ponujanje blaga ali storitev na daljavo, ki ga vodi ponudnik in ki za sklenitev navedene pogodbe uporablja izključno eno ali več sredstev za sporazumevanje na daljavo. Kot sredstvo za sporazumevanje na daljavo pa se šteje vsako sporazumevalno sredstvo, ki se lahko brez istočasne fizične navzočnosti ponudnika in potrošnika uporablja za trženje storitve na daljavo med tema strankama (to pomeni preko telefona, telefaksa, navadne pošte ali interneta).

Na podlagi Direktive o zlorabi trga je Komisija izdala štiri izvedbene predpise,⁹² od tega tri direktive in uredbo, ki urejajo naslednja področja. Direktiva Komisije 2003/72/ES ureja opredelitev obveznosti izdajateljev finančnih instrumentov glede določitve seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, opredelitev obveznosti obveščanja o transakcijah poslovnih oseb s finančnimi instrumenti ter opredelitev obveznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij glede vsebine, rokov in načinov obveščanja o sumljivih poslih. Direktiva Komisije 2003/124/ES ureja opredelitev vsebine notranjih informacij in sredstev oziroma rokov za razkritje notranjih informacij ter opredelitev tržne manipulacije. Direktiva Komisije 2003/125/ES pa v celoti podrobno ureja izdajanje in razširjanje priporočil, to je raziskav ali drugih informacij, s katerimi se neposredno ali posredno priporoča ali predlaga naložbena strategija glede enega ali več finančnih instrumentov. Zakaj so bile na podlagi Direktive o zlorabi trga sprejete tri izvedbene direktive namesto ene obsežnejše (kot je bila kasnejša praksa pri MiFID) ostaja neodgovorjeno in je verjetno posledica začetniških organizacijskih težav pri implementaciji druge ravni Lamfalussijevega procesa. Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 pa enotno za vse države članice določa pogoje, ki jih morajo izpolnjevati programi odkupa in stabilizacije finančnih instrumentov, da se lahko uvrstijo med izjeme, določene v členu 8 Direktive o zlorabi trga.

Glede na to, da je bila Direktiva o zlorabi trga prva, ki je šla v celoti skozi zakonodajni postopek skladno z Lamfalussijevim procesom, je tudi prva, kjer so bila izdana priporočila CESR na tretji ravni. CESR je 11. 5. 2005 izdal prvi set navodil in obvestil v zvezi s enakim izvrševanjem Direktive o zlorabi trga št. CESR/04-505b. Obvestilo je pravno nezavezujoče navodilo o tem, kaj se šteje za sprejete (dovoljene) tržne prakse, ki ne štejejo za tržno manipulacijo, kako se ugotavljajo take sprejete tržne prakse ter kaj se šteje za tržno manipulacijo. V njegovem okviru pa je tudi predlagano, da bi se za poročanje o sumljivih transakcijah na ravni Skupnosti uporabljal enoten obrazec, ki je navodilom že priložen skupaj z ustreznimi navodili za izpolnjevanje.

Med predpisi, ki pomembneje vplivajo na področje investicijskih storitev, je treba omeniti tudi Direktivo 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (v nadaljevanju Prospektna direktiva). Namen Prospektne direktive je bil izboljšati možnosti zbiranja kapitala na ravni Skupnosti, kar je bil tudi eden izmed ciljev FSAP. Bistvo Prospektne direktive je torej poenotenje zahtev za pripravo, odobritev in razdelitev prospekta za javno ponudbo ali sprejem vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu na ravni Skupnosti. Javne ponudbe niso dovoljene brez predhodne odobritve prospekta s strani pristojnega organa države članice. Izjeme so striktno določene. Direktiva določa vsebino in način predstavitve osnovnih obveznih informacij, ki morajo biti vključene v prospekt in v povzetek prospekta, ter države članice zavezuje, da uredijo odgovornost oseb za vsebino prospekta. Podrobneje vsebino prospekta določa Uredba Komisije (ES) št. 809/2004.⁹³

⁹² Izvedbeni predpisi so Direktiva Komisije 2004/72/ES z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta glede dovoljenih tržnih ravnanj, opredelitve notranjih informacij v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, sestave seznama o osebah z dostopom do notranjih informacij, poročanja o transakcijah poslovnih delavcev in obveščanja o sumljivih poslih, Direktiva Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije, Direktiva Komisije 2003/125/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s pravično predstavitvijo naložbenih priporočil in razkrivanjem nasprotij interesov ter Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta o izjemah za programe odkupa in stabilizacijo finančnih instrumentov.

⁹³ Gre za Uredbo Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj.

Ključna prednost novega sistema je, da je prospekt, ki ga odobri matična država članica, veljaven za javno ponudbo ali sprejem v trgovanje v poljubnem številu držav članic gostiteljic, pod pogojem, da matični organ o tem predhodno obvesti organ gostiteljice. Presežene pa so tudi jezikovne omejitve, saj se prospekt objavi le v jeziku matične države članice in pa v jeziku, ki ga sprejmejo pristojni organi vsake države članice gostiteljice ali v jeziku, ki je običajen na področju mednarodnih financ (po izbiri izdajatelja). To pomeni, da je celoten prospekt treba pripraviti v največ dveh jezikih. Države članice gostiteljice lahko zahtevajo le prevod povzetka prospekta v svoj jezik, za kar je odgovoren izdajatelj.

Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji (v nadaljevanju Direktiva 2001/34/ES) se tako od začetka veljavnosti Prospektne direktive uporablja le še za sprejem vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi, brez določb o objavi in vsebini prospekta. Direktiva 2001/34/ES tako ureja splošne pogoje o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo (členi 1, 2, 4 do 19), posebne pogoje za sprejem delnic (členi 42 do 59), posebne pogoje za sprejem dolžniških vrednostnih papirjev (členi 60 do 63) in obveznosti izdajateljev v zvezi z sprejemom njihovih vrednostnih papirjev v uradno kotacijo (členi 64 do 97).

Nadaljevanje prizadevanj Prospektne direktive glede razkritja informacij izdajateljev vrednostnih papirjev predstavlja Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta 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 (v nadaljevanju Transparentna direktiva). Transparentna direktiva tako določa obveznost glede razkritja informacij za tiste izdajatelje, s katerih vrednostnimi papirji se že trguje na reguliranih trgih. Te informacije vključujejo periodične informacije izdajatelja, in sicer obveznost obveščanja o letnih in polletnih računovodskih poročilih, vmesnih poročilih uprave in splošne informacije za imetnike njihovih vrednostnih papirjev. Zahteva pa se tudi vzpostavitev odgovornosti za vsebino teh poročil. Vključena je tudi obveznost vseh fizičnih in pravnih oseb glede poročanja o pridobitvi ali odsvojitvi kvalificiranega lastniškega deleža v izdajateljih vrednostnih papirjev, s katerimi se organizirano trguje. Enako kot Prospektna direktiva tudi Transparentna direktiva uvaja sistem enotnega nadzora s strani domače države članice glede objave zahtevanih informacij, in to ne glede na to, ali se s temi vrednostnimi papirji trguje tudi na trgu držav članic gostiteljic. Podobno kot Prospektna direktiva pa ureja tudi vprašanje, v katerem jeziku morajo biti objavljene zahtevane informacije. Direktiva sicer še ni implementirana v nacionalnih zakonodajah vseh držav članic (glej Tab. 2 in 3, na str. 2 in 3), čeprav je rok za implementacijo že potekel. Podrobneje zahteve iz Transparentne direktive ureja izvedbena direktiva Komisije,⁹⁴ ki pa je države članice še niso bile dolžne implementirati.

Predpis, ki sicer ne sodi med pomembnejše predpise, a tudi ureja področje investicijskih storitev, je Direktiva 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. maja 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Direktiva 98/26/ES). Direktiva ureja predvsem obveznost držav članic, da v nacionalnih zakonodajah zagotovijo izvršljivost nalogov za poravnavo v razmerju do tretjih oseb od trenutka, ko nalog v skladu s pravili delovanja sistema vstopi v sistem (člena 3 in 4). Trenutek vstopa v sistem mora biti v skladu z Direktivo opredeljen v pravilih posameznega sistema tako, da zagotavlja izvršljivost nalogov ne glede na insolventnost nalogodajalca (člen 7).

⁹⁴ Gre za Direktivo Komisije 2007/14/ES z dne 8. marca 2007 o določitvi podrobnih pravil za izvajanje nekaterih določb Direktive 2004/109/ES o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu.

Področje, ki sicer ni neposredno povezano z vzpostavljanjem notranjega trga za investicijske storitve, a nanj kljub temu vpliva, je področje preprečevanja pranja denarja. Evropska zakonodaja s tega področja ponudnikom investicijskih storitev postavlja dodatne zahteve pri ponujanju teh storitev, zato jo je treba omeniti. To področje sedaj ureja Direktiva 2005/60/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. oktobra 2005 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja in financiranje terorizma (v nadaljevanju Direktiva 2005/60/ES), ki je bila sprejeta kot nadgradnja Direktive 91/308/EGS⁹⁵ z namenom poiskati sodobnejše rešitve za izpostavljene probleme na področju pranja denarja. Njen cilj je preprečiti uporabo finančnega sistema za pranje denarja v skladu s sprejetimi mednarodnimi standardi⁹⁶ in hkrati poskrbeti, da se s tem ne ovira prost pretok kapitala oziroma storitev v Skupnosti. Direktiva 2005/60/ES od držav članic zahteva, da prepovedo pranje denarja in zavežejo finančne organizacije, da identificirajo svoje stranke, vodijo evidence, vzpostavijo notranje postopke za strokovno usposabljanje uslužbencev in zaščito pred pranjem denarja ter poročajo pristojnim organom o vsakem znaku pranja denarja. Ker pa je zadnja leta opazna potreba po širši opredelitvi pranja denarja, predvsem zaradi preusmerjanja nezakonitih ali celo zakonitih sredstev za namene terorizma, je bilo treba sprejeti preventivne ukrepe glede zbiranja sredstev ali lastnine za te namene. Direktiva 91/308/EGS je sicer predpisala obveznost identifikacije strank, vendar je predvidela sorazmerno malo podrobnosti o ustreznih postopkih. Zaradi ključne vloge tega vidika preprečevanja pranja denarja in financiranja terorizma v skladu z novimi mednarodnimi standardi je nova direktiva uvedla bolj specifične in podrobnejše določbe glede identifikacije in preverjanja strank in predvsem glede zahteve po natančni opredelitvi dejanskega lastnika. Direktiva 2005/60/ES se uporablja tudi za finančne ustanove (2. člen) in med njimi za investicijska podjetja, kot so opredeljena v členu 4(1), točka 1 Direktive 2004/39/ES. Direktiva je že veljavna, države članice pa jo morajo implementirati v nacionalnih predpisih najpozneje do 15. decembra 2007.

Na koncu pa je treba opozoriti tudi na pomen obeh kapitalskih direktiv, to je Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in o opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano) (v nadaljevanju Direktiva 2006/48/ES) in Direktive 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovano) (v nadaljevanju Direktiva 2006/49/ES). Direktivi sta smiselno povezani, čeprav se za investicijska podjetja uporablja načeloma le Direktiva 2006/49/ES. Ker se investicijska podjetja pri svojih poslih trgovanja soočajo z enakimi tveganji kot kreditne institucije, je smiselno, da se določbe Direktive 2006/48/ES na enak način uporabljajo tudi za investicijska podjetja. Namen direktive je uskladiti pravila o pooblastitvi in opravljanju dejavnosti investicijskih podjetij, predvsem z namenom, da se doseže uskladitev opredelitve lastnih sredstev investicijskih podjetij, določitev zneskov njihovega ustanovitvenega kapitala in vzpostavitev skupnega okvira za spremljanje tveganj, ki izhajajo iz poslovanja investicijskih podjetij. Vendar pa Direktiva 2006/49/ES ne vzpostavlja skupnih standardov, ki bi izhajali iz kapitalske ustreznosti poslovanja, zato se zaradi zagotavljanja enotnega okvira poslovanja finančnih institucij v Skupnosti in z namenom preprečevanja konkurence, ki bi izvirala zgolj in samo iz različnih zahtev zakonodaje, glede številnih vprašanj sklicuje na Direktivo 2006/48/ES (ki načeloma velja za kreditne institucije).

⁹⁵ Direktiva 91/308/EGS Sveta z dne 10. junija 1991 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja, spremenjena z Direktivo 2001/97/ES Evropskega parlamenta in Sveta, bo z dnem 15. 12. 2007, ko bo začela veljati Direktiva 2005/60/ES, prenehala veljati.

⁹⁶ Gre za priporočila Projektne skupine za finančno ukrepanje, t. i. Financial Action Task Force (FATF), ki predstavlja najpomembnejše mednarodno telo na področju boja proti pranju denarja in financiranju terorizma. Ker je FATF leta 2003 bistveno spremenila in razširila priporočila, je bilo treba direktivo Skupnosti uskladiti z novimi mednarodnimi standardi.

Predstavljena zakonodaja jasno in nedvomno postavlja precej višje enotne standarde poslovanja na ravni Skupnosti, kot smo jih bili vajeni doslej. Celoten sklop sprejete zakonodaje pa naj bi po predvidevanjih FSAP vzpostavil resnično enoten trg investicijskih storitev na ravni Skupnosti.

5.3 Predstavitev evropskih institucij na področju urejanja in nadzora trga finančnih instrumentov

Iz gornjega prikaza procesov na področju vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev je razvidno, da imajo enako kot na drugih področjih urejanja v Skupnosti, ključno vlogo v zakonodajnem procesu Evropski parlament, Svet in Komisija. Vodilno vlogo pri zagotavljanju, da zakonodajni procesi tečejo nemoteno, ima seveda Komisija, ki skrbi za pripravo predlogov predpisov in po njihovem sprejetju tudi za njihovo implementacijo. Ključno zakonodajno vlogo imata Evropski parlament in Svet, ki po postopku soodločanja sprejmeta vse okvirne predpise ter takoj za njima tudi Komisija, ki pripravlja in sprejema izvedbene predpise.

Ker je polje zakonodajnega urejanja, ki je v pristojnosti navedenih institucij, zelo široko in ker zahteva obsežna strokovna znanja, so določene pristojnosti na tem področju podeljene tudi drugim organom, bodisi neodvisnim strokovnim organizacijam bodisi posebnim strokovnim odborom, ustanovljenim v okviru organov EU. Njihova vloga je pomoč institucijam EU pri sprejemanju zakonodaje in kasneje pri nadzoru nad implementacijo sprejete zakonodaje v državah članicah.

Organizacije in odbori, ki bolj ali manj pomembno sodelujejo v zakonodajnih procesih na področju investicijskih storitev, so:

1) *Odbor za finančne storitve* je bil ustanovljen 18. 2. 2003 kot odbor z namenom svetovati in pregledovati delovanje Sveta in Komisije v vrsti zadev na področju finančnega trga.⁹⁷ Odbor je v bistvu prevzel naloge tedanje Skupine za politiko finančnih storitev, ki je Komisiji svetovala pri pripravi FSAP. Odbor ima naslednje naloge: omogočati medpodročno strateško presojo (ločeno od zakonodajnega postopka), pomagati opredeliti srednjeročno in dolgoročno strategijo za zadeve na področju finančnih storitev, obravnavati občutljive kratkoročne zadeve, ocenjevati napredek in izvajanje ter zagotavljati politične nasvete in pregledovati delovanje notranjih (to je enotnega trga, vključno z izvajanjem akcijskega načrta finančnih storitev) in zunanjih zadev (to je sodelovanja s Svetovno trgovinsko organizacijo). Odbor za finančne storitve sodeluje z drugimi odbori, in sicer o svojih ugotovitvah poroča Ekonomsko-finančnemu odboru ter redno izmenjuje mnenja o strateškem razvoju dogodkov, povezanih s finančnimi trgi, z Odborom za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta.

2) *Odbor stalnih predstavnikov* (v nadaljevanju *COREPER*) pripravlja ali usklajuje delo Sveta. Sestavljajo ga stalni predstavniki držav članic v Bruslju in njihovi namestniki. Znotraj *COREPER* deluje okoli 250 odborov in delovnih skupin, ki jih sestavljajo predstavniki držav članic, med njimi tudi Ekonomsko-finančni odbor. *COREPER* je odgovoren za pripravo dela Sveta in za izvajanje nalog, ki mu jih dodeli Svet (člen 207, točka 1 ES).

3) *Ekonomsko-finančni odbor* je bil ustanovljen 1. 1. 1999 na podlagi člena 114, točka 2 ES. Odbor deluje ne samo kot svetovalni odbor Sveta, ampak tudi Komisije in na njuno zahtevo ali na lastno pobudo pripravlja mnenja za ti dve instituciji. Sicer pa Ekonomsko-finančni odbor

⁹⁷ Odbor za finančne storitve je bil ustanovljen s Sklepom Sveta z dne 18. februarja 2003 o ustanovitvi Odbora za finančne storitve (2003/165/ES) (UL L 67, 12. 3. 2003, str. 17).

predvsem sodeluje pri pripravljanju dejavnosti Sveta, opravlja svetovalne in pripravljalne naloge, ki mu jih dodeli Svet, in najmanj enkrat letno preveri stanje glede prostega pretoka kapitala in plačil.

4) *Svet za ekonomske in finančne zadeve* (v nadaljevanju *ECOFIN*) tudi deluje v okviru Sveta. Gre za precej pomemben organ znotraj Sveta, saj ga sestavljajo ministri držav članic, ki so sicer pristojni za področje financ oziroma gospodarstva. ECOFIN pomaga Svetu pri načelnih usmeritvah na številnih področjih, predvsem pa pri koordinaciji ekonomskih politik, ekonomskem nadzoru, spremljanju proračunskih politik in javnih financ držav članic, pravnih, dejanskih in mednarodnih vidikov evra, obdavčitvi, finančnih trgih in kapitalskih tokovih.

5) *Odbor za ekonomske in monetarne zadeve* deluje kot stalni odbor v okviru Evropskega parlamenta. Poslanci Evropskega parlamenta namreč delujejo v dvajsetih stalnih odborih, ki so specializirani za določena politična področja. Osnovna naloga odborov je razprava o zakonodajnih predlogih Komisije ter priprava gradiv in poročil za plenarna zasedanja. Odbori zelo natančno pregledujejo evropsko zakonodajo in lahko predlagajo dopolnila v obliki poročil in osnutkov resolucij, o katerih nato glasujejo poslanci oziroma politične skupine. Sprejeta poročila tako odražajo uradna stališča Parlamenta.

6) *Odbor za vrednostne papirje (ESC)* je bil ustanovljen predvsem zaradi izvajanja nalog na drugi ravni Lamfalussijevega procesa.⁹⁸ Vloga odbora je v prvi vrsti svetovati Komisiji pri pripravi osnutkov izvedbenih predpisov na področju vrednostnih papirjev.

7) *Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (CESR)* je bil ustanovljen predvsem zaradi izvajanja nalog na drugi in tretji ravni Lamfalussijevega procesa.⁹⁹ CESR zaradi tega velja za vpliven organ, ki bo zlasti v sedanji fazi Lamfalussijevega procesa, ki se nagiba k tretji ravni, pridobival na veljavi. Čeprav mnenja, priporočila in standardi, ki jih CESR sprejema na tretji ravni niso zavezujoči, pa štejejo kot nekakšna ustaljena poslovna praksa ("soft law"). CESR sestavljajo vodilne osebe v nadzornih organih držav članic EU (tudi Norveške in Islandije),¹⁰⁰ ki sicer v državah članicah izvajajo nadzor nad izvajanjem predpisov s področja investicijskih storitev. CESR večino svojih nalog opravi s pomočjo strokovnih skupin, ki jih ustanovi z namenom, da se izpelje določen projekt, in jih nato po zaključku projekta razpusti. Trenutno sta za področje investicijskih storitev ustanovljeni dve strokovni skupini, in sicer ena za namen delovanja na drugi ravni in druga za namen delovanja na tretji ravni Lamfalussijevega procesa (obe sta le začasni). Namen strokovne skupine na tretji ravni je doseči kar največ na področju nemotene in usklajene implementacije novega pravnega sistema na področju investicijskih storitev, ki bo začel veljati z novembrom 2007. V okviru CESR delujejo trije stalni odbori, in sicer CESR-Pol, S&I in CESR-Fin. CESR-Pol je bil ustanovljen januarja 1999 z Multilateralnim sporazumom o medsebojnem sodelovanju in izmenjavi informacij, ki so ga podpisale članice CESR. Njegova naloga je zagotoviti učinkovito, smotrno in proaktivno izmenjavo informacij, predvsem z namenom izboljšati medsebojno sodelovanje in koordinacijo aktivnosti članic CESR na področju uveljavljanja evropske zakonodaje in nadzora subjektov na trgih finančnih instrumentov. Osrednji cilj CESR-Pol je zagotoviti hitrejši pretok informacij med posameznimi člani (nadzorniki v državah članicah), in s tem povečati transparentnost, pravičnost in celovitost evropskih trgov finančnih instrumentov, gledano na splošno. CESR-Pol predstavlja osrednji forum za splošna vprašanja glede uveljavljanja evropske zakonodaje in nadzora tržnih subjektov. Oktobra 2005 je CESR-Pol v svojem okviru ustanovil stalno delovno skupino za

⁹⁸ Več o tem glej v petem poglavju, v točki 5.1.2.

⁹⁹ Več o tem glej v petem poglavju, v točki 5.1.2.

¹⁰⁰ Po 1. členu Statuta CESR so države članice sicer zavezane, da bodo za člana CESR imenovale visokega uradnika s področja investicijskih storitev, vendar so v praksi to kar vodilni iz evropskih nadzornih organov trgov finančnih instrumentov.

nadzor in obveščanje, t. i. Skupino S&I, ki je bila ustanovljena z namenom, da skrbi za stalno in popolno izmenjavo informacij članic, predvsem preko vzpostavitve foruma za izmenjavo mnenj in izkušenj, ki izhajajo iz vsakodnevnega izvajanja nadzora subjektov na trgih finančnih instrumentov. CESR-Fin deluje na povsem drugem področju, in sicer skrbi za koordinacijo držav članic pri sprejemanju in uveljavljanju standardov finančnega poročanja.

8) *Strokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev* (v nadaljevanju *ESME*)¹⁰¹ je bila ustanovljena s strani Komisije z namenom, da ji svetuje pri analizi pravne usklajenosti okvira EU, primarno na področju vrednostnih papirjev, in pri prenosu tega okvira v nacionalno zakonodajo, da ji svetuje pri pripravi njenih poročil o uporabi različnih določb direktiv in izvedbenih predpisov na področju trgov vrednostnih papirjev in da ji na njeno pobudo strokovno svetuje o aktualnih vprašanjih na trgih vrednostnih papirjev v EU. Trenutno ga sestavlja dvajset strokovnjakov. ESME je bil ustanovljen na podlagi akcijskega načrta iz Bele knjige in predstavlja uresničevanje načela boljše ureditve. Kot je že bilo izpostavljeno v Beli knjigi, se bo prvi področni pregled usklajenosti vršil na področju vrednostnih papirjev. Zato je v prvi vrsti naloga ESME, da opravi pregled usklajenosti direktiv Skupnosti o vrednostnih papirjih glede na celoten sektor in da prouči ustrezno zakonodajo tako z vidika ponudnikov kot potrošnikov investicijskih storitev z namenom, da se identificirajo morebitne pravne negotovosti v pravnem sistemu, ki škodujejo delovanju finančnih trgov.

9) *Evropska centralna banka* je bila ustanovljena leta 1998 na podlagi člena 4a PEU kot samostojen in neodvisen organ v okviru EU. Institucije EU morajo spoštovati to načelo in na Evropsko centralno banko ne smejo poskušati vplivati. Njene poglobitve naloge so upravljanje evra (to je predvsem z vzdrževanjem stabilnosti cen na območju evra in s tem ohranjanjem kupne moči) ter oblikovanje in izvajanje gospodarske in monetarne politike EU. Po členu 105, točka 4 ES, je treba Evropsko centralno banko zaprositi, da svetuje glede vseh predlaganih aktov Skupnosti na področjih iz njene pristojnosti. Prav tako lahko ustreznim institucijam ali organom Skupnosti predloži mnenja o zadevah s področij iz njene pristojnosti. Ker vsi predpisi s področja investicijskih storitev sodijo v njeno področje, se morajo pristojne institucije EU pred sprejemom predpisa posvetovati tudi z Evropsko centralno banko.

10) *Evropski ekonomsko-socialni odbor* je naslednji organ, ki je bil prav tako ustanovljen na podlagi pogodbe Skupnosti in je pri svojem delovanju samostojen in neodvisen. Ustanovljen je bil že leta 1957 na podlagi člena 193 EGS (sedaj 257 ES). S Pogodbo iz Nice (točka 39) se je spremenila sestava odbora tako, da ga zdaj sestavljajo predstavniki različnih ekonomskih in socialnih komponent organizirane civilne družbe. Gre za predstavniške organizacije proizvajalcev, kmetov, delavcev, samostojnih poklicev, socialne ekonomije, potrošnikov in drugih nevladnih organizacij. Evropski ekonomsko-socialni odbor deluje kot posvetovalno telo, ki svetuje vsem ključnim institucijam Skupnosti pri sprejemanju predpisov (Evropskemu parlamentu, Svetu in Komisiji). Vendar pa institucije na področju investicijskih storitev niso dolžne pridobiti njegovega mnenja in tudi če ga, to ni zavezujoče, zato je njegov vpliv precej šibek.

11) *Strokovni forum potrošnikov finančnih storitev* (v nadaljevanju *FIN USE*) je Komisija ustanovila leta 2004 z namenom, da se pri vzpostavljanju notranjega trga finančnih storitev zagotovi tudi strokoven pogled potrošnikov finančnih storitev in s tem predvsem bolj aktivna vloga in večja vključenost potrošnikov v te procese. FIN USE sestavlja forum strokovnjakov s področja finančnih storitev iz EU, katerih naloga je identifikacija ključnih problemov v zvezi z

¹⁰¹ Strokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev je bila ustanovljena s Sklepom Komisije z dne 30. marca 2006 o ustanovitvi strokovne skupine za evropske trge vrednostnih papirjev za zagotovitev pravnega in ekonomskega svetovanja glede uporabe direktiv EU o vrednostnih papirjih (2006/288/ES).

enotnim trgom finančnih storitev z vidika potrošnikov kot tudi majhnih in srednjih podjetij ter izražanje stališč potrošnikov o zakonodajnih predlogih s tega področja. Vse to velja tudi za področje investicijskih storitev. Treba pa je izrecno poudariti, da FIN USE ne nadomešča vključenosti interesnih skupin potrošnikov v zakonodajne procese na ravni Skupnosti, ampak jih le dopolnjuje.

12) *Skupina za potrošnike finančnih storitev* (v nadaljevanju *FSCG*) je bila ustanovljena s strani Komisije z namenom, da bi se še povečala vloga potrošnikov v zakonodajnih procesih. *FSCG* je bila tako ustanovljena kot stalna podskupina v okviru že obstoječe Evropske posvetovalne skupine potrošnikov (*ECCG*). Skupino sestavljajo predstavniki potrošniških organizacij iz vsake države članice in predstavniki evropskih potrošniških organizacij. Namen *FSCG* je vzpostaviti forum za razpravo o politiki finančnih storitev in o zakonodajnih predlogih, ki so pomembni z vidika potrošnikov. Osnovni cilj skupine pa je doseči, da se tako ugotovljeni interesi potrošnikov upoštevajo pri oblikovanju politik oziroma pripravi predpisov na področju vrednostnih papirjev.

13) *Medinstitucijska nadzorna skupina* (v nadaljevanju *IIMG*) ima mandat vseh treh institucij (Evropskega parlamenta, Sveta in Komisije), da oceni napredek, ki izhaja iz izvajanja Lamfalussijevega procesa. Njena vloga je, da periodično poda oceno poteka Lamfalussijevega procesa in da identificira potencialna ozka grla oziroma zastoje v tem procesu. Sestavljena je iz šestih neodvisnih strokovnjakov, od katerih vsaka institucija imenuje po dva predstavnika. Do sedaj je *IIMG* izdala dve začasni poročili v zvezi z oceno Lamfalussijevega procesa na področju finančnih storitev in pred tem še tri poročila ločeno za področje vrednostnih papirjev.

Obsežen seznam zgoraj naštetih institucij, ki na evropski ravni sodelujejo v procesih vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev, le še dodatno potrjuje, da se v Skupnosti na tem področju pripravljajo politično pomembne in strokovno zahtevne spremembe. Glede na opisane funkcije lahko institucije razdelimo na tri skupine, in sicer na organizacije in odbore za strokovno podporo procesom (*CESR*, *ESC*, *ESME* in *IIMG*), organizacije in odbore za politično podporo procesom (Odbor za finančne storitve, *COREPER*, *ECOFIN* in Odbor za ekonomske in monetarne zadeve) in neodvisne odbore (*ECB*, Evropski ekonomsko-socialni odbor, *FIN USE* in *FSCG*). Po pomenu v zakonodajnem procesu na ravni Skupnosti izstopata *CESR* in *ESC*, v kontrolnem procesu pa *ESME* in *IIMG*. Ne glede na to, da se je *FSAP* zaključil in da se postopki končujejo na podlagi prizadevanj iz Bele knjige, lahko pričakujemo razmeroma trajen obstoj navedene strukture odborov in organizacij, ki bo na različnih (tudi novih) ravneh procesov dolgoročno vplivala na razvoj trgov vrednostnih papirjev v Skupnosti.

Z vidika celostne strukture institucij in odborov na področju finančnih oziroma investicijskih storitev je treba omeniti še mreži *FIN NET* in *SOLVIT*. Komisija je 1. 2. 2001 uvedla mrežni sistem *FIN NET*, ki ponudnikom in potrošnikom finančnih storitev iz držav članic Skupnosti omogoča, da spore, ki nastanejo iz naslova čezmejnega prenosa finančnih storitev rešijo izvensodno, hitro in učinkovito. Sistem je namenjen potrošnikom finančnih storitev, ki se v primeru spora o čezmejno opravljene finančni storitvi lahko obrnejo na sistem *FIN NET*, ki deluje v domači državi in ki jim bo dal informacije o ustrezni shemi za alternativno reševanje sporov, ki deluje v državi članici, iz katere je ponudnik storitve. Če se potrošnik odloči, da bo vložil pritožbo, jo lahko vloži kar pri nacionalni organizaciji v sistemu *FIN NET*, ki pritožbo nato posreduje pristojni tuji organizaciji. Ta bo skušala spor rešiti v skladu z veljavnimi pravili in ob upoštevanju Priporočila Komisije 98/257/EC z dne 30. marca 1998 o načelih, ki naj jih uporabljajo organi, odgovorni za izvensodno reševanje sporov s potrošniki. Mreža *FIN NET* predstavlja posebno obliko alternativnega reševanja sporov z mednarodnim elementom, vezano zgolj na EU in države enotnega gospodarskega prostora.

Z namenom izvensodnega reševanja sporov ponudnikov ali potrošnikov finančnih storitev z državo članico, ki izhajajo iz nepravilne ali sploh neuporabe zavezujočih evropskih predpisov s strani te države, je Komisija uvedla sistem SOLVIT.¹⁰² Gre za sistem nacionalnih SOLVIT centrov, ki delujejo v vsaki državi članici in so med seboj povezani s centralno bazo podatkov. Nacionalni SOLVIT centri so del javne uprave te države članice in delujejo brezplačno. Fizična ali pravna oseba iz zasebnega sektorja naslovi svoj problem na domači SOLVIT center, ki najprej preveri vlogo in jo zatem (če ustreza) objavi na uradni spletni strani in pošlje SOLVIT centru države članice, ki naj bi kršila evropsko pravo (t. i. vodilnemu SOLVIT centru). Vodilni SOLVIT center se mora nato v tednu dni odločiti, ali bo primer obravnaval ali ne. Cilj sistema SOLVIT je najti konkretne rešitve za konkretne primere v roku samo desetih tednov. S tem je vzpostavljen celovit in zaokrožen sistem, ki z organizacijske plati omogoča razvoj in vzpostavitev notranjega trga finančnih storitev ter s tem prost pretok teh storitev v Skupnosti.

5.4 Prikaz težav in nevarnosti v zakonodajnih procesih, ki spremljajo vzpostavljanje notranjega trga investicijskih storitev z vidika EU kot celote

Na evropski ravni se na področju vzpostavljanja notranjega trga za finančne storitve sedaj sočasno odvijata druga in vse bolj tretja faza Lamfalussijevega procesa, za investicijske storitve pretežno tretja faza. Ne glede na to, da se na evropski ravni odvija že druga polovica Lamfalussijevega procesa, pa je ta proces ogrožen s pravilno, pravočasno in popolno implementacijo že sprejete evropske zakonodaje v državah članicah. Slednje izpostavljata obe poročili IIMG, in sicer Prvo vmesno poročilo IIMG o kontroli Lamfalussijevega procesa z dne 22. 3. 2006 (v nadaljevanju Poročilo IIMG 2006) in Drugo vmesno poročilo IIMG o kontroli Lamfalussijevega procesa z dne 26. 1. 2007 (v nadaljevanju Poročilo IIMG 2007). Namreč zakonodajni procesi na ravni EU nimajo in ne morejo imeti zelenih učinkov in ne dosegajo zastavljenih ciljev, če države članice implementacije ne izvajajo pravočasno, pravilno in popolno.

5.4.1 Kontrola Lamfalussijevega procesa in identifikacija ključnih težav in nevarnosti v procesu

Z namenom kontrole Lamfalussijevega procesa na evropski ravni so institucije imenovale IIMG in ji podelile mandat za nadzor Lamfalussijevega procesa. Rezultati poročil te skupine kakor tudi drugih podobnih poročil¹⁰³ so ključnega pomena za izboljšanje procesov tako na evropski ravni kot tudi na ravni držav članic. Zato bi morale navedene ugotovitve pozorno spremljati tudi države članice.

Med problemi, zastoji in nepravilnostmi izvedbe Lamfalussijevega procesa je treba izpostaviti naslednje:

a) Preveč podrobno urejanje pravnih področij že na prvi ravni Lamfalussijevega procesa:

V praksi se pojavlja problem, da je mnogokrat že prva raven (okvirne direktive) preveč podrobno urejena, kar seveda pomeni, da je prostor urejanja na izvedbeni ravni bistveno ožji. Če je že prva raven preveč podrobno urejena, ne dopušča odzivnosti na drugi ravni. Namen

¹⁰² Gre za Priporočilo Komisije z dne 7. decembra 2001 o načelih za uporabo »SOLVIT« – sistema za reševanje problemov na notranjem trgu.

¹⁰³ Gre za periodična poročila (delovne dokumente) Komisije, in sicer Poročila o napredku na enotnem trgu finančnih storitev za obdobja 2004–2005 in 2006 ter Finančni integracijski monitor za leta 2004, 2005 in 2006.

štiristopenjskega Lamfalussijevega procesa je namreč ravno v tem, da se omogoči fleksibilno zakonodajno funkcijo na drugi ravni in hitro odzivnost na hitro spreminjajoče se razmere na finančnih trgih. Na primer v MiFID so pogoji poslovanja investicijskih podjetij, zlasti glede zaščite vlagateljev (člen 19), obveznosti izvedbe naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši (člen 21) in pravil o obravnavanju naročil strank (člen 22), prepodrobno določeni že na prvi ravni. Res je, da gre za nove parametre ravnanja, ki pomenijo temelj sprememb na področju investicijskih storitev, vendar pa ti novi parametri sploh še niso bili preizkušeni v praksi in v realnosti morebiti ne bodo učinkoviti oziroma ne bodo dosegali zastavljenih ciljev. S prepodrobnim urejanjem na prvi ravni je z določenih (že urejenih vidikov) onemogočena hitra reakcija Komisije na morebitne pomanjkljivosti, ki se bodo pokazale po 1. novembru 2007.

b) Problem dejanske razmejitev med vprašanjem načel, ki naj bi se urejala na prvi ravni, in tehničnih ukrepov, ki naj bi se urejali na drugi ravni:

IIMG predlaga, da se na drugi ravni urejajo izključno tehnični ukrepi, z izjemo tistih, ki so politično ali gospodarsko tako pomembni oziroma občutljivi, da je zanje bolj primerno, da se uredijo že na prvi ravni. V nobenem primeru pa se drugi ravni ne sme prepustiti ureditve vprašanj, ki pomembno vplivajo oziroma določajo področje oziroma okvir zakonodajnega urejanja. To morajo urediti direktive prve ravni (zato tudi okvirne direktive). Tako na primer ni bilo smiselno, da je MiFID izvedbeni direktivi prepustila podrobnejšo ureditev pomena investicijskega svetovanja (člen 52 Direktive 2006/73/ES), ki je v bistvu tehnična opredelitev, a je v politični in strokovni javnosti povzročila precejšnje nestrinjanje in razpravo. Druga raven namreč ni primerna za politično, ampak zgolj za strokovno razpravo glede predhodno politično usklajenih parametrov.

c) Prepodrobno urejanje na drugi ravni:

Enako kot to velja že na prvi, je tudi na drugi ravni nevarnost prevelike regulacije. Predvsem je pomembno, da se zakonodajni organi samokontrolirajo in na drugi ravni uredijo le tisto, kar je izrecno predvideno na prvi. To pa na drugi strani zahteva natančne in jasne izvršilne klavzule (to so pooblastila Komisiji za izdajo sekundarne zakonodaje na drugi ravni). Izvršilne klavzule na podlagi MiFID so sicer jasne, vendar tako široke, da Komisiji omogočajo sprejem izvedbenih ukrepov brez posebnih omejitev glede prepodrobnega urejanja. Komisija mora tako v okviru samokontrole odgovoriti na vprašanje, do katere mere je regulacija učinkovita in do katere mere je boljša samoregulacija (avtonomno urejanje s strani subjektov na trgu).

d) Ozko grlo pri prevajanju sprejete evropske zakonodaje, še zlasti zaradi širitve EU in povečanja števila jezikov unije na 21, od 1. 1. 2007 že na 23:

Ta vidik velja za vse tri ravni Lamfalussijevega procesa, ne samo za prvo in drugo raven. Vprašanje je sicer v prvi vrsti tesno povezano s pravočasno in pravilno implementacijo sekundarne zakonodaje v državah članicah. To pomeni, da je za pravočasno in pravilno implementacijo nujno, da se zagotovi pravočasen in pravilen prevod vseh evropskih predpisov prve in druge ravni kakor tudi vseh spremljajočih procesov. V drugi vrsti pa je enako pomembno, da so na voljo tudi pravočasni in aktualni prevodi glede procesov, ki tečejo na tretji ravni v okviru CESR.

e) Nevarnost, da Evropski parlament ali Svet Komisiji po določenem roku odvzame pooblastilo, da sprejeme ukrepe na drugi ravni Lamfalussijevega procesa oziroma problem t. i. "sunset clause" v predpisih prve ravni:

Vprašanje izvršilnih klavzul oziroma pooblastil Komisiji za izdajo predpisov na drugi ravni je že bilo obravnavano. Izvršilne klavzule z določenim rokom veljavnosti ("sunset clauses") so bile uvedene predvsem zaradi bojzani Evropskega parlamenta po preveliki politični moči Komisije. Slednje se je že uravnotežilo s slovesnimi izjavami Komisije Evropskemu parlamentu in tudi s spremenjenim postopkom komitologije na drugi ravni, to je regulativnim

postopkom s pregledom. Zato izvršilne klavzule z določenim rokom veljavnosti nimajo več smisla in tudi Evropski parlament se nagiba k ukinitvi teh rokov. Komisija je predvidela ukinitve omejenih rokov veljavnosti izvršilnih klavzul hkrati s spremembo predpisov zaradi spremenjenega postopka komitologije do konca leta 2007 (Evropska komisija, 2007, str. 6). Treba pa je poudariti, da je slednje edino smiselno tudi z vidika Lamfalussijevega procesa, ki zahteva fleksibilno zakonodajno funkcijo na drugi ravni, to je možnost, da se zakonodajalec pravočasno in učinkovito odzove na spremenjene razmere na finančnih trgih.

f) Nujnost paralelnega sprejemanja zakonodaje na prvi in na drugi ravni:

V praksi Komisija s sprejemom izvedbenih predpisov druge ravni čaka do sprejetja okvirne direktive na prvi ravni. Čas, ki poteče od začetka postopka za sprejem predpisov druge ravni do sprejema teh predpisov in kasneje še do implementacije predpisov prve in druge ravni v državah članicah, je zato občutno predolg in lahko že načenja smiselnost sprejete okvirne direktive. Zato je za učinkovit zakonodajni proces potrebno, da se postopki za sprejem predpisov druge ravni začnejo takoj, ko je osnutek okvirne direktive usklajen do te mere, da je možno začeti s prvimi posvetovanji. IIMG predlaga, da se pred sprejemom okvirnega predpisa lahko pripravijo vsi osnutki predpisov druge ravni, pri čemer pa se z dokončnimi predlogi teh predpisov in njihovim sprejemom počaka do uradnega sprejema okvirnega predpisa.

g) Opredelitev Komisije do predlogov svetovalnih in regulativnih odborov na drugi ravni:

Poudarja se, da bi morala Komisija, kadar sprejme osnutek, ki odstopa od mnenj regulativnih ali svetovalnih odborov, na to opozoriti oziroma se opredeliti do tega, zakaj je njen predlog drugačen. Glede mnenj ESC bo dilema v prihodnje rešena z novim postopkom komitologije, ki zahteva različen postopek za primer, ko se Komisija strinja oziroma se ne strinja s predlogi ESC. Drugače velja glede tehničnih nasvetov s strani CESR kot svetovalnega organa na drugi ravni, katerega stališč Komisija ni dolžna upoštevati. Zato bi bilo v bodoče primerno, da se Komisija opredeli do predlogov CESR v svojem končnem osnutku.

h) Premajhno sodelovanje med nadzornimi organi držav članic:

Med problemi izvedbe Lamfalussijevega procesa na tretji ravni se najbolj izpostavlja premajhno sodelovanje med nadzornimi organi držav članic. Za učinkovito delovanje tretje ravni, ki v veliki meri deluje na principu avtonomne regulacije, je tako ključnega pomena zaveza organov držav članic k medsebojnemu sodelovanju, pomoči in izmenjavi informacij. IIMG predlaga, da bi države članice domače nadzorne organe v nacionalnih predpisih zavezale k podpori evropskih procesov.

i) Zaostanki pri implementaciji evropske zakonodaje na nacionalno raven:

Vprašanje, zakaj države članice redno zamujajo pri implementaciji, ima več odgovorov. Na eni strani so roki res precej kratki, na drugi strani pa je obseg zakonodaje zelo velik. Kljub temu dolgi roki za implementacijo niso vedno rešitev. Treba je namreč upoštevati, da predolgi implementacijski roki lahko povzročijo nekonkurenčnost evropskih finančnih trgov in celo neaktualnost implementirane zakonodaje, zlasti to velja za tehnične ukrepe na drugi ravni, ki naj bi v največji meri odražali tržne razmere. IIMG opaža pozitivne učinke delavnic, ki jih Komisija organizira v zvezi z implementacijo evropskih predpisov, in predlaga, da se v bodoče te delavnice¹⁰⁴ organizirajo čim pogosteje.

j) Nevarnost dodajanja novih zahtev in ukrepov pri implementaciji evropske zakonodaje na nacionalni ravni ali t. i. "goldplating":

Za "goldplating" v slovenščini še nimamo ustaljenega izraza, direktni prevod bi vodil do pojma pozlatitev predpisov. Prevodi Bele knjige in nekaterih drugih evropskih predpisov

¹⁰⁴ V zvezi z implementacijo MiFID je Komisija od januarja 2005 organizirala kar sedem delavnic (Poročilo IIMG, 2007, str. 4).

govorijo o regulativnemu dodatku oziroma olepšavah. Za olepšave gre, kadar država članica pri implementaciji evropskega predpisa, ki je bil sprejet po načelu maksimalne harmonizacije, dodaja nove zahteve, ki jih evropski predpis ne določa. Ne velja pa, da gre za olepšave, kadar gre za predpis, ki omogoča različno implementacijo, kot na primer direktive, ki niso sprejete po načelu maksimalne harmonizacije. Zato, da bi se izognili dvomom, IIMG predlaga, da vsak evropski predpis (direktiva) jasno in nedvomno razkriva za kakšen predpis gre, torej ali gre za maksimalno harmonizacijo ali ne.

k) Ozko grlo pri prevajanju nacionalne zakonodaje, ki implementira sprejeto evropsko zakonodajo:

Trenutno je to vprašanje pereče predvsem z vidika izvajanja četrte ravni, to je kontrole Komisije nad implementacijo sekundarne zakonodaje. IIMG predlaga, da se Komisiji v prvi vrsti zagotovi dovolj finančnih sredstev za ažurne prevode implementacijskih predpisov, države članice pa poziva, da same vzpostavijo t. i. implementacijske tabele, iz katerih bo razvidno, v katerih aktih in katere določbe implementirajo evropske direktive, skupaj z ustreznim prevodom nacionalnih predpisov v enega od jezikov Komisije.

l) Pomanjkljivo in premajhno sodelovanje skupin oziroma predstavnikov potrošnikov storitev:

Razlogi, zakaj se interesne skupine potrošnikov finančnih (investicijskih) storitev aktivneje ne vključujejo v razpravo, so: pomanjkanje finančnih sredstev, nezmožnost oddati mnenja v kratkih rokih, pomanjkanje tehničnega znanja s področja prava in finančnih storitev in končno tudi neznanje jezika (saj je veliko dokumentov samo v angleškem jeziku). Za vzpostavitev notranjega trga investicijskih storitev je nujno sodelovanje vseh akterjev, tudi potrošnikov, zato je na ravni Skupnosti Komisija ustanovila naslednje odbore oziroma organizacije FIN USE, FIN NET in FSCG.

m) Prevelika regulacija finančnih storitev:

Vprašanje, ki se velikokrat zastavlja, je tudi, ali ni EU na ravni finančnih, seveda tudi investicijskih storitev, preveč podrobno uredila delovanja subjektov na trgu. Večina jih še vedno zagovarja vsaj določeno mero konkurence med regulativnimi sistemi (Wymeersch, 2005, str. 993). To pomeni, da je treba določena ožja področja dejavnosti pustiti manj urejena ali sploh neurejena z namenom, da se tam lahko oblikujejo novi finančni produkti in postopki ter seveda najbolj ustrezen regulativni sistem kot odziv na te novosti. Po drugi strani to ne pomeni deregulacije glede več ali manj standardiziranih storitev, kjer potrošniki zahtevajo varnost in zanesljivost. V tem primeru je treba zagotoviti vsaj minimalno harmonizacijo in s tem preprečiti izkoriščanje manj zahtevnega regulativnega okvira s strani ponudnikov na račun potrošnikov.

Kontrola Lamfalussijevega procesa omogoča stalno izboljšavo procesov in sprotno odpravo pomanjkljivosti. To pa je ključnega pomena tudi za vzpostavitev notranjega trga investicijskih storitev, saj omogoča ažurno identifikacijo pomanjkljivosti in zastojev v postopkih ter še pravočasno reakcijo. Čeprav gre za identifikacijo pomanjkljivosti procesov na evropski ravni, pa te ugotovitve niso nezanimljive za nacionalne procese. Menim, da bi jih države članice morale upoštevati pri oblikovanju procesov na nacionalni ravni.

5.4.2 Kontrola načel boljše ureditve po Beli knjigi

Komisija je z Belo knjigo izboljšala oziroma nadgradila Lamfalussijev proces še z načeli boljše ureditve. Ker je od sprejetja tega načela preteklo že več kot leto dni, je bilo tudi načelo boljše ureditve skupaj z nadzorom Lamfalussijevega procesa predmet nadzora IIMG.

IIMG v Poročilu IIMG, 2007 poudarja pomen ocene predhodnih in naknadnih učinkov sprejete zakonodaje in to na obeh ravneh (prvi in drugi). IIMG podpira ustanovitev neodvisnega Odbora za oceno učinkov (v nadaljevanju IAB), ki ga je Komisija ustanovila leta 2006 z nalogo ocene predhodnih učinkov predlagane zakonodaje. IIMG izrecno poudarja tudi potrebo po naknadni oceni učinkov, vendar ne posamično, ločeno za vsak predpis, ampak skupaj, gledano v celoti zakonodajo na določenem segmentu finančnih storitev.

5.4.3 Vloga prava v procesu vzpostavljanja notranjega trga

Eno izmed ključnih vprašanj, ki si jih je treba zastaviti v zvezi s predstavljenimi procesi, je vprašanje vloge prava v procesu vzpostavljanja notranjega trga. Iz gornjega pregleda je razvidno, da so zastavljeni cilji pretežno ekonomske (gospodarske) narave, izvedeni ukrepi pa pravne narave. Očitno je, da je vloga prava precejšnja. Cilji, ki so bili zastavljeni s FSAP, so izhajali predvsem iz takratne gospodarske situacije (razcvet finančnih trgov v osemdesetih, procesi za vzpostavitev monetarne unije in kasneje tudi globalizacija v devetdesetih, ob hkratnem razvoju komunikacijskih in informacijskih tehnologij), ki je v povezanem trgu finančnih storitev videla predvsem gospodarske prednosti. Do prevzema pobude s pravnimi ukrepi je prišlo, ko je te prednosti prepoznala politika in jih vključila v akcijske plane in druge strategije.

Primarni cilj zakonodajnega urejanja na ravni EU naj bi bil vezan na zagotavljanje in uresničevanje v pogodbah zastavljenih ciljev; ti pa so predvsem vzpostavitev notranjega trga s štirimi svoboščinami. To pomeni, da naj bi se z zakonodajnim urejanjem na evropski ravni zagotovilo, da ni več ovir na trgu ter da je zagotovljen prost pretok blaga, oseb, storitev in kapitala. Kljub temu pa se v okviru evropskih zakonodajnih prizadevanj na področju notranjega trga finančnih storitev očitno uresničujejo tudi drugi cilji. Predvsem gre za varstvo potrošnikov (investitorjev), za kar pa v PES ni direktne podlage. Gre za t. i. zaščitniško harmonizacijo ("protective harmonization").¹⁰⁵ Zato mora biti zakonodajna dejavnost (harmonizacija predpisov na evropski ravni) zadržana.

Na ravni Skupnosti, predvsem s strani Komisije, se je kot očitno najbolj učinkovito orodje za uresničevanje zastavljenih ciljev pokazala zakonodajna dejavnost. Vprašanje, ali je možno z zakonodajno dejavnostjo vplivati na razvoj finančnih trgov ali je to zgolj iluzija politikov, ostaja odprto. Ferran (Ferran, 2004, str. 9-57) trdi, da ne, ker je zakonodajna dejavnost pretežno usmerjena v varstvo investitorjev, nadzor ponudnikov in regulacijo trga nasploh, kar pa običajno ne vpliva pozitivno na razvoj in rast finančnih trgov oziroma trgov vrednostnih papirjev. V ekonomski znanosti je sicer potrjeno, da imajo močni trgi vrednostnih papirjev tudi dobro zakonodajo v zvezi z varstvom investitorjev (to je predvsem glede varstva pred zlorabami notranjih informacij na trgu in zahtev ustreznih razkritij izdajateljev vrednostnih papirjev). Ne glede na to pa ni mogoče trditi, da bi ustrezna zakonodaja na tem področju vplivala na razvoj močnega trga vrednostnih papirjev. Zato je vprašanje, ali se je na evropski ravni bolje ravnati po konkurenci predpisov in kasneje sprejeti tak evropski predpis oziroma sistem, ki se na trgih vrednostnih papirjev posameznih držav članic pokaže kot najbolj učinkovit, ali je bolje vnaprejšnje zakonodajno urejanje in usmerjanje trga.

¹⁰⁵ S tega vidika je pomembna Sodba z dne 5. oktobra 2000 v zadevi *Zvezna republika Nemčija proti Evropskemu parlamentu in Svetu EU*, C-376/98, Recueil, str. I-8419, poznana pod imenom »Tobacco Advertising«. V tej zadevi je SES poudarilo, da v PES ni podlage za sprejem smernice, ki ureja oglaševanje tobačnih izdelkov, ker varstvo javnega zdravja samo po sebi ne more biti predmet harmonizacije na evropski ravni, ampak le kot sestavni del ostalih politik Skupnosti. Ker omejitev oglaševanja tobačnih izdelkov ni potrebna za neposredno uresničevanje nobene od teh politik, ne sodi v okvir harmonizacije.

Z vidika EU, kjer države članice v odsotnosti harmoniziranega zakonodajnega pristopa hitro zapadejo v meje nacionalnega protekcionizma, je verjetno najboljši kombiniran pristop (Ferran, 2000, str. 53). Očitno je, da Lamfalussijev proces deluje dobro, kljub temu da so ukrepi, ki jih uresničuje, pretežno pravne narave. Poleg tega na ravni Skupnosti 27 držav članic z različnimi pravnimi sistemi in nacionalnimi interesi verjetno vzpostavitev enotnega trga investicijskih storitev ni mogoče prepustiti avtonomnim silnicam trga s prevladujočimi gospodarskimi interesi in razvoju v posameznih državah članicah s prevladujočimi nacionalnimi interesi. Skupnost lahko očitno te cilje bolje doseže le skupaj, s harmonizacijo pravil ravnanja na ravni Skupnosti. Ob močnem strokovnem sodelovanju tako lahko pričakujemo tehnično dobro in izvedljivo evropsko zakonodajo, ki bo upamo dosegla cilje in prinesla zastavljene rezultate. Potem bomo na ravni Skupnosti lahko govorili o doseganju ekonomskih ciljev s pravnimi ukrepi.

5.5 Primerjava procesov implementacije zakonodaje s področja investicijskih storitev med državami članicami

Proces vzpostavljanja enotnega (notranjega) trga investicijskih storitev in izpopolnitev vseevropskega trga za te storitve, ki je bil kot cilj zastavljen s FSAP, je po sprejetju evropske zakonodaje šele na pol poti. Nujen nadaljnji del tega procesa je implementacija evropske zakonodaje v nacionalnih predpisih držav članic, razen v primerih, ko so bile na ravni EU sprejete uredbe.

Med problemi vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev se tako po sprejetju obsežnega paketa zakonodaje vse bolj pojavljajo problemi pri implementaciji evropske zakonodaje v nacionalno zakonodajo. Komisija se je zato na podlagi Bele knjige zavezala, da bo redno spremljala implementacijo in vzdrževala spletno shemo prenosa direktiv sprejetih na podlagi FSAP v skladu z Lamfalussijevim procesom v nacionalno zakonodajo, to je t. i. implementacijske tabele. Države članice so namreč na podlagi določb v okvirni oziroma izvedbeni direktivi dolžne Komisijo nemudoma obvestiti o uskladitvi z direktivo (notifikacija). Uredbe niso predmet notifikacije, ker veljajo neposredno. Prvo implementacijsko tabelo je Komisija izdala glede stanja implementacije na dan 1. 4. 2007 (glej Tab. 2, na str. 2).

Iz Tabele št. 2 je razvidno, da sta bili do 1. 4. 2007 na področju investicijskih storitev uspešno implementirani že Direktiva o zlorabi trga s tremi izvedbenimi predpisi (Direktivami Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES) ter Prospektna direktiva. Iz tabele hkrati tudi izhaja, da je pri implementaciji zelo obsežnih in zahtevnih paketov zakonodaje, to je MiFID z izvedbenim predpisom (Direktivo Komisije 2006/73/ES) in Transparentne direktive, dne 1. 4. 2007 zamujala večina držav članic. Glede na to, da MiFID velja za temeljni predpis, na podlagi katerega naj bi se dosegel prost pretok investicijskih storitev v Skupnosti, je treba vprašanje njene implementacije podrobneje razdelati. Rok za implementacijo MiFID in Direktive Komisije 2006/73/ES v nacionalno zakonodajo je potekel že z 31. januarjem 2007. Iz Tabele št. 2 je razvidno, da so do 1. 4. 2007 implementacijo navedenih predpisov Komisiji v celoti notificirale le Irska, Romunija in Velika Britanija, samo implementacijo MiFID Litva ter delno implementacijo MiFID (ne pa tudi izvedbenih predpisov) Bolgarija, Ciper in Danska. Pri implementaciji MiFID je tako 1. 4. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji zamujalo kar 23 držav članic od skupaj 27, to je kar 85 %, oziroma če upoštevamo še tri države, ki so MiFID implementirale le delno, 74 %. Še slabše je bilo stanje glede implementacije izvedbene Direktive Komisije 2006/73/ES, ki so jo do 1. 4. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji implementirale le tri države članice, to pomeni, da direktive ni implementiralo kar 89 % držav članic. Podobno je bilo stanje glede Transparentne direktive, ki bi morala biti implementirana do 20. januarja 2007. Implementacije do 1. 4. 2007 Komisiji ni notificiralo kar 78 % držav članic. Glede na

takratno stanje se je ponovno postavilo vprašanje, ali bo treba rok za uveljavitev MiFID in izvedbenih predpisov še enkrat prestaviti.

Vprašanje veljavnosti MiFID in izvedbenih predpisov nikoli ni bilo zgolj tehnično vprašanje. Zaradi težav zakonodajalcev in industrije glede implementacije je bila njena veljavnost enkrat že prestavljena,¹⁰⁶ in sicer z 21. 6. 2006 na 31. 1. 2007. Poleg tega je bil predviden še dodatni prilagoditveni čas šestih mesecev za industrijo, kar pomeni, da MiFID in izvedbena predpisa (Direktiva Komisije 2006/73/ES in Uredba Komisije (ES) št. 1287/2006), začnejo veljati šele s 1. 11. 2007. Ponovna prestavitev rokov veljavnosti bi hudo zamajala temelje pravne varnosti v Skupnosti, saj so se določene države članice in industrija nanjo že temeljito pripravljale in so imele iz tega naslova že precejšnje stroške (kar je zlasti pomembno z vidika industrije, to je investicijskih podjetij). Po nekaterih mnenjih pa bi ponovna prestavitev uveljavitve lahko ogrozila tudi sam obstoj MiFID in izgubo vseh sprememb, ki naj bi jih prinesla (Economist, 2006, str. 13).

Dne 31. 7. 2007 je bilo jasno, da rok za uveljavitev MiFID in izvedbenih predpisov ne bo prestavljen. Iz naslednje implementacijske tabele Komisije z dne 31. 7. 2007 (glej Tab. 3, na str. 3) je namreč razviden že precejšen napredek. Do 31. 7. 2007 so tako implementacijo MiFID in izvedbene direktive v celoti notificirale Komisiji še Belgija, Danska, Francija in Luksemburg, samo implementacijo MiFID še Bolgarija in Slovaška, delno implementacijo MiFID še Latvija ter delno implementacijo izvedbene direktive še Litva, Latvija in Slovaška. Pri implementaciji MiFID je tako 31. 7. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji v celoti zamujalo še 17 držav članic od skupaj 27, to je sicer še vedno 63 %, oziroma če upoštevamo še dve državi, ki sta MiFID implementirali le delno, še 55 %. Kljub temu da implementacije MiFID še vedno ni implementirala več kot polovica držav članic, je MiFID do 31. 7. 2007 implementiralo za petino več držav članic kot do 1. 4. 2007. Prav tako se je do 31. 7. 2007 popravilo stanje glede implementacije izvedbene Direktive Komisije 2006/73/ES, saj je direktivo v celoti implementiralo že sedem držav, oziroma delno še tri države članice. To pomeni, da je pri implementaciji izvedbene direktive dne 31. 7. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji v celoti zamujalo še 74 %, oziroma če upoštevamo tudi delno implementacijo še 63 % držav članic. Podobno je bilo stanje glede implementacije Transparentne direktive, pri kateri je dne 31. 7. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji v celoti zamujalo samo še 48 % držav članic.

Kljub precejšnjemu napredku pri implementaciji, pa je stanje implementacije navedene zakonodaje do 31. 7. 2007 še vedno zaskrbljujoče. Namreč uveljavitev MiFID in izvedbenih predpisov (zlasti Uredbe, ki velja neposredno), ob hkratni neimplementaciji predpisov v številnih državah članicah, bi lahko načela temelje pravne varnosti v Skupnosti. Investicijska podjetja iz držav članic, ki bodo do 1. 11. 2007 že implementirala MiFID in izvedbeno direktivo, se bodo že morala prilagoditi novim standardom, vendar pa pravic iz tega naslova v državah članicah gostiteljicah, ki bodo z implementacijo zamujale, ne bodo mogla uveljaviti pod enakimi standardi. Ob tem pa ostaja ključno vprašanje, po katerih predpisih se bodo morale ravnati podružnice teh investicijskih podjetij v državah članicah gostiteljicah, ki predpisov ne bodo pravočasno implementirale.

Problem na evropski ravni ni rešljiv, saj je implementacija v pristojnosti držav članic, ki pa se očitno ne pripravljajo dovolj učinkovito. Med evropskimi nadzorniki je namreč le angleška Oblast za finančne storitve (Financial Services Authority, v nadaljevanju FSA) pripravila urnik posvetovanj in implementacije navedene zakonodaje, ostale pa ne. Po mnenju nekaterih praktikov taka nedejavnost pomeni katastrofo (Saluja, 2006, str. 25). Mnoge države članice nimajo nobenega plana za sprejem zakonodaje in kar je najslabše ne nameravajo izvesti nobenih

¹⁰⁶ Sprememba roka implementacije je bila sprejeta z Direktivo 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 5. aprila 2006 o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov.

predhodnih posvetovanj z industrijo (Saluja, prav tam). Investicijska podjetja čakajo na jasna pojasnila in predpise, ki jih morajo implementirati do 1. 11. 2007, pri čemer pa raziskave kažejo, da bo večina podjetij potrebovala najmanj 12 mesecev, da se bo uskladila z MiFID (McNay, 2007, str. 1). To je na vsak način zaskrbljujoče in le čas bo pokazal, kako se bo ta zapletena situacija rešila.

6. Kritična ocena procesov vzpostavljanja notranjega trga finančnih in investicijskih storitev – primerjava za Slovenijo

Slovenija je s 1. 5. 2004 postala polnopravna članica Skupnosti, zato mora enako kot druge države članice spoštovati pravila Skupnosti. Zakonodajna oblast mora tako pri sprejemanju predpisov na določenih področjih, na katerih so se države članice odrekle svoji suverenosti, spoštovati evropsko zakonodajo, in sicer tako, da zagotovi in omogoči, da so uredbe Skupnosti neposredno veljavne, da se direktive Skupnosti implementirajo v domači zakonodaji in da se spoštujejo odločbe Komisije, Sveta in SES. Zakonodajalec zato ne sme sprejeti nobenega predpisa, ki bi onemogočal uveljavitev evropske zakonodaje. Prav tako mora izvršilna oblast pri svoji dejavnosti v celoti spoštovati evropsko zakonodajo ter se na določenih področjih opreti tudi na obvestila in mnenja Komisije, ki sicer niso pravno zavezujoča, a usmerjajo uporabo evropske zakonodaje. Nenazadnje pa mora tudi sodna oblast pri odločanju upoštevati evropsko zakonodajo in sodno prakso SES.

Slovenija je tako od 1. 5. 2004 dalje kot polnopravna članica Skupnosti tudi del vseh procesov na področju vzpostavljanja notranjega trga finančnih oziroma investicijskih storitev. Čeprav je bil FSAP v času vstopa Slovenije v Skupnost že v izteku, pa to ne pomeni, da Slovenija ni dolžna implementirati vseh evropskih predpisov, ki so bili sprejeti v tem okviru. Nasprotno. Slovenija je dolžna aktivno sodelovati v vseh zgoraj opisanih procesih, to pomeni, da je dolžna v skladu s postavljenimi roki implementirati sprejeto evropsko zakonodajo na prvi in na drugi ravni, da je v okviru tretje ravni Lamfalussijevega procesa dolžna sodelovati v CESR ter na četrti ravni sodelovati s Komisijo, upoštevati njena stališča in ji poročati o stanju implementacije. Kljub navedenim obveznostim pa procesi na nacionalni ravni niso kopija evropskih procesov. V nadaljevanju bom zato predstavila procese, ki na področju vzpostavljanja notranjega trga finančnih oziroma investicijskih procesov, tečejo v Sloveniji, ocenila njihove učinke ter predvsem stanje implementacije evropske zakonodaje.

6.1 Prikaz izvedbenih procesov vzpostavljanja notranjega trga finančnih in investicijskih storitev v Sloveniji

Slovenija se je že v Deklaraciji o usmeritvah za delovanje Republike Slovenije v institucijah EU v letu 2006 (DeUDIEU06) zavzela za pristop k spremembam zakonodaje, ki bo že vnaprej v največji možni meri predvidel možne posledice na finančne institucije, njihove komitente in makroekonomsko okolje, za večji poudarek izboljšanju sodelovanja med nadzorniki finančnih trgov in za ukrepe, predvidene v Beli knjigi. Državni zbor Republike Slovenije je na seji dne 27. marca 2007 sprejel novo Deklaracijo o usmeritvah za delovanje Republike Slovenije v institucijah Evropske unije v obdobju januar 2007–junij 2008 (DeUDIEU0708), v kateri je med drugim zapisal, da bo na področju finančnih storitev prednostna naloga Skupnosti predvsem napredek pri strategiji za povezovanje evropskega trga finančnih storitev v obdobju 2005–2010. Slovenija bo v tem delu dala pri svojem delu prednost tistim predlogom, ki bodo ob upoštevanju obstoječega stanja vodili do povečevanja konkurenčnosti in učinkovitosti slovenskega finančnega sektorja in njegove povezanosti s finančnimi trgi Skupnosti in zunaj njega. Navedeno

je, da je Slovenija že podprla tudi ukrepe, predvidene v Beli knjigi, katerih glavni namen je nadaljnja integracija finančnih trgov, s poudarkom na izvajanju že sprejete zakonodaje in ukrepov. Slovenija pa se je tudi zavezala, da bo v prihodnosti vztrajala pri večjem poudarku na izboljšanju sodelovanja med nadzorniki finančnih trgov, ker meni, da se poenotenje pravil znotraj Skupnosti, ki so usmerjena k večjemu razvoju čezmejnih aktivnosti, lahko učinkovito izvaja le ob hkratnem boljšem sodelovanju nadzornikov. Glede nadaljnjega oblikovanja predpisov na ravni Skupnosti pa Slovenija podpira pristop Komisije glede presoje vpliva posameznega predpisa na delovanje finančnih trgov in usklajevanje z vsemi zainteresiranimi stranmi, da bi bila njegova implementacija izvrševanja v prihodnosti lažja. Pri zakonodajnih predlogih, ki šele bodo posredovani v obravnavo Svetu, se bo Slovenija aktivno vključila v postopek sprejema v čim zgodnejši fazi, pri podaji stališč na dokumente pa aktivno sodelovala tako s predstavniki nadzora finančnega sektorja kot tudi s predstavniki industrije.

V Sloveniji na področju finančnih storitev pri pripravi predlogov in stališč Slovenije sodeluje Delovna skupina za finančne storitve in prosti pretok kapitala, ki deluje v okviru Ministrstva za finance in ki je bila ustanovljena 29. 5. 2003. Njene naloge so: priprava stališč do predlogov Komisije, če je to pomembno za oblikovanje nadaljnjih stališč, obravnava vprašanj povezanih z izvajanjem pravnega reda Skupnosti, če to zahtevajo okoliščine posamezne zadeve, in priprava stališč za organ, ki bo Slovenijo zastopal v predsodnih in sodnih postopkih pred SES, ki so začeti zoper Slovenijo oziroma bi utegnili vplivati na interese Slovenije ter njenih državljanov.

Visoko in lepo zastavljeni cilji se žal ne odražajo s kakšnimi vidnimi procesi v praksi. Stališča in delovanje Delovne skupine za finančne storitve in prost pretok kapitala v evropskih procesih javnosti niso znana. Prav tako ni na področju finančnih storitev nobene strategije sodelovanja zakonodajalcev in industrije ali celo nadzornikov (Banke Slovenije, Agencije za trg vrednostnih papirjev ali Agencije za zavarovalni nadzor) in industrije. Prav tako ni znana nobena oblika sodelovanja s potrošniki. Proces vzpostavljanja notranjega trga finančnih storitev v Sloveniji tako v bistvu predstavljajo zgolj in samo implementacijo evropske zakonodaje v skladu z zahtevami Skupnosti in morebiti vključujejo kakšna interna posvetovanja za ta namen, ki pa javnosti niso znana. Proces jasno ne izkazuje nobenih usmeritev v smislu upoštevanja večnivojskega pristopa in postopkov sodelovanja, ki sicer izhajajo iz Lamfalussijevega procesa, kakor tudi ne upoštevanja načel boljše ureditve iz Bele knjige. Če ti procesi tečejo, bi bilo prav, da je javnost o njih obveščena na jasn in transparenten način, če pa ti procesi sploh ne tečejo, je to z vidika odnosa Slovenije do enega najpomembnejših procesov na ravni Skupnosti najmanj zaskrbljujoče.

6.2 Predstavitev ključnih slovenskih predpisov s področja investicijskih storitev

V okviru implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev so bili v Sloveniji sprejeti naslednji predpisi. Osrednji predpis je Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), ki že implementira novejšo evropsko zakonodajo in nadomešča do 11. 8. 2007 še veljavni Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). Pomembni pa so tudi Zakon o finančnih konglomeratih (v nadaljevanju ZFK), Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZNVP) in pa Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (v nadaljevanju ZPPDFT). Slovenski predpisi ne posnemajo sistematizacije evropskih direktiv, tako da ZTFI implementira osrednje evropske direktive s področja investicijskih storitev, ostali predpisi pa urejajo preostala področja.

6.2.1 ZTFI, ZTVP-1 in izvedbeni predpisi

Slovenija je s sprejemom ZTFI na seji Državnega zbora 12. 7. 2007 izpolnila večino obveznosti iz naslova implementacije novejših evropskih zakonodaj s področja investicijskih storitev, kar bo razvidno v nadaljevanju. ZTFI, ki je bil v Uradnem listu objavljen 27. 7. 2007, bo začel veljati 11. 8. 2007, v določenih segmentih skladno z MiFID 1. 11. 2007. S sprejetjem tega zakona se tudi v Sloveniji kompleksno, zaokroženo in skladno z evropsko zakonodajo povsem na novo ureja trge finančnih instrumentov. Z vidika razumevanja sprememb, ki jih prinaša sprejem ZTFI, pa je treba predstaviti tudi zakonodajo, ki v Sloveniji velja do 11. 8. 2007.

Slovenija je prvi predpis na področju urejanja trga vrednostnih papirjev sprejela 11. 2. 1994, in sicer Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP).¹⁰⁷ Pred tem je bilo področje primarnega trga vrednostnih papirjev, to je predvsem zbiranje kapitala z izdajo vrednostnih papirjev, urejeno z bivšimi zveznimi predpisi,¹⁰⁸ ki so se v skladu z ustavnim zakonom uporabljali kot republiški predpisi. Ti predpisi že leta 1994, ko je bil sprejet ZTVP, niso ustrezali potrebam gospodarstva in niso sledili razvoju trgov kapitala, predvsem glede sprememb v lastniški strukturi (iz družbene v zasebno lastnino). Zakonska ureditev sekundarnega trga vrednostnih papirjev pa sploh ni bila ustrezna, saj predpisov, ki bi se nanašali na poslovanje nebančnih borznoposredniških družb sploh ni bilo (Belič, 1994, str. 14). Takratni namen zakona je bil predvsem omogočiti nadaljnji razvoj trga vrednostnih papirjev, zagotoviti njegovo stabilnost ter povečati stopnjo informiranosti in pravne varnosti vseh udeležencev na trgu (Belič, 1994, str. 14).

Z današnje perspektive se zdi ZTVP skromen, nezahteven in premalo izpopolnjen predpis. V takratnih razmerah "divjega zahoda" pa je prinesel določeno zelo potrebno stopnjo pravne urejenosti in varnosti. V komaj 202 členih je urejal ključna področja poslovanja na trgu vrednostnih papirjev. ZTVP je uredil javno ponudbo vrednostnih papirjev, in sicer je določil, da se prva prodaja vrednostnih papirjev, razen izjemoma, lahko opravi le na podlagi javne ponudbe (člen 4(1)), da mora izdajatelj obvezno izdati prospekt za javno ponudbo (člen 13(1)) in pred objavo pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (člen 6(1)), ki tudi sicer opravlja nadzor nad ponudbo (člen 35). ZTVP, ki je bil še izrazito nacionalno usmerjen predpis, je tudi določal, da lahko ponudbo vrednostnih papirjev tujega izdajatelja ponudi samo borznoposredniška družba oziroma banka, ki ima slovensko dovoljenje za opravljanje poslov (člen 30). ZTVP je že takrat določil, da lahko posle z vrednostnimi papirji, ki so bili javno ponujeni, opravljajo le borznoposredniške družbe in banke (to je pooblaščenici udeleženci trga vrednostnih papirjev) (člen 37(1)), ki morajo pridobiti dovoljenje Agencije (člen 45). V tem okviru je določil tudi že prve pogoje za pooblaščenice udeležence, in sicer, da morajo imeti zagotovljen potrebni osnovni kapital (člen 40), da morajo posle opravljati le borzni posredniki (člen 48), da morajo voditi knjigo naročil (člen 50) in da morajo odpreti poseben račun vrednostnih papirjev in denarnih sredstev, na katerih ločeno od svojih stanj izkazujejo stanja vrednostnih papirjev in denarna stanja strank (člen 51). ZTVP je uredil tudi poslovanje na organiziranih trgih, to je status in dejavnosti borze, članstvo na borzi, opravljanje poslov prek borze ter njihov nadzor (členi 73 do 104), kakor tudi poravnavo poslov v zvezi z vrednostnimi papirji (členi 108 do 141). ZTVP je že takrat uvedel načelo koncentracije trgovanja, ki se je obdržalo do danes. To pomeni, da so morali pooblaščenici udeleženci naročilo za nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev, s katerimi se je organizirano trgovalo, obvezno izvršiti preko organiziranega trga, borze (člen 85). ZTVP pa je prvič in zelo osnovno določil tudi prepovedana

¹⁰⁷ Gre za Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).

¹⁰⁸ Gre predvsem za Zakon o vrednostnih papirjih (Uradni list SFRJ, št. 64/89 in 29/90) s podzakonskim predpisom Pravilnikom o pogojih za dajanje dovoljenj za izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev ter za delo trga kapitala in udeležencev na trgu kapitala (Uradni list SFRJ, št. 68/90) in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala (Uradni list SFRJ, št. 64/89).

dejanja na trgu, to je prepoved tržne manipulacije (člen 55) in prepoved zlorabe notranjih informacij (členi 142 do 144). S sprejemom ZTVP pa je bila ustanovljena tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATPV), ki je bila pooblaščenca za nadzor nad poslovanjem borzno-posredniških družb in bank v zvezi s posli z vrednostnimi papirji (člen 61). S tem so bili v Sloveniji postavljeni temelji ureditve trga vrednostnih papirjev in poslovanja udeležencev na tem trgu, ki so se v nadaljevanju samo še nadgrajevali in izpopolnjevali. Pomembno je dodati, da ZTVP čezmejnega poslovanja, ki je bistvo kasnejših sprememb pod vplivom evropske zakonodaje, sploh še ni urejal.

Preteklo je kar nekaj časa preden je Slovenija dobila ustrežnejši, modernejši in predvsem predpis, ki je sledil razmeram na trgu. 13. 7. 1999 je bil sprejet nov Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1),¹⁰⁹ ki z obsežnejšimi spremembami velja še do 11. 8. 2007. Njegova vsebina je bila bistveno drugačna od ZTVP. Za začetek je ZTVP-1 precej obširneje uredil prvo javno ponudbo vrednostnih papirjev (členi 15 do 40), predvsem postopek prve javne prodaje vrednostnih papirjev, vsebino in način objave prospekta in drugih pogojev s tem v zvezi. Dodana je bila določba o začetku organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji, za katere je bila javna ponudba uspešna. ZTVP-1 je povsem na novo uredil dovoljenje za organizirano trgovanje in nadaljnjo javno prodajo vrednostnih papirjev (členi 55 do 61). Povsem na novo je bilo urejeno tudi vprašanje transparentnosti poslovanja javnih družb, to je družb s katere vrednostnimi papirji se organizirano trguje, in sicer preko zahtev o poročanju, to je predvsem s predložitvijo letnih poročil in poročanja o pomembnih poslovnih dogodkih (členi 62 do 70). Z vidika investicijskih storitev je bistveno, da je ZTVP-1 opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji uredil ločeno, v petem poglavju, in v njegovem okviru tudi pogoje in postopke za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev (členi 90 do 95). Dodana pa je bila tudi prepoved, da nihče drug razen pooblaščenih oseb, ki pridobijo dovoljenje ATPV, ne sme opravljati storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (člen 76). V navedenem okviru je ZTVP-1 uredil pravila poslovanja borzno-posredniških družb, in sicer od organizacijske oblike, dejavnosti, osnovnega kapitala in imetnikov njenih kvalificiranih deležev do pogojev, dolžnosti in odgovornosti članov uprav in nadzornih svetov ter drugih tehnično organizacijskih pogojev za opravljanje storitev (členi 77 do 91), vključno s pogoji za borzne posrednike (členi 108 do 112). Povsem na novo so bila vključena poglavja o obvladovanju tveganj, kapitalski ustreznosti, izpostavljenosti, likvidnosti ter ukrepi spremljanja tveganj in zagotavljanja kapitalске ustreznosti. Na novo pa je bilo urejeno tudi celotno poglavje o varnem in skrbnem poslovanju borzno-posredniških družb, v katerem je ZTVP-1 določil skrbnost ravnanja, predvsem z vidika varstva vlagateljev (to je vsebine in pisnosti pogodb, preprečevanja nasprotij interesov, načina izvrševanja naročil strank, vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, poročanja strankam, vodenja ustreznih evidenc, hrambe idr.) (členi 134 do 180). ZTVP-1 pa je obširneje uredil tudi pravila trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, skupaj z določbami o ustanovitvi in pogojih poslovanja borze vrednostnih papirjev, o izpolnjevanju obveznosti iz poslov, sklenjenih na organiziranem trgu, in določbami o ustanovitvi in pogojih poslovanja klirinško depotne družbe. Novo je bilo tudi posebno poglavje namenjeno prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij. Ohranjene in še nekoliko bolj obširne so bile določbe o delovanju, postopkih in ukrepih ATPV.

ZTVP-1 pa je uvedel tudi različno obravnavanje borzno-posredniških družb iz držav članic Skupnosti in iz tujih držav, pri čemer so bili pogoji manj strogi za borzno-posredniške družbe iz držav članic. V tem okviru je ZTVP-1 obširneje uredil javno prodajo vrednostnih papirjev izdajatelja s sedežem v državi članici oziroma tujini (členi 42 do 49) in med pooblaščenca udeležence trga vrednostnih papirjev uvrstil tudi podružnico tuje borzno-posredniške družbe, ki za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje ATPV, in borzno-posredniške družbe države članice, ki v skladu z zakonom ustanovi podružnico v Sloveniji oziroma je pooblaščenca za neposredno opravljanje storitev (člen 75). To je bila popolna novost, sprejeta že v luči

¹⁰⁹ Gre za Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

približevanja članstvu v Skupnosti in sprejemanja t. i. "aquis communautaire". Tako je ZTVP-1 ob upoštevanju možnosti čezmejnega poslovanja uredil tudi pogoje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji domačih borznoposredniških družb izven Slovenije (členi 96 do 100), pogoje za opravljanje storitev borznoposredniških družb držav članic v Sloveniji bodisi prek podružnice bodisi neposredno (členi 101 do 104) in ločeno še pogoje za opravljanje storitev tujih borznoposredniških družb v Sloveniji (členi 105 do 107). Ob tem je treba dodati, da so te določbe že vključevale pravice iz enotne licence tako za domače borznoposredniške družbe, ki so želele poslovati v državah članicah Skupnosti, kot za borznoposredniške družbe iz držav članic, ki so želele poslovati v Sloveniji, čeprav Slovenija takrat še ni bila članica Skupnosti. Z vidika približevanja EU pa je bilo dodano tudi novo poglavje o sodelovanju ATVP z nadzornimi organi držav članic Skupnosti (členi 181 do 184).

ZTVP-1 je bil dvakrat pomembneje spremenjen. Prvič 5. 8. 2004 z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1A).¹¹⁰ Najpomembnejša novost je bila uskladitev z evropsko zakonodajo, predvsem s področja trgov vrednostnih papirjev in zlorabe trga. Z ZTVP-1A so bile tako dopolnjene določbe o pridobitvi kvalificiranega deleža, o sklenitvi delničarskega sporazuma, o pogojih in dolžnostih za člane uprav borznoposredniških družb, o prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij in o prepovedi tržne manipulacije. V luči članstva Slovenije v EU pa so bile na novo opredeljene tudi nekatere obveznosti ATVP glede sodelovanja z nadzornimi organi drugih držav članic oziroma z organi Skupnosti. Poleg tega so bili podrobnejše in predvsem modernejšje opredeljeni izvedeni finančni instrumenti. Zelo pomembna novost, ki jo je prinesel ZTVP-1A, pa je bila tudi nova obveznost borznoposredniške družbe, da se vključi v shemo izvensodnega reševanja sporov s potrošniki (člen 387. a). Drugič je bil ZTVP-1 pomembneje spremenjen 17. 3. 2006 z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1B).¹¹¹ Te spremembe so bile sprejete predvsem zaradi uskladitve s Prospektno direktivo.

Treba je dodati, da je ZTVP-1 dopolnjevalo (oziroma bo še naprej dopolnjevalo ZTFI do sprejema novih podzakonskih predpisov) kar 36 podzakonskih predpisov, ki jih je za izvrševanje zakona sprejela ATVP. Med pomembnejšimi je treba omeniti Sklep o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih za poslovanje s strankami in premoženjem strank borznoposredniških družb, ki je določil predvsem organizacijsko tehnične zahteve za poslovanje borznoposredniških družb na podlagi člena 89 ZTVP-1. Drug pomemben predpis ATVP je Sklep o opravljanju storitev z vrednostnimi papirji, s katerim je ATVP po členu 180 ZTVP-1 pomembneje določila pogoje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Z vidika nadzora ATVP pa je pomemben tudi Sklep o poročanju borznoposredniških družb, sprejet na podlagi člena 198 ZTVP-1, ki podrobneje določa zahteve po poročanju borznoposredniških družb ATVP.

Zasnova ZTVP-1 je tako v bistvenem ostala enaka skoraj sedem let. Vendar pa, kot bo prikazano v nadaljevanju, slovenski trg finančnih instrumentov čakajo obsežne spremembe zaradi uskladitve z Direktivo 2004/39/ES (MiFID) in z Direktivo 2004/109/ES (Transparentno direktivo), kakor tudi z novima direktivama o kapitalskih zahtevah in upravljanju tveganja.¹¹² S tem namenom je bil v Sloveniji sprejet Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), ki bo nadomestil sedaj veljavni ZTVP-1. ZTFI na temelju maksimalne harmonizacije, ki jo zahteva MiFID, ureja vse novosti, ki jih prinaša MiFID in hkrati ohranja določene institute iz ZTVP-1, ki so skladni z novo zakonodajo. Stanje harmonizacije je podrobno obdelano v nadaljevanju. V

¹¹⁰ Uradni list RS, št. 86/04.

¹¹¹ Uradni list RS, št. 28/06.

¹¹² To sta Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij in Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij.

pregled pa niso zajeti podzakonski predpisi, ki jih bo na podlagi ZTFI morala izdati ATPV do 11. 11. 2007.

ZTFI tako osrednjo tematiko vezano na investicijske storitve ureja v četrtem do osmem poglavju. Bistvene spremembe so enake, kot so izpostavljene že pri prikazu MiFID, to je v poglavju 5.2.1. V prvi vrsti gre predvsem za lažje čezmejno poslovanje domačih investicijskih podjetij in omejen nadzor domačega nadzornega organa nad poslovanjem investicijskih podjetij iz držav članic Skupnosti, ki v Sloveniji želijo investicijske storitve opravljati neposredno ali preko podružnice. V drugi vrsti gre za nov način poslovanja investicijskih podjetij, zlasti glede izvrševanja naročil pod najboljšimi pogoji za stranko, vodenja politike izvajanja naročil, pojasnilnih obveznosti borznoposredniške družbe v zvezi z oceno primernosti storitve za stranko ter razvrščanja strank na profesionalne, neprofesionalne in primerne stranke. V tretji vrsti pa gre za vse novosti glede preglednosti in celovitosti trga. Podobno kot doslej ZTVP-1, tudi ZTFI ureja vprašanja glede statusnega ustroja in upravljanja borznoposredniških družb, preprečevanja nasprotij interesov, pogojev in zahtev za borzne posrednike, vsebine pogodb v zvezi z investicijskimi storitvami ter vodenja evidenc in hranjenja dokumentacije. Podrobneje so spremembe in analiza sprememb razvidne iz poglavja 6.4.2 in Tabele št. 8 (glej Tab. 8, na str. 14–33), zato več o navedenih spremembah v nadaljevanju.

6.2.2 *Druga zakonodaja s področja investicijskih storitev*

Gledano z vidika evropske zakonodaje je obseg direktiv, ki jih implementira ZTVP-1 oziroma v bodoče ZTFI, precejšen. ZTVP-1 in še zlasti ZTFI urejata praktično celotno področje trgov vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov, to je od regulacije investicijskih storitev in ponudnikov teh storitev do regulacije izdaje prve in vseh nadaljnjih javnih ponudb za prodajo vrednostnih papirjev in regulacije organiziranih trgov ter denarne in papirne poravnave poslov, sklenjenih na teh trgih. Zajete pa so tudi vse določbe o preprečevanju zlorab na trgih in razkrivanja pomembnih podatkov. Tako izven ZTVP-1 oziroma ZTFI ožje področje investicijskih storitev urejajo še naslednji zakoni.

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP) je bil prvič sprejet šele 8. 4. 1999. Do danes je doživel samo eno spremembo, to je 9. 11. 2006 z Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (v nadaljevanju ZNVP-A).¹¹³ ZNVP je bil sprejet z namenom dematerializacije vrednostnih papirjev in vzpostavitve učinkovitega trga vrednostnih papirjev s spremembami, ki jih je prinesel kasneje še ZTVP-1. Dematerializacija vrednostnih papirjev je prinesla zamenjavo dotedanjšega papirnatega nosilca pravic z elektronskim nosilcem pravic, s čimer pa se vsebina (pravna narava) pravic ni spremenila. To je pomenilo bistvene spremembe pri nastanku (izdaji) in prenosu pravic iz vrednostnega papirja (Plavšak, 1999, str. 617). Bistvena novost ZNVP je bila tudi uvedba centralnega registra vrednostnih papirjev, ki je centralna informatizirana baza podatkov, v katero se vpisujejo pravice iz nematerializiranih vrednostnih papirjev, vsakokratni imetniki teh pravic ter morebitne pravice tretjih oseb na vrednostnih papirjih (člen 3(1)). Vodi ga klirinško depotna družba, ustanovljena po ZTVP-1, ki opravlja storitev izračuna, izravnave in zagotavljanja izpolnitev, nastalih iz poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenih na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. ZNVP je določil, da so izdajatelji serijskih vrednostnih papirjev, katerih prva prodaja je bila opravljena po postopku javne ponudbe po ZTVP-1 dolžni izdati nematerializirane vrednostne papirje. Tako dolžnost je določil tudi za banke, zavarovalnice, borznoposredniške družbe in družbe za upravljanje, in to ne glede na to, ali je bila prva prodaja njihovih delnic sploh opravljena (člen 7). ZNVP pa je tudi določil, da klirinško depotna družba v imenu in za račun izdajateljev imenskih vrednostnih papirjev vodi delniško knjigo oziroma

¹¹³ Uradni list RS, št. 114/06.

register imenskih vrednostnih papirjev (člen 65) in da so ti podatki javni (člen 84). ZNVP-A je spremenil ZNVP predvsem zaradi uskladitve z Direktivo 98/26/ES. Na podlagi navedene ureditve je bila z ZNVP-A dodana izrecna ureditev nepreklicnosti nalogov za prenos nematerializiranih vrednostnih papirjev in dokončnosti vpisov, ki so izvršeni v centralnem registru (člen 23a. ZNVP), kakor tudi jasnejša opredelitev upravičenj do donosov iz nematerializiranih vrednostnih papirjev (členi 15a., 15b. in 16a. ZNVP). Z ZNVP-A pa je bila dodana tudi ureditev učinkov postopkov zaradi insolventnosti nad imetnikom vrednostnih papirjev (člen 39a. ZNVP). ZNVP-A pa je bil sprejet tudi zaradi pomembne uskladitve z ZGD-1,¹¹⁴ zlasti glede obvezne dematerializacije delnic po 182. členu ZGD-1 in uskladitve ZNVP z drugimi korporacijsko pravnimi spremembami.

Zakon o finančnih konglomeratih (ZFK) določa dopolnilni nadzor nad nadzorovanimi osebami, ki so del finančnega konglomerata, v skladu z zahtevami Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2002/87/ES z dne 16. 12. 2002 o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem konglomeratu. Direktiva 2006/49/ES je navedeno direktivo razveljavila in povzela njene določbe. Sklicevanje na Direktivo 2002/87/ES pa se šteje kot za sklicevanje na veljavno direktivo. ZFK tako v bistvu pomeni implementacijo zahtev na ravni Skupnosti, ki so predvsem namenjene nadzoru finančnih skupin, ki opravljajo storitve in prodajajo izdelke v različnih sektorjih finančnih trgov in se imenujejo finančni konglomerati. Sprejetje teh ukrepov je del FSAP in ima namen preprečiti, da bi finančni konglomerati zašli v finančne težave, ker bi to lahko resno destabiliziralo finančni sistem, predvsem z vidika, da so nekateri konglomerati med največjimi finančnimi skupinami, ki poslujejo na finančnih trgih in opravljajo storitve po vsem svetu. ZFK tako ureja dopolnilni nadzor nad podjetji, ki so po tem zakonu opredeljena kot finančni konglomerati, in sicer glede kapitalskih zahtev in koncentracije tveganja na ravni konglomerata, poslov v skupini, notranjih postopkov upravljanja s tveganji na ravni konglomerata ter ustreznega in pravilnega upravljanja (členi 22 do 37). Register finančnih konglomeratov, ugotovljenih v skladu z ZFK, vodi Ministrstvo za finance (člen 18), dopolnilni nadzor pa opravlja koordinator (člen 37 do 51). Koordinatorja, ki je odgovoren za usklajevanje in opravljanje nalog dopolnilnega nadzora iz svojih vrst, pod določenimi pogoji, določijo udeleženi nadzorni organi iz Slovenije in drugih držav članic (člen 19).

Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (ZPPDFT), ki je z 21. 7. 2007 nadomestil do tedaj veljavni Zakon o preprečevanju pranja denarja (ZPPDen-1) ureja določene vidike poslovanja borznoposredniške družbe s strankami z vidika ciljev preprečevanja pranja denarja in po novem tudi financiranja terorizma. Sedanji zakon je pravzaprav rezultat implementacije najnovjših evropskih in mednarodnih standardov na področju preprečevanja pranja denarja in financiranja terorizma. ZPPDFT tako med drugim določa, da se ukrepi za odkrivanje in preprečevanje pranja denarja in financiranja terorizma izvajajo pred oziroma pri sprejemanju, izročitvi, zamenjavi, hrambi, razpolaganju oziroma drugem ravnanju z denarjem ali drugim premoženjem in pri sklepanju poslovnih razmerij pri borznoposredniških družbah, podružnicah borznoposredniških družb tretjih držav in držav članic, kakor tudi pri številnih drugih finančnih organizacijah (bankah, zavarovalnicah, družbah za upravljanje investicijskih skladov itd.) (člen 4). Bistvo zastavljenih ukrepov temelji na pregledu stranke (identifikaciji), to je postopku, po katerem organizacija pred in pri izvajanju določenih transakcij ugotovi istovetnost stranke, to je pridobi podatke o stranki, transakciji, lastniku stranke in druge zahtevane podatke. ZPPDFT tako določa zahteve, ki jih morajo izpolnjevati finančne organizacije glede opravljanja pregledov strank, glede vodenja ustreznih evidenc o pridobljenih podatkih in hrambi teh evidenc, glede sporočanja predpisanih in zahtevanih podatkov uradu, glede zagotavljanja rednega strokovnega usposabljanja in izobraževanja zaposlenih ter glede zagotavljanja redne notranje kontrole. Naloge nadzornega organa in organa za odkrivanje in

¹¹⁴ Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06 in 60/06 – popr. – ZGD-1).

preprečevanje pranja denarja v Sloveniji opravlja Urad za preprečevanje pranja denarja, ki je glede svojih nalog zadolžen tudi za sodelovanje s pristojnimi organi iz drugih držav.

Predstavljeni zakoni tvorijo osrednji del zakonodaje na področju investicijskih storitev ter skupaj s predpisi o gospodarskih družbah, obligacijskih razmerjih, varstvu potrošnikov in s predpisi o upravnih in kazenskih sankcijah tvorijo zaokrožen sklop zakonodaje na področju investicijskih storitev.

6.3 Predstavitev slovenskih institucij na področju urejanja in nadzora trga vrednostnih papirjev

Z vidika urejanja trga vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov sta ključna zakonodajalec, to je Državni zbor, in Vlada, na katere predlog Državni zbor sprejema zakone ter izvršilna oblast, ki sprejema podzakonske predpise, to so za področje investicijskih storitev najpogosteje ATVP, Banka Slovenije, minister, pristojen za finance in Urad za preprečevanje pranja denarja.

Ključni akter na trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji je Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), ki je bila ustanovljena 13. 3. 1994 z ZTVVP. Njene naloge, pristojnosti in odgovornosti so določene z zakonom (ZTVVP-1 oziroma v bodoče smiselno enako v ZTFI) in zajemajo predvsem štiri osnovna področja: izdajo dovoljenj in soglasij oziroma drugih aktov za poslovanje investicijskih podjetij, nadzor nad trgom vrednostnih papirjev oziroma nadzor nad investicijskimi podjetji z vidika spoštovanja zakonskih določb, pripravo podzakonskih predpisov in vodenje registrov oziroma drugih podatkov s področja trga vrednostnih papirjev oziroma finančnih instrumentov. S 1. 1. 2005 pa je ATVP začela izvrševati tudi pristojnosti kot prekrškovni organ, in sicer tako, da v hitrem postopku odloča tudi o prekrških za kršitve zakonov in na njihovi podlagi izdanih predpisov, ki spadajo v njeno delovno področje oziroma so v njeni pristojnosti. Če hitri postopek ni dovoljen, vloži pri pristojnem sodišču obdolžni predlog. Na mednarodni ravni ATVP sodeluje v okviru združenj nadzornikov trga vrednostnih papirjev, kot sta Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje (IOSCO) in CESR.

Na strani ponudnikov investicijskih storitev je bilo leta 1994 kot gospodarsko interesno združenje ustanovljeno Združenje članov borze vrednostnih papirjev – GIZ (v nadaljevanju Združenje), ki ima trenutno 24 članov, to je 12 bank in 12 borznoposredniških družb. Dejavnost Združenja je v skladu s cilji navedenimi v pogodbi o ustanovitvi olajševati in pospeševati borznoposredniško dejavnost svojih članov v smislu prometa z vrednostnimi papirji ter izboljševati in povečevati rezultate te dejavnosti. Cilje združenja in njegovo delovanje urejata pogodba o ustanovitvi združenja ter pravila poslovanja. Z namenom doseganja zastavljenih ciljev naj bi Združenje sodelovalo z ATVP pri sprejemanju podzakonskih aktov, spodbujanju članov k spoštovanju predpisov in reševanju tekočih vprašanj ter z Ljubljansko borzo d. d., Ljubljana (v nadaljevanju Ljubljanska borza) in KDD d. d., Ljubljana (v nadaljevanju KDD), pri sprejemanju nekaterih njenih notranjih aktov ter pri postopku spreminjanja informacijskih sistemov. Združenje pa naj bi sodelovalo tudi z Ministrstvom za finance, Davčno upravo in Uradom RS za preprečevanje pranja denarja kakor tudi s sorodnimi združenji (Združenje družb za upravljanje in Združenje bank Slovenije). Kljub visoko zastavljenim ciljem pa Združenje ostaja očitno neaktivno ali vsaj njegova aktivnost ostaja skrita javnosti.

Bolj aktivna sta Ljubljanska borza in KDD. Ljubljanska borza, ki je bila ustanovljena 26. 12. 1989, si je za poslanstvo zastavila zagotavljati varno, učinkovito in uspešno delovanje organiziranega dela slovenskega trga kapitala. V tem okviru si je med drugim za strateški cilj zastavila zagotoviti večjo vlogo borze na trgu kapitala v Sloveniji in uravnotežiti interese

vlagateljev, izdajateljev, nadzornikov, članov in lastnikov. S tem namenom želi uveljaviti kodekse dobre prakse pri izdajateljih, članih in vlagateljih ter v razvoj trga koordinirano vključiti vse domače dejavnike: zakonodajalca, regulatorja, izdajatelje, investitorje, register in poravnavo. V okviru teh prizadevanj je Ljubljanska borza ustanovila Borzno arbitražo, to je neodvisno shemo izvensodnega reševanja sporov s potrošniki, v katero je vključena večina slovenskih investicijskih podjetij. Ljubljanska borza pa si je ves čas prizadevala tudi za širše mednarodno sodelovanje, in sicer je oktobra 1997 postala petdeseta polnopravna članica Svetovnega združenja borz vrednostnih papirjev – WFE, junija 1999 pa je bila sprejeta v pridruženo ter junija 2004 še v polnopravno članstvo Evropskega združenja borz – FESE. Poleg tega pa je Ljubljanska borza tudi koordinatorica projekta "Informacijsko povezovanje borz jugovzhodne Evrope", katerega del je internetni portal "sem-on.net", na katerem so predstavljene borze in vrednostni papirji z jugovzhodne Evrope (to je iz držav bivše Jugoslavije). KDD je bila ustanovljena 10. 1. 1995 kot prva in edina ustanova, ki opravlja posle zbirne hrambe vrednostnih papirjev, ugotavljanja in izpolnjevanja obveznosti iz poslov z vrednostnimi papirji ter vodenja centralnega registra imetnikov nematerializiranih vrednostnih papirjev v Sloveniji.

Ljubljanska borza in KDD pa sta tudi podpisali Kodeks ravnanja glede poravnave poslov z vrednostnimi papirji (European Code of Conduct for Clearing and Settlement), ki so ga pripravile in podpisale vse evropske borze v okviru FESE in se s tem zavezale, da bodo z začetkom leta 2007 objavile vse svoje cenike po posameznih storitvah, kar sta tako KDD kot Ljubljanska borza že storili in s tem že sledili zahtevam iz MiFID.

Na strani potrošnikov se v procese urejanja in nadzora na trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji vključuje Zveza potrošnikov Slovenije, ki pa v svojem okviru nima sekcije (oddelka) za finančne storitve in v zvezi s finančnimi storitvami ne vodi posebnih aktivnosti.

V primerjavi z organizacijami in odbori, ki se na ravni Skupnosti vključujejo v procese vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev, slovenska struktura organizacij vidno zaostaja. Na eni strani slabo organizirana stran proizvodnje (to je investicijskih podjetij kot ponudnikov investicijskih storitev) in porabe (to je potrošnikov investicijskih storitev) in na drugi strani pasivni nadzorni organ (ATVP) niso v proaktivni vlogi vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev. Kakšne posledice bo imela slaba pripravljenost glavnih akterjev, to je industrije in ATVP, na spremembe na področju investicijskih storitev, ki naj bi temeljno spremenile podobo finančnih trgov v Skupnosti, pa se bo pokazalo šele v prihodnosti.

6.4 Analiza implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev v Sloveniji

V okviru analize implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev sta v nadaljevanju prikazani dve analizi, in sicer širša z vidika prenosa širšega sklopa evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev v slovensko nacionalno zakonodajo in ožja z vidika prenosa ključnega predpisa na področju investicijskih storitev, to je MiFID, v slovensko zakonodajo. Obe analizi kot presečni datum upoštevata 31. 7. 2007.

6.4.1 Analiza implementacije evropske zakonodaje s področja investicijskih storitev v slovensko nacionalno zakonodajo

V Tabeli št. 7 (glej Tab. 7, na str. 8–13) je prikaz implementacije širšega kroga evropske zakonodaje, ki je pomembna z vidika investicijskih storitev na dan 31. 7. 2007. Vključeni so vsi osrednji evropski predpisi, ki pomembneje urejajo področje investicijskih storitev, to so ISD

oziroma MiFID, Direktiva o zlorabi trga z izvedenimi predpisi, Prospektna in Transparentna direktiva ter Direktiva 2002/65/ES. Pregled pa vključuje tudi direktive, ki niso neposredno povezane zgolj z urejanjem področja investicijskih storitev, vendar pa nanj pomembneje vplivajo, to sta obe kapitalski direktivi (Direktiva 2006/48/ES in Direktiva 2006/49/ES) ter direktive s področja urejanja čezmejnih plačil in poravnave vrednostnih papirjev (Direktiva 98/26/ES), s področja odškodninskih shem za vlagatelje (Direktiva 97/9/ES),¹¹⁵ objave letnih poročil za podružnice investicijskih podjetij iz držav članic (Direktiva Sveta 89/117/EGS)¹¹⁶ ter s področja preprečevanja pranja denarja (Direktiva Sveta 91/308/EGS in Direktiva 2005/60/ES).

Iz tabele je razvidno, da trg vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov v Sloveniji do 11. 8. 2007 ureja ZTVP-1 ter da se bo stanje implementacije z dnem 11. 8. 2007 bistveno izboljšalo zaradi sprejema ZTFI, ki bo z 11. 8. 2007 stopil v veljavo. Vlada je sicer z namenom, da se zakonodaja s področja ureditve trga finančnih instrumentov uskladi z evropsko zakonodajo, že na seji 23. 11. 2006 sprejela predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), katerega osnovni namen je uskladitev zakonodaje z MiFID, Transparentno direktivo ter z novima direktivama o kapitalskih zahtevah in upravljanju s tveganji, v obsegu, v katerem se uporabljata za borzno-posredniške družbe oziroma investicijska podjetja, vendar pa je Vlada 16. 1. 2007 predlog zakona umaknila iz zakonodajnega postopka z navedbo, da so potrebna dodatna usklajevanja. Vlada je popravljen predlog ponovno vložila v zakonodajni postopek dne 26. 4. 2007. ZTFI je bil tako z zamudo sprejet na seji 12. 7. 2007 in bo stopil v veljavo 11. 8. 2007. Ker prenos navedene evropske ureditve v nacionalno pravo zahteva obsežnejše spremembe ključnih področij urejanja trga finančnih instrumentov, zaradi katerih je bilo treba dopolniti ali spremeniti ureditev v skoraj vseh poglavjih sedanjega ZTVP-1, je bil zaradi večje preglednosti predlagan sprejem novega zakona, to je ZTFI.

Z osrednjim predpisom na področju investicijskih storitev, to je MiFID, ki bi moral biti implementiran že do 31. 1. 2007, se bo tako slovenska zakonodaja uskladila z zamudo šestih mesecev in desetih dni (glej Tab. 7, na str. 8). Novosti, ki jih prinaša MiFID, pa bodo tudi v Sloveniji začele veljati šele s 1. 11. 2007, to je z dnem začetka veljavnosti MiFID. Do 11. 8. 2007 tako velja ZTVP-1, ki je bil od vstopa Slovenije v EU oziroma točneje od 5. 8. 2004, usklajen s starim predpisom na tem področju, to je Direktivo Sveta 93/22/EGS ali ISD, od 11. 8. do 31. 10. 2007 bo veljal ZTFI z določenimi omejitvami (člen 589),¹¹⁷ od 1. 11. 2007 dalje, to je z začetkom veljavnosti MiFID, pa bo ZTFI popolnoma stopil v veljavo. Do 11. 11. 2007 bodo morali biti sprejeti tudi vsi novi podzakonski predpisi, ki bodo morali implementirati tudi izvedben predpis MiFID, to je Direktivo 2006/73/ES. Podrobnejša analiza MiFID kot osrednjega predpisa, ki ureja temelje trga finančnih instrumentov, je predstavljena posebej v poglavju 6, točka 6.4.2.

Drug pomemben temelj nove evropske zakonodaje na področju investicijskih storitev je Transparentna direktiva, ki bo prav tako implementirana v slovenski zakonodaji z uveljavitvijo ZTFI 11. 8. 2007, to je s skoraj sedemmesečno zamudo (glej Tab. 7, str. 8 in 9). ZTVP-1, ki velja

¹¹⁵ Gre za Direktivo 97/9/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. marca 1997 o odškodninskih shemah za vlagatelje.

¹¹⁶ Gre za Direktivo Sveta 89/117/EGS z dne 13. februarja 1989 o obveznostih podružnic, ustanovljenih v državi članici, ki pripadajo kreditnim in finančnim institucijam, s sedežem zunaj te države članice, glede objave letnih računovodskih izkazov.

¹¹⁷ ZTFI v prehodnih določbah določa, da se bistvene novosti, ki jih prinaša MiFID, začnejo uporabljati s 1. 11. 2007, to je z dnem uveljavitve direktive. Gre za določbe o opravljanju storitev upravljanja MTF domačih investicijskih podjetij v drugi državi članici (členi 170 do 174) in investicijskih podjetij držav članic v Sloveniji (členi 178 do 180), celotna pravila poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev in poslov (7. poglavje), določbe glede posebnih pravil za MTF (člena 175 in 181), določbe glede pravil in navodil borze (člen 331), določbe glede vzpostavitve sistema za dostop do borznega trga v drugi državi članici (člena 339 in 340), določbe glede upravljanja poravnalnega sistema za poravnavo borznih poslov (člen 459) in določbe glede pravice borznega člana do izbire poravnalnega sistema (člen 460).

še do 11. 8. 2007, to področje ureja nezadovoljivo. ZTFI prenaša direktivo in ureja njeno vsebino v tretjem poglavju, to je v členih 99 do 148. ZTFI pa je tudi v zvezi s Transparentno direktivo določil prehodna obdobja, ki so skladna z evropsko zakonodajo. S Transparentno direktivo se bo ureditev nadzorovanih informacij na trgih finančnih instrumentov bistveno spremenila, v prvi vrsti se bo obsežno razširil krog nadzorovanih informacij, o katerih bo treba obveščati nadzorni organ, v drugi vrsti pa se bo razširil tudi krog oseb, ki bodo te informacije dolžne sporočati.

ZTVP-1 pa je že 5. 8. 2004 uspešno prenesel v nacionalno zakonodajo Direktivo o zlorabi trga in vse njene izvedbene predpise, to je tri direktive Komisije¹¹⁸ (glej Tab. 7, na str. 9 in 10). Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003, ki je tudi izvedben predpis Direktive o zlorabi trga, pa se uporablja neposredno. ZTVP-1 vprašanje tržne manipulacije ureja v členu 248, vprašanje prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij pa v 15. poglavju, to je členih 275 do 178.c. Podrobneje so izvedbena vprašanja urejena v podzakonskih predpisih, in sicer v Sklepu o poročanju o poslih in o registru poslov oseb, ki so jim neposredno dostopne notranje informacije, in z njimi povezanih oseb, in v Sklepu o obveščanju o sumljivih transakcijah, ki podrobneje urejata vprašanja izvedbene Direktive Komisije 2004/72/ES v zvezi s sestavo seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, ter v zvezi s poročanjem investicijskih podjetij o sumljivih transakcijah ATVP. Dalje Sklep o izdelavi in posredovanju raziskav, študij, ocen, priporočil ter predlaganju naložbenih strategij na podlagi člena 276.b ureja vsa vprašanja izvedbene Direktive Komisije 2003/125/ES. Vprašanja izvedbene Direktive Komisije 2003/124/ES pa podrobneje ureja že sam zakon, ZTVP-1.

ZTFI ureja navedena vprašanja Direktive o zlorabi trga in izvedbenih Direktiv Komisije v 10. poglavju, in sicer v podpoglavju 10.1 temeljna pravila o prepovedi zlorabe trga (členi 372 do 381), v katerih definira notranjo informacijo, tržno manipulacijo, naložbeno priporočilo in osebo, ki opravlja vodstvene naloge, ter določa področje uporabe tega poglavja in naloge ATVP v zvezi z izdajo podzakonskih predpisov. Pomembna novost ZTFI je v členu 381(2) določena obveznost ATVP, da mora pri sprejemu izvedenih predpisov upoštevati Uredbo Komisije (ES) št. 2273/2003 ter da mora ustrezno prenesti ureditev v izvedbenih direktivah Komisije, česar ZTVP-1 ni določal. V podpoglavju 10.2 ZTFI (členi 382 do 385) ureja prepovedana ravnanja zlorab trga, to je prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij in prepoved tržne manipulacije. V podpoglavju 10.3 ZTFI (členi 386 do 391) ureja druge obveznosti oseb, to je obveznosti izdajateljev glede objave notranjih informacij, sestave seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, poročanja o poslih oseb, ki opravljajo vodstvene funkcije, ter obveznosti investicijskih podjetij glede izdaje in razširjanja naložbenih priporočil, objave statistik in poročanja o sumljivih poslih. Zadnje podpoglavje 10.4 (členi 392 do 401) ureja vprašanje nadzora ATVP nad ravnanji na trgu. Ločeno urejanje prepovednih ravnanj, obveznosti in nadzora subjektov na trgu, ki ga uvaja ZTFI, ustvarja jasno in pregledno opredelitev ravnanj na trgu, ki so za udeležence na trgu prepovedana, ter jasno in pregledno opredelitev obveznosti, pristojnosti in možnih ukrepov ATVP pri opravljanju nadzora. Določbe ZTFI so tako v primerjavi z ZTVP-1 bolj pregledno, logično in smiselno oblikovane, kljub temu da so vsebinske razlike majhne in večinoma zajemajo zgolj uskladitev z ostalimi novimi določbami ZTFI (to je širšo opredelitvijo finančnih instrumentov, dodanimi novimi investicijskimi storitvami in podrobnejšo ureditvijo mednarodnega sodelovanja ATVP z nadzornimi organi držav članic Skupnosti). ATVP bo morala na podlagi člena 586 uskladiti oziroma izdati nove podzakonske predpise za izvajanje določb ZTFI do 11. 11. 2008, do takrat pa se uporabljajo predpisi sprejeti na podlagi ZTVP-1 (člen 587(5)).

Prav tako je bila s 5. 8. 2004 uspešno prenesena v ZTVP-1 Direktiva 2001/34/ES (glej Tab. 7, na str. 10), ki je bila kasneje spremenjena s Prospektno in Transparentno direktivo. Vprašanja iz spremenjene Direktive 2001/34/ES so tako urejena v členih 232 do 237 ZTVP-1.

¹¹⁸ Navedeni predpisi so podrobneje predstavljeni v petem poglavju, točka 5.2.2.

ZTFI pa jih ureja v podpoglavju 9.3 (členih 341, 342 in 346 do 348), pri čemer ZTFI ločeno ureja vprašanja, ki jih sicer urejata Prospektna direktiva in Direktiva 2001/34/ES. Prospektna direktiva je bila v ZTVP-1 uspešno prenesena s 1. 4. 2006 (glej Tab. 7, na str. 10), in sicer s praktično povsem prenovljenim tretjim poglavjem ZTVP-1 (členi 15 do 61.b). ZTFI navedena vprašanja Prospektne direktive ureja v drugem poglavju (členi 36 do 98). Vsebinske spremembe se nanašajo na spremembo glede ureditve praga uspešnosti in odločanja o uspešnosti javne ponudbe dolžniških vrednostnih papirjev, ki se je iz ZTFI črtala (to so členi 34 do 36 ZTVP-1), ter na uvedbo novega posebnega ukrepa nadzora ATPV, ki vlagateljem daje pravico do odstopa od pogodbe o sprejemu javne ponudbe (člen 94 ZTFI), namesto ukrepa razveljavitve postopka javne ponudbe (člena 37(2) in 39 ZTVP-1). Treba je dodati, da je vpliv evropske zakonodaje na področju javne objave ponudb za odkup vrednostnih papirjev zelo velik, saj se oba zakona, tako ZTVP-1 kot ZTFI, glede določenih vprašanj sklicujeta na neposredno uporabo Uredbe Komisije (ES) št. 809/2004. Slednje pa je tudi edino smiselno, saj prenos uredb Skupnosti v nacionalno zakonodajo ni priporočljiv, ker se s tem izgublja smisel neposredne uporabe predpisov, ki so kot uredbe izdani ravno z namenom, da se uporabljajo zgolj in samo neposredno; to je enako v vseh državah članicah Skupnosti. Poleg tega ZTFI ATPV nalaga (enako kot za obveznosti iz direktive o zlorabi trga), da mora pri sprejemu izvedbenih predpisov ustrezno upoštevati uredbo ali ustrezno prenesti ureditev v drugem izvedbenem predpisu, ki ga izda Komisija za izvedbo Direktive 2003/71/ES, čeprav tak predpis sploh še ni bil izdan (členi 43, 48 in 60). Prav tako se glede določenih vprašanj tako ZTVP-1 kot ZTFI sklicujeta na Direktivo 2003/71/ES. V tem kontekstu je pomembno določilo glede izdaje certifikata ATPV o potrditvi prospekta, ki obsega tudi potrdilo, da je prospekt sestavljen v skladu z določbami Direktive 2003/71/ES (člen 84 ZTFI).

Direktiva 2002/65/ES (glej Tab. 7, na str. 11), ki ureja trženje finančnih storitev potrošnikov na daljavo, je bila implementirana še pred rokom, in sicer s spremembami in dopolnitvami Zakona o varstvu potrošnikov (v nadaljevanju ZVPot). ZVPot ureja trženje finančnih storitev ter v njihovem sklopu tudi investicijskih storitev v poglavju 4, oddelku b (pogodbe, sklenjene na daljavo), to je v členih 43 do 45.a. Pri sklepanju pogodb o opravi finančnih storitev na daljavo morajo investicijska podjetja poleg splošnih določb o sklepanju pogodb na daljavo iz ZVPot upoštevati tudi vse dodatne zahteve, ki jih sicer določajo veljavni zakoni na področju trgov finančnih storitev, to je ZTVP-1 oziroma ZTFI s podzakonskimi predpisi, ZNVP in ZPPDFT. To pomeni, da morajo investicijska podjetja pri sklepanju pogodb na daljavo upoštevati vsa pravila o sporočanju zahtevanih informacij strankam po ZTVP-1 oziroma ZTFI in vsa pravila o ugotavljanju istovetnosti (identifikaciji) strank po ZPPDFT.

Zelo pomembni sta tudi obe kapitalski direktivi, to sta Direktiva 2006/48/ES in Direktiva 2006/49/ES (glej Tab. 7, na str. 11), ki bosta v delu, v katerem se uporabljata za investicijska podjetja, implementirani s 11. 8. 2007, to je z začetkom veljavnosti ZTFI. Načeloma se za investicijska podjetja uporablja le Direktiva 2006/49/ES, vendar pa sta direktivi vsebinsko tako povezani, da je ločevanje praktično nemogoče ali nesmiselno. ZTVP-1 sicer že ureja večino vprašanj, ki jih urejata navedeni direktivi, to je zahteve glede ustanovitvenega kapitala, kapitalске ustreznosti, izpostavljenosti, spremljanja tveganj in likvidnosti, vendar pa je za uskladitev standardov na ravni Skupnosti, predvsem s standardi, ki so zahtevani za kreditne institucije, potrebna uskladitev. ZTFI temu sledi tako, da se glede večine določb, ki urejajo kapitalsko ustreznost, sklicuje na določbe Zakona o bančništvu in ureja (enako kot Direktiva 2006/49/ES) le tista področja, ki so različna za investicijska podjetja.

Treba pa je omeniti tudi vse nekoliko manj osrednje, a vseeno pomembne evropske predpise, ki so že bili uspešno preneseni v slovensko zakonodajo (glej Tab. 7, na str. 12 in 13). To so Direktiva 98/26/ES, ki ureja čezmejna plačila in poravnave vrednostnih papirjev, s katero je bila slovenska zakonodaja usklajena z 9. 11. 2006 (členi 15, 15.a, 16, 23.a in 39.a ZNVP in

člena 91 in 272 ZTVP-1, ki jih ZTFI nadomešča s členi 160, 251, 365 in 450), Direktiva 97/9/ES, ki ureja področje odškodninskih shem za vlagatelje, s katero je bila slovenska zakonodaja usklajena že pred vstopom v EU (členi 279 do 286 ZTVP-1, ki jih ZTFI nadomešča s členi 461 do 468) in Direktiva Sveta 89/117/EGS, ki ureja objavo letnih poročil za podružnice investicijskih podjetij iz držav članic, s katero je bila slovenska zakonodaja usklajena s 1. 4. 2006 (členi 104.a in 107.a ZTVP-1, ki jih ZTFI nadomešča s členom 178(3) v zvezi s členom 196, ki se sklicuje na Zakon o bančništvu). Slovenska zakonodaja pa se je povsem pravočasno uskladila tudi z vsemi evropskimi predpisi s področja preprečevanja pranja denarja, to je z Direktivo Sveta 91/308/EGS, ki je prenesena v slovenski ZPPDen-1, in celo pred rokom tudi z Direktivo 2005/60/ES o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja in financiranje terorizma, ki bi jo Slovenija sicer morala implementirati do 15. 12. 2007, to je z ZPPDFT.

Iz tabele je razvidno, da je dne 31. 7. 2007 z evropsko zakonodajo usklajenih osem¹¹⁹ od desetih direktiv prve ravni, če ne upoštevamo tistih, katerih rok je že povsem potekel,¹²⁰ to je skupaj 73 %. Prav tako iz tabele izhaja, da bo 11. 8. 2007 usklajenih vseh enajst direktiv, to je 100 % usklajenost. Iz tabele je tudi razvidno, da so usklajeni trije od štirih izvedbenih predpisov, to je 75 %. Povprečna zamuda rokov implementacije za direktive prve ravni znaša upoštevajoč predpise, ki so že bili oziroma bi že morali biti implementirani, brez upoštevanja izstopajoče zamude 30 mesecev pri Direktivi 98/26/ES, dne 31. 7. 2007 približno tri in pol mesece. Povprečna zamuda rokov implementacije ni kritična, kljub temu pa je treba kot kritično oceniti zamudo pri implementaciji MiFID in Transparentne direktive. Z zamudo pri implementaciji se je naslovljencem navedenih predpisov skrajšal še kako pomemben čas za prilagoditev novi ureditvi.

6.4.2 Analiza implementacije MiFID v slovensko nacionalno zakonodajo

MiFID je osrednji predpis, ki na ravni Skupnosti ureja investicijske storitve in opravljanje investicijskih storitev, vključno s pogoji za opravljanje storitev in pravili poslovanja ponudnikov teh storitev (investicijskih podjetij). MiFID ureja tudi organizirane trge finančnih instrumentov, multilateralne sisteme trgovanja in njihove upravljavce. V Sloveniji bo MiFID z 11. 8. 2007 implementiral novi Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI). Sledili pa naj bi mu še novi podzakonski predpisi, ki jih ATVP še ni pripravila oziroma javno objavila, jih bo pa morala sprejeti najkasneje do 11. 11. 2007.

Glede na to, da so predmet naloge investicijske storitve v ožjem pomenu, je analiza implementacije MiFID v slovensko zakonodajo opravljena na ožjem segmentu določb, ki se nanašajo na investicijska podjetja in investicijske storitve. V primerjalno analizo so tako vključeni evropski predpis MiFID, do 11. 8. 2007 veljavni slovenski zakon, ZTVP-1, in novi zakon, ZTFI. V Tabeli št. 8 (glej Tab. 8, na str. 14–33) so primerjalno prikazana ključna področja urejanja ponujanja investicijskih storitev s strani investicijskih podjetij na ravni Skupnosti, predvsem z vidika zagotavljanja prostega pretoka investicijskih storitev oziroma vzpostavljanja notranjega trga za investicijske storitve. Iz tabele je razvidno, da je ureditev v ZTVP-1 na številnih področjih pomanjkljiva tako, da jo je bilo treba spremeniti ali vsaj dopolniti. Prav tako je iz tabele razvidno, da bo novi zakon (ZTFI) izpolnjeval evropske zahteve na večini področij urejanja. Dobrodošla novost ZTFI je, da že v celoti upošteva ločeno urejanje različnih pravnih področij, ki so na evropski ravni urejena v ločenih direktivah (kot so

¹¹⁹ Usklajene so: Direktiva o zlorabi trga, Prospektna direktiva, Direktiva 2001/34/ES, Direktiva 2002/65/ES, Direktiva Sveta 89/117/EGS, Direktiva 98/26/ES, Direktiva 97/9/ES in Direktiva 2006/60/ES.

¹²⁰ To pomeni, da se ne upoštevata ISD, ki bo razveljavljena z MiFID, in Direktiva Sveta 91/308/EGS, ki bo razveljavljena z Direktivo 2006/60/ES.

Prospektna, Transparentna direktiva, Direktiva o zlorabi trga idr.), kar omogoča večjo preglednost vsebine, ki jo ureja ZTFI, v primerjavi z vsebino, ki jo ureja ZTVP-1. V nadaljevanju so predstavljeni rezultati primerjave med MiFID, ZTVP-1 in ZTFI ter analizirane bistvene novosti in pomanjkljivosti novega zakona.

V prvi vrsti je treba izpostaviti opredelitev področja uporabe zakona glede na subjekte (glej Tab. 8, na str. 14). MiFID natančno določa krog oseb, za katere se direktiva uporablja, kakor tudi izjeme, za katere se ne uporablja. ZTFI tako ureditev že dosledno implementira, medtem ko ZTVP-1 področje uporabe zakona določa zgolj posredno. Enako velja tudi glede opredelitve izjem, za katere se zakon ne uporablja. Natančna opredelitev področja uporabe zakona je potrebna zaradi jasne razmejitve pristojnosti nadzornega organa, to je ATVP, nad subjekti na trgu finančnih instrumentov in hkrati tudi zaradi jasne opredelitve subjektov, za katere veljajo oziroma ki morajo spoštovati zakonske obveznosti.

Novost MiFID je, da je državam članicam omogočila (člen 3), da določijo t. i. izbirno izjemo (glej Tab. 8, na str. 15), da se direktiva ne uporablja za določene osebe, ki opravljajo zgolj storitev sprejemanja in posredovanja naročil za prenosljive vrednostne papirje oziroma enote v kolektivnih investicijskih podjetjih ali storitev investicijskega svetovanja v zvezi s temi finančnimi instrumenti, če sprejeta naročila posredujejo v izvršitev investicijskim podjetjem ali kolektivnim investicijskim podjetjem. ZTVP-1 podobno izjemo ureja v členu 76(2), točka 3 in 4, in sicer dovoljuje pravnim osebam, da na podlagi pogodbe z borznoposredniško družbo v njenem imenu in za njen račun sprejemajo naročila njenih strank in ji jih posredujejo v izvršitev. Gre za t. i. pogodbene poslovalnice borznoposredniške družbe. Slovenija izbirne izjeme iz MiFID v novem zakonu ni povsem izkoristila. ZTFI je sicer na podlagi člena 3 MiFID kot izbirno izjemo uvedel malo borznoposredniško družbo, ki pa ima precej pomanjkljivosti. Za malo borznoposredniško družbo sicer res ne veljajo vse določbe zakona, kljub temu pa se, kot je razvidno iz tabele, zanjo še vedno uporablja večina pomembnejših določb ZTFI. Poleg tega mala borznoposredniška družba ne sme opravljati nobene druge dejavnosti kot samo storitev sprejemanja in posredovanja naročil za prenosljive vrednostne papirje oziroma enote v kolektivnih investicijskih podjetjih ali storitev investicijskega svetovanja v zvezi s temi finančnimi instrumenti (člen 35(3)). Zato menim, da ureditev v ZTFI v tem pogledu ni ustrezna in da je ZTFI brez potrebe v primerjavi s pogodbenimi poslovalnicami iz ZTVP-1 zaostril pogoje za opravljanje dejavnosti, ki zajema zgolj sprejemanje in posredovanje naročil. Res je, da ima mala borznoposredniška družba širše pristojnosti, kot to velja za pogodbene poslovalnice, ki sprejemajo naročila po členu 76 ZTVP-1, saj ne deluje zgolj kot komisionar druge borznoposredniške družbe, ampak lahko naročila po svoji izbiri posreduje v izvršitev, vendar pa ima ta oblika na drugi strani kup pomanjkljivosti. Menim, da je potreba po organizacijski obliki male borznoposredniške družbe, ki ima tako ozko opredeljeno dejavnost in ki je hkrati zavezana spoštovati večino strogih določb ZTFI glede poslovanja, v neskladju s potrebami trga, saj bi taka pravna oseba zaradi preživetja morala imeti možnost, da opravlja več različnih dejavnosti in da svoje poslovanje organizira pod manj zahtevnimi pogoji.

V drugi vrsti je treba izpostaviti opredelitev pojmov, ki so uporabljeni v zakonu (glej Tab. 8, na str. 16). MiFID v obsežnem delu ureja zgolj opredelitve pojmov, ki so uporabljeni v direktivi. ZTFI tudi v tem delu sledi zahtevam direktive, medtem ko ureditev v ZTVP-1 ni ustrezna. ZTVP-1 namreč opredelitve pojmov ne določa ločeno, ampak skozi celoten zakon. MiFID je uvedel tudi kar nekaj novih institutov, ki jih ZTVP-1 še ne ureja, kot je na primer MTF, sistematični internalizator in vezani zastopnik, ki jih ZTFI skladno z MiFID že prenaša v slovensko zakonodajo. Ureditev MTF je zelo podobna siceršnjemu organiziranemu trgu, z bistveno razliko, da ga upravlja investicijsko podjetje in da zanj ne veljajo pogoji glede kotacije. Še bolj posebna je ureditev sistematičnega internalizatorja, ki ga je MiFID uvedla z namenom, da se enako kot siceršnja dejavnost reguliranih trgov (in po novem tudi MTF), regulira tudi

dejavnost investicijskih podjetij, ki organizirano, pogosto in sistematično izvajajo naročila strank izven reguliranega trga in MTF. Njihovo dejavnost pa je treba razlikovati od ustvarjalcev trga, po ZTFI vzdrževalcev trga (t. i. "market makers"), ki kontinuirano nastopajo na finančnih trgih tako, da v svojem imenu in za svoj račun kupujejo in prodajajo finančne instrumente z uporabo lastnega kapitala in po cenah, ki jih sami določijo.

Med pomembnejšimi opredelitvami pojmov je treba omeniti opredelitev investicijskega podjetja in investicijskih storitev, saj sta obe opredelitvi spremenjeni. Novost MiFID je, da državam članicam dovoljuje, da pod določenimi pogoji investicijske storitve opravlja tudi investicijsko podjetje, ki ni pravna oseba. ZTFI brez razloga te možnosti ni izkoristil (glej Tab. 8, na str. 16). Primerov, ko bi fizična oseba želela opravljati investicijske storitve, bi bilo v praksi verjetno malo, a bi se s to možnostjo za slovenska investicijska podjetja izenačili pogoji nastopanja na trgu oziroma bi lahko imela slovenska investicijska podjetja s to možnostjo v določenih pogledih celo konkurenčno prednost. Na drugi strani opustitev te možnosti pomeni, da bodo tuja investicijska podjetja, ki niso pravne osebe in ki bodo imela sedež v državi članici, ki bo to možnost izkoristila, na podlagi enotne licence lahko opravljala storitve v Sloveniji, domača podjetja pa ne. Možnost, da investicijske storitve opravlja fizična oseba, bi bila še zlasti smiselna v zvezi s storitvijo investicijskega svetovanja, ki je po novi zakonodaji osrednja in s tem samostojna investicijska storitev. Storitve investicijskega svetovanja pa bi po moji oceni lahko povsem primerno in zadovoljivo opravljal tudi svetovalec, ki je fizična in ne pravna oseba. Iz tabele (glej Tab. 8, na str. 16 in 17) je tudi jasno razvidna razlika med ureditvijo investicijskih storitev po MiFID, ZTVP-1 in ZTFI. Razlike so predstavljene v drugem poglavju.

V nadaljevanju so prikazane in analizirane najpomembnejše določbe, in sicer glede pogojev za začetek poslovanja investicijskih podjetij (t. i. ustanovitvenih pogojev), ki so pogoj za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev (avtorizacijo) in pa nadaljnjih pogojev poslovanja (to je opravljanja investicijskih storitev). Glede pogojev in postopkov za izdajo dovoljenja investicijskim podjetjem za opravljanje investicijskih storitev lahko ugotovimo, da je bil že ZTVP-1 pretežno usklajen z evropsko zakonodajo (glej Tab. 8, na str. 18–20). ZTVP-1 je pomanjkljiv predvsem glede novosti, ki jih prinaša MiFID, to je glede uvedbe MTF in sistematičnih internalizatorjev, ter glede zahtev, ki jih prinašata kapitalski direktivi. ZTVP-1 in enako tudi ZTFI urejata tudi statusni ustroj borznoposredniških družb, kot *lex specialis* v razmerju do predpisov o gospodarskih družbah. Poleg tega oba predpisa urejata oziroma določata še obvezno skupno zastopanje članov uprave borznoposredniške družbe in obveznost zaposlitve članov uprave s polnim delovnim časom, česar direktiva sicer ne zahteva. Navedene določbe so po moji oceni smiselne, saj zagotavljajo dodatni nivo potrebnega varnega poslovanja teh družb (bonitetni nadzor). Novost ZTFI je, da omogoča združitev postopka odločanja o izdaji dovoljenja za opravljanje storitev s postopki za izdajo dovoljenj za opravljanje funkcije člana uprave in za izdajo dovoljenj imetnika kvalificiranega deleža (člen 166). To je zelo dobrodošla novost, saj pomeni, da bo ATVP o dovoljenjih, ki sta sicer pogoj za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev, odločala v istem postopku oziroma hkrati z odločanjem o izdaji dovoljenja za opravljanje dejavnosti. MiFID sicer ne zahteva, da član uprave investicijskega podjetja pridobi dovoljenje domačega nadzornega organa, ampak samo, da se zagotovi, da je ta oseba primerna za vodenje investicijskega podjetja. Kljub temu menim, da zahteva po izdaji dovoljenja primerno in ne preveč zahtevno izpolnjuje zahteve direktive. V tem okviru je treba še dodati, da ZTFI po vzoru MiFID organizacijske zahteve za investicijska podjetja ureja že v zakonu in tega ne prepušča več ATVP ter izdaji podzakonskega predpisa. To pa je tudi potrebna novost zaradi uskladitve z MiFID. Naslednja novost, ki jo tudi zahteva MiFID, pa je, da se vzpostavi register investicijskih podjetij, katerim je bilo izdano dovoljenje za opravljanje storitev. ZTVP-1 takega registra še ne ureja, medtem ko ZTFI že sledi zahtevam evropske zakonodaje.

Glede pogojev poslovanja investicijskih podjetij lahko ugotovimo, da je ZTVP-1 bistveno bolj pomanjkljiv in neuskladen z zahtevami MiFID (glej Tab. 8, na str. 21–24). Pomembnejše novosti se nanašajo na obveznost investicijskih podjetij, da od stranke pri izvajanju investicijskih storitev pridobijo ustrezne podatke (glej Tab. 8, na str. 21). Novost je predvsem v različnih zahtevah zbiranja podatkov od stranke v odvisnosti od storitve, ki jo investicijsko podjetje opravlja za stranko. Za storitev upravljanja portfeljev tako velja najvišji standard pridobivanja podatkov, ki poleg znanj in izkušenj na investicijskem področju zahteva tudi pridobitev podatkov o finančnem položaju in investicijskih ciljih stranke. Na drugi strani pa zgolj za opravljanje storitev izvajanja in posredovanja naročil strank za nakup oziroma prodajo določenih finančnih instrumentov takih podatkov od strank sploh ni treba pridobiti. Pridobivanje teh podatkov pa po MiFID in od 1. 11. 2007 po ZTFI ni več samo sebi namen, ampak bo morala borznoposredniška družba na podlagi pridobljenih podatkov oceniti, ali so ponujene investicijske storitve in finančni instrumenti primerni za stranko. Izvedbena Direktiva Komisije 2006/73/ES podrobneje določa presojo primernosti in ustreznosti opravljene storitve oziroma ponujenega finančnega instrumenta (členi 35 do 37). To pomeni, da bo morala te pogoje natančneje in v skladu z izvedbeno direktivo določiti ATVP s podzakonskim predpisom, pri čemer pa ZTFI s tem v zvezi ne vsebuje napotila (izvršilne klavzule). Slednje ocenjujem kot pomanjkljivost.

Nadaljnja absolutna novost MiFID je obveznost izvrševanja naročil pod pogoji, ki so za stranke najugodnejši (glej Tab. 8, na str. 22). ZTVP-1 te obveznosti še ne pozna, ZTFI pa jo že ustrezno implementira, čeprav je vprašanje izvedbe v praksi še vedno odprto. Podrobneje zahteve glede izvajanja naročil pod najboljšimi pogoji za stranke sicer določa izvedbena Direktiva Komisije 2006/73/ES v členih 44 do 46, ki jih bo v podzakonskem aktu morala implementirati ATVP, za kar je v členu 220(1), točka 2, tudi izrecno pooblastilo. Na načelo najboljše izvršitve pa se vežejo še tri nove obveznosti investicijskih podjetij, to je obveznost vodenja politike izvajanja naročil, obveznost pridobitve predhodnega pristanka stranke na to politiko in obveznost, da se stranki na njeno zahtevo dokaže, da je bilo naročilo izvedeno v skladu s politiko izvajanja naročil. Z vidika sedanje zakonodaje gre za povsem nove načine poslovanja, zato je ureditev v ZTVP-1 povsem neustrezna. ZTFI na ravni zakona ustrezno implementira zahteve okvirne direktive (MiFID), vendar pa bo v končni fazi pomembnejša podrobnejša ureditev v podzakonskem aktu ATVP. V zvezi z izvrševanjem naročil je treba še dodati, da ZTFI na podlagi zahtev MiFID ukinja načelo koncentracije, to je zahteve, da se naročilo za nakup oziroma prodajo tržnih vrednostnih papirjev izvede samo preko organiziranega trga (člen 146 ZTVP-1). Po ZTFI se naročilo stranke lahko izvede na organiziranem trgu ali MTF, izven teh mest trgovanja pa z izrecnim soglasjem stranke, ki je lahko dano tudi generično za vse posle (člen 228).

ZTFI (enako kot že ZTVP-1) določa posebne pogoje za opravljanje posameznih ključnih storitev, to je borznega posredovanja (poglavje 7.2.3), gospodarjenja s finančnimi instrumenti (poglavje 7.2.4) in vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev (poglavje 7.2.5.3) ter dodatno določa še obveznosti glede veljavnosti naročil, obravnavanja različnih vrst naročil (limitirana ali s preudarkom) in pogoje trgovanja za skupni račun več strank. Gre za pogoje, ki razen glede obravnavanja naročil strank, vrstnega reda in limitiranih naročil, v MiFID niso določeni. Menim, da gre v tem delu za okraševanje predpisa in dodajanje zahtev brez potrebe. Vrste storitev so določene in vprašanje njihove pogodbene izvedbe je lahko prepuščeno subjektom na trgu. Bistveni značilnosti nove ureditve sta ocena primernosti storitve za stranko in zahteva po najboljši izvedbi naročila, ki ju mora borznoposredniška družba upoštevati pri izvajanju borznega posredovanja, posredovanja naročil in upravljanja portfeljev. Brez potrebe je torej določati vsebino pogodbe o borznem posredovanju (člen 222 ZTFI), vsebino pogodbe o gospodarjenju s finančnimi instrumenti (člen 240 ZTFI) in vsebino pogodbe o vodenju računov nematerializiranih vrednostnih papirjev (člen 253 ZTFI). Bistveno je, da se določijo podatke, ki jih mora borznoposredniška družba pridobiti od stranke, termine ažuriranja navedenih podatkov,

način ugotavljanja primernosti storitve za stranko in izvajanja naročil pod najboljšimi pogoji. S tega vidika je tudi izvrševanje naročil s preudarkom izven konteksta (člen 233 ZTFI), saj mora borznoposredniška družba vsako naročilo izvršiti pod najboljšimi pogoji za stranko, kakšni so še boljši, pa bi bilo treba opredeliti v zakonu. Tako se ne ve, kaj naročilo s preudarkom sploh pomeni, ali to pomeni presojo glede trenutka izvedbe naročila ali presojo glede izvedbe naročila v nasprotju s siceršnjo politiko izvajanja naročil. Zato je ureditev v tem delu po moji oceni najmanj pomanjkljiva.

Treba pa je opozoriti še na eno nedoslednost. Primaren namen določb o poslovanju investicijskih podjetij je zaščita vlagateljev. ZTFI pa določa, da ima borznoposredniška družba za zavarovanje svojih terjatev do stranke zastavno pravico na vseh finančnih instrumentih in denarnih sredstvih stranke ter da se glede tega domneva obstoj dogovora o izvensodni poravnavi (člen 206(4)). Navedena obveznost naj bi izhajala iz splošnih pravil obligacijskega prava o mandatni pogodbi,¹²¹ vendar pa v tem primeru ne gre za klasično mandatno pogodbo, katere cilj je zaščita mandatarja. V obravnavanem primeru je cilj ureditve ravno nasproten, to je zaščita naročnika (malega investitorja). Ta določba pa ni v interesu vlagateljev in tudi ne izhaja iz duha in namena MiFID. Izvedbena Direktiva Komisije 2006/73/ES zato v členu 32(6) investicijski družbi celo nalaga, da stranko izrecno obvesti o morebitnem obstoju in pogojih pravic vnovčitve finančnega premoženja ali zastavne pravice, ki jo ima ali bi jo lahko imela družba na finančnih instrumentih ali sredstvih stranke. To pomeni, da "argumentum a contrario" ni predvideno, da tako obveznost določa že zakon. Zato ocenjujem, da ta zahteva ZTFI pomeni nepotrebno okraševanje pri implementaciji predpisa.

Nadaljnja pomanjkljivost predlagane nove zakonodaje, ki pa sicer ni v neskladju z evropsko zakonodajo, je siceršnja novost ZTFI, ki se glede pogojev za člane uprave, za člane nadzornega sveta ter za imetnike kvalificiranih deležev sklicuje na Zakon o bančništvu (v nadaljevanju ZBan-1) (glej Tab. 8, na str. 24). Zakonodajna tehnika sklicevanja na drug predpis naj bi predvsem enotno uredila postopke in pogoje, ki so v bistvenem enaki, zato je taka ureditev v tem pogledu lahko smiselna. Vendar pa menim, da položaj banke in investicijskega podjetja ni v bistvenem enak ter da že ločeno urejanje teh položajev na ravni Skupnosti zahteva tudi različno obravnavanje teh subjektov. Očitno je, da ni razlika samo v dejavnosti teh podjetij, ampak tudi v načinu njihovega poslovanja. Kriteriji za pridobitev dovoljenja za kvalificiran delež v investicijskem podjetju so tako brez potrebe strožji in se zahtevajo že ob presegu praga 10 %, čeprav MiFID kot osnovni prag določa 20 % delež. MiFID poleg tega niti ne zahteva pridobitve dovoljenja. Povsem enako velja glede pogojev za pridobitev dovoljenja za člana uprave borznoposredniške družbe, ki morajo imeti sedaj petletne izkušnje (prej štiri), kakor tudi glede izpolnjevanja posebnih pogojev ravnanja za člane uprave bank iz člena 61(1) ZBan-1, ki se sedaj uporabljajo tudi za člane uprav investicijskih podjetij, in so strožji kot doslej.

Novi zakon pa ne ureja več obveznosti borznoposredniških družb, da predhodno obvestijo ATVP o nameri pridobitve deleža v tuji finančni organizaciji (člen 84. b) in pa pravil o oglaševanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ki vključujejo tudi zahtevo po predhodnem obveščanju ATVP o vsakem oglasu (člen 135), kar je ZTVP-1 še urejal. Če bi ZTFI navedene obveznosti urejal, bi tudi to pomenilo nepotrebno okraševanje pri implementaciji evropske zakonodaje. ZTFI (člen 169) pa je ohranil obveznost borznoposredniških družb, da pridobijo dovoljenje za združitev oziroma razdružitev borznoposredniške družbe (člen 95 ZTVP-1). Ta obveznost izhaja iz kapitalskih direktiv in ne iz MiFID, zato je taka ureditev ustrezna.

¹²¹ Na podlagi člena 780 Obligacijskega zakonika (OZ) ima namreč prevzemnik naročila v zavarovanje plačila in stroškov zastavno pravico na naročiteljevih premičnih stvareh, ki jih je dobil na podlagi naročila, kot tudi na denarnih zneskih, ki jih je prejel zanj.

Novost MiFID je razvrščanje strank na neprofesionalne, profesionalne in primerne stranke. ZTVP-1 navedenih vsebin še ne ureja, medtem ko ZTFI navedeno razvrstitev že upošteva (glej Tab. 8, na str. 25). Razvrščanje strank je še zlasti pomembno zaradi varstva investitorjev in na to vezanih obveznosti investicijskih podjetij glede obveščanja strank, pridobivanja informacij o njihovih znanjih, izkušnjah in interesih ter načinu izvrševanja naročil strank. S ciljem implementacije Transparentne direktive ZTFI (enako kot že prej ZTVP-1) pozna pojem dobro poučenega vlagatelja (člen 44). Zaradi preprečevanja zmede med pojmom dobro poučen investitor in profesionalna stranka, bi bilo smiselno, če bi ZTFI ta pojem in njegov drugačen pomen pojasnil v členu 12, kjer so sicer opredeljene stranke.

Novost MiFID pa je tudi možnost, da države članice uvedejo vezane zastopnike. ZTVP-1 zastopnikov ne pozna, ampak podobne naloge lahko na podlagi člena 76 ZTVP-1 opravljajo pravne osebe, ki lahko opravljajo določene storitve v zvezi z vrednostnimi papirji za borznoposredniško družbo, t. i. pogodbeno poslovalnico. ZTFI namesto tega po zgledu MiFID uvaja vezane zastopnike oziroma odvisne borznoposredniške zastopnike (glej Tab. 8, na str. 25). Razlika med poslovalnico po ZTVP-1 in vezanim zastopnikom po ZTFI je v zakonski zavezi investicijskega podjetja, ki neomejeno in nepogojno odgovarja za ravnanje vezanega zastopnika, in v zahtevi, da vezani zastopnik lahko zastopa samo eno investicijsko podjetje (pri čemer ZTFI v primerjavi z MiFID tega izrecno sicer ne določa, izhaja pa to smiselno iz vsebine določb). Razlog za tako ureditev je seveda varstvo investitorjev. Vendar pa taka ureditev ne nadomešča dosedanjih poslovalnic borznoposredniških družb, ki niso ne vezani zastopniki ne male borznoposredniške družbe, in lahko opravljajo storitve za več podjetij. Morda se bo sedaj lahko reševalo v okviru izločitve dela dejavnosti ("outsourcing").

Povsem novo področje, ki ga ureja MiFID, je tudi zahteva, da države članice sprejmejo ustrezne ukrepe, ki naj bi zagotovili spremljanje dejavnosti investicijskih podjetij in zagotovili, da investicijska podjetja ravnajo na način, ki spodbuja integriteto trga. Na tem področju je ureditev v ZTVP-1 povsem neusklajena z evropskimi zahtevami, še zlasti glede ureditve MTF in poslovanja sistematičnih internalizatorjev. ZTFI že sledi zahtevam MiFID (glej Tab. 8, na str. 26 in 27). Vendar pa bi bilo treba jasneje razmejiti obveznosti borznoposredniških družb in upravljavcev organiziranih trgov oziroma MTF glede poročanja o transakcijah, ki so določene v členih 274 do 277 (obveznost poročanja o transakcijah na organiziranih in tudi neorganiziranih trgih), členu 367 (preglednost informacij o borznih poslih) in členu 287 (preglednost informacij o poslih, sklenjenih v MTF), z namenom, da bi se izognili morebitnemu podvajanju sporočanja podatkov oziroma opustitvi sporočanja pomembnih podatkov. Treba je še opozoriti na spremembo časa oziroma roka, do katerega mora borznoposredniška družba hraniti dokumentacijo. Po ZTFI in MiFID je ponovno pet let (kot je bila predhodno že po ZTVP-1 in kasneje zvišana na deset let) in ni izenačena z zahtevami po predpisih za preprečevanje pranja denarja, to je deset let (člen 79(1) ZPPDFT). To je tudi edino smiselno, saj evidence niso enake in bi zahteva po hrambi evidenc za obdobje desetih let zagotovo pomenila nepotrebno dodatno okraševanje predpisa.

Zelo pomembno nadaljnje področje analize so pravice investicijskih podjetij, ki izhajajo iz enotne licence za opravljanje investicijskih storitev. MiFID strožje kot ISD v razmerju do obveznosti držav članic ureja pravico investicijskih podjetij, da v drugi državi članici na podlagi enotne licence svobodno opravljajo storitve oziroma da jih opravljajo preko podružnic. ZTVP-1 teh pravic izrecno ne zagotavlja. Prav tako pa tudi v ZTFI ni zadosti jasno poudarjeno, da gre za temeljne pravice notranjega trga, ki jih države članice ne smejo omejevati (glej Tab. 8, na str. 27 in 28). ZTFI bi zato po mojem mnenju moral vsebovati določbo, ki bi omejila obseg dodatnih zahtev Slovenije do tujih investicijskih podjetij v smislu, da nalaganje kakršnih koli drugih obveznosti ni dovoljeno, predvsem bi ta obveznost morala veljati za ATVP kot nadzorni organi in kot zakonodajni organ na drugi (podzakonski) ravni. Z vidika pravic investicijskih podjetij na

podlagi enotne licence je treba kot pomanjkljivo ugotoviti tudi ureditev pristojnosti ATVP glede nadzora tujih investicijskih podjetij, ki investicijske storitve v Sloveniji opravljajo bodisi neposredno bodisi preko podružnic. Obseg nadzora, ki ga uvaja ZTFI, je širši, kot ga določa MiFID, in je zato v neskladju z zahtevami direktive, saj vsebuje tudi določbe, ki se ne tičejo zgolj poslovanja investicijskega podjetja oziroma njegove podružnice, ampak tudi njegove organizacije (to je t. i. nadzora ustanovitvenih pogojev in bonitetnega nadzora, ki je v pristojnosti in odgovornosti matične države članice) (glej Tab. 8, na str. 32 in 33). Bistvo nove ureditve MiFID je ravno v manjših pristojnostih nadzornih organov držav članic gostiteljic, ki ostajajo pristojni le še za podružnice investicijskih podjetij iz drugih držav članic, in sicer zgolj in samo glede pravil poslovanja, ne pa tudi ustanovitvenih pravil (t. i. pogojev, ki jih morajo investicijska podjetja izpolnjevati ob ustanovitvi in ves čas svojega delovanja). Gre za t. i. popoln premik k nadzoru investicijskih podjetij s strani domače države članice, ki je bil nepopolno izveden v ISD (Moloney, 2006, str. 983). Po ZTFI ima ATVP enako kot po ZTVP-1 še vedno številne pristojnosti iz naslova izvajanja nadzora nad poslovanjem investicijskega podjetja iz države članice, ki v Sloveniji investicijske storitve opravlja neposredno, za kar v MiFID sploh ni pravne podlage. Poleg tega ima ATVP po ZTFI tudi številne pristojnosti iz naslova izvajanja nadzora nad podružnicami teh podjetij. MiFID v tem delu sicer dovoljuje omejen nadzor s strani nadzornega organa države članice gostiteljice (člen 32(2)), vendar pa je obseg nadzora po ZTFI bistveno širši. V tem delu ureditev po moji oceni ne predstavlja samo t. i. okraševanja predpisov, ampak nepravilno implementacijo direktive (MiFID).

Glede ureditve pristojnosti domačih nadzornih organov in njihovega medsebojnega sodelovanja je ustrezna že ureditev v ZTVP-1 (glej Tab. 8, na str. 29). ZTFI pa je ne določa bistveno drugače. Enako velja glede upravnih sankcij za kršitve in sodno varstvo zoper odločitve ATVP (glej Tab. 8, na str. 29). Treba pa je opozoriti na pomembno razliko, ki jo je uvedel ZTFI. ZTFI se namreč glede pristojnosti in postopkov nadzora ATVP nad investicijskimi podjetji sklicuje na smiselno uporabo določb ZBan-1. Menim, da zaradi navzkrižnega sklicevanja na smiselno uporabo ZBan-1 povprečnemu uporabniku zakona ni dovolj jasno, kakšne so pristojnosti in odgovornosti ATVP kot nadzornega organa, ter kakšne so pravice in obveznosti nadzorovanih subjektov. Ker se te določbe uporabljajo tudi za nadzor tujih investicijskih podjetij, ki koristijo pravice iz enotne licence, kar predstavlja ključen steber nove ureditve po MiFID na podlagi enotnega potnega lista, pa tak način urejanja po mojem mnenju ni najbolj ustrezen.

Kot pomanjkljivo in premalo dodelano pa je po moji oceni treba oceniti tudi ureditev sodelovanja ATVP z nadzornimi organi drugih držav članic (glej Tab. 8, na str. 31). ZTFI namreč ne določa več obveznega posvetovanja z nadzornim organom druge države članice, ki ga je ZTVP-1 urejal in ga kot obveznega določa tudi MiFID (člen 60). Kot neprimerno pa je treba označiti tudi ureditev, po kateri se ZTFI glede sodelovanja ATVP z drugimi nadzornimi organi z držav članic Skupnosti ponovno sklicuje na smiselno uporabo ZBan-1.

Nenazadnje ne smemo obiti zelo pomembnih prizadevanj na ravni Skupnosti, ki s ciljem večjega varstva potrošnikov, na vseh ravneh spodbujajo čezmejno izvensodno reševanje sporov investicijskih podjetij s potrošniki. ZTFI je v tem pogledu ostal na enaki ravni kot ZTVP-1 (glej Tab. 8, na str. 30). Čezmejno izvensodno reševanje sporov tako ostaja za Slovenijo povsem neurejeno in nedotaknjeno področje. Bolje se je Slovenija odrezala glede reševanja sporov iz nepravilne implementacije evropske zakonodaje. Slovenija je že aprila 2004 v okviru Ministrstva za gospodarstvo ustanovila slovenski center SOLVIT, ki je začel operativno delovati z dnem vstopa Slovenije v EU.

6.5 Kritična ocena stanja v Sloveniji

Izhajajoč iz opravljene analize implementacije evropske v slovensko zakonodajo v širšem (točka 6.4.1) in v ožjem (točka 6.4.2) smislu ocenjujem, da je gledano v celoti stanje na področju investicijskih storitev, to je glede vzpostavitve razmer potrebnih za prost pretok investicijskih storitev oziroma glede vzpostavitve enotnega trga investicijskih storitev, zadovoljivo. Pri tem pa je treba opozoriti, da je implementacija MiFID kakor tudi Transparentne direktive in obeh kapitalskih direktiv, v slovensko zakonodajo 31. 7. 2007 zamujala več kot šest mesecev (glej Tab. 7, na str. 8, 9 in 11). Gre za pomembno zamudo v negativnem smislu, ki pa ji Slovenija ni posvetila posebne pozornosti. Slovenija je namreč Komisiji še marca 2007 poslala poročilo, v katerem je na vprašanje, kdaj je predvidena implementacija MiFID in izvedbene direktive Komisije, odgovorila, da tega ni mogoče oceniti ("impossible to estimate"). Slovenija je bila tako še v marcu 2007 skupaj s Španijo in Francijo ena izmed treh držav Skupnosti, ki so edine ocenile, da MiFID do novembra 2007 ne bo prenesena v nacionalno zakonodajo, pa temu ni bilo posvečene nobene pozornosti. Ne glede na navedeno zamudo pa bo Slovenija skupaj z ostalimi državami članicami MiFID implementirala najkasneje do 1. 11. 2007, kar je kljub zamudi treba oceniti za pozitivno.

Nepoznavalcu se bo morda zdelo, da krajša zamuda ne more povzročiti večjih zapletov, vendar se s tem absolutno ne morem strinjati. Iz prikaza evropske zakonodaje je razvidno, da MiFID in Transparentna direktiva spreminjata temelje trga investicijskih storitev v Skupnosti. To pomeni obsežne spremembe na ravni organizacije dela investicijskih družb, da bodo lahko zadostile novim zahtevam po sporočanju in zbiranju podatkov. Potrebne bodo ogromne spremembe na informacijskem področju, nove programske platforme, izobraževanje zaposlenih, testiranje nove opreme ipd. Zelo zahtevna je tudi vzpostavitev sistema za izvrševanje naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši, saj ta predpostavlja možnost več linij za izvršitev naročil in več možnosti za izvršitev poravnave transakcij. V okviru več možnih trgovalnih in poravnalnih platform oziroma sistemov pa bodo morala investicijska podjetja naročilo izvršiti pod pogoji, ki bodo za stranko najugodnejši. Politika izvrševanja naročil bo tako zahtevala obsežne analize stroškov in drugih faktorjev izvršitve naročil in ustrezno informacijsko podporo. Enako velja glede obveznosti investicijskih podjetij o obveznem pridobivanju določenih podatkov od svojih (neprofesionalnih) strank z namenom zagotovitve, da bo transakcija za stranko primerna. S 1. 11. 2007 pa MiFID skupaj z Direktivo Komisije 2006/73/ES in Uredbo Komisije (ES) št. 1287/2006 neizpodbitno stopi v veljavo.

Polletna zamuda domačega zakonodajalca je tako skrajšala še kako pomemben prilagoditveni čas domačih investicijskih podjetij na slabe tri mesece. Pri tem pa je treba upoštevati, da je Slovenija v primerjavi z drugimi trgi finančnih instrumentov držav članic Skupnosti majhen trg in da na njem glede na to pretežno "kraljujejo" manjša investicijska podjetja. Z vidika slovenskih borzno-posredniških družb, od katerih ima le malo katera za več kot "razred zaposlenih", so spremembe, ki jih prinaša MiFID, zelo daljnosežne. Zanje pa je prilagoditev tako obsežnim spremembam še težja zlasti zato, ker zahteva obsežne finančne kakor tudi kadrovske vire. V tujini ocenjujejo, da bo prilagoditev MiFID v petletnem obdobju najbolj intenzivnega prilagajanja od vsakega investicijskega podjetja zahtevala od pet do petdeset milijonov evrov (The Economist, 2006, str. 1). Te številke že same zase kažejo na pomen in obseg sprememb, ki bodo pretežno majhna domača investicijska podjetja prisilila tudi do odločitve, ali ima v teh razmerah konkurence sploh še smisel poslovati.

Z vidika implementacije nove zakonodaje v praksi je treba še posebej opozoriti na pomanjkljivo sodelovanje na vseh ravneh. Slovenija zgolj s sprejemom zakonov, ki na papirju implementirajo evropsko zakonodajo, ne bo več mogla zadostiti potrebam evropskih procesov. Upoštevajoč visoko in natančno razdelan proces sprejemanja nove evropske zakonodaje v okviru Lamfalussijevega procesa so procesi v Sloveniji neodzivni, počasni in neaktivni. Zdi se, kot da

javna razprava ne obstaja, da se zakonodajalec ni posvetoval ne z industrijo ne s potrošniki, če pa se že je, o tem ni javnih zapiskov, javne razprave ali kakršnih koli sklepov za javnost. Neaktivnost pa je treba očitati tudi interesnim združenjem, to je Združenju in Zvezi potrošnikov Slovenije, ki v tej smeri nista odprli nobene razprave, izvedli le malokatero izobraževanje in nobenega večjega izobraževalnega projekta ali javno razglasili, da pri pripravi predpisov sodelujeta z zakonodajalcem oziroma z ATVP. Vprašanje je, na kateri strani ni dovolj volje ali interesa. Na strani zakonodajalca, ki že tako težko sledi evropskim zahtevam po implementaciji ali na strani industrije in potrošnikov, ki jim na vseh ravneh zmanjkuje tako finančnih kot kadrovskih virov za sodelovanje v razpravi. Slednje je razvidno tudi iz odprte javne razprave glede sprejema izvedbenih predpisov MiFID (to je Direktive Komisije 2006/73/ES in Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006), katere se ni udeležil noben slovenski subjekt. Iz odzivov razpravljajočih se lahko razbere, da so večinoma sodelovala združenja zahodno evropskih držav članic Skupnosti in nobeno iz "novih" držav članic. Očitno je torej, da bo treba to kulturo sodelovanja države, industrije in potrošnikov ter vključevanja v evropske procese še razviti.

Za vzor nam je lahko delovanje združenj in države v Veliki Britaniji, ki velja za državo članico z najbolj razvitim finančnim trgom. V Veliki Britaniji se je enajst združenj predstavnikov industrije združilo z namenom, da svoje člane podpre pri implementaciji MiFID in izvedbenih predpisov ter da njihove interese aktivno zastopa v pogajanjih z nadzornikom (FSA) in državno zakladnico (HM Treasury). Gre za t. i. projekt "MiFID Connect",¹²² ki vključuje tudi sodelovanje z zunanjimi pravnimi svetovalci, ki bodo na ravni združenja pripravili vzorce internih aktov in tabelo z obveznostmi za namen preverjanja usklajenosti. V okviru združenja MiFID Connect pa so tudi že pripravili in izvedli številna izobraževanja in izdali vodnik po spremembah, ki jih prinaša MiFID. Na ravni državnih oziroma paradržavnih organov, to je FSA (nacionalnega nadzornika) in HM Treasury (predstavnik izvršilne oblasti, podobno kot Ministrstvo za finance v Sloveniji), pa se odvijajo številna posvetovanja z industrijo in potrošniki. Obe instituciji sta se zavzeli za načelo boljše ureditve, za načelo proporcionalnosti, to je regulativno omejevanje subjektov na trgu za toliko, kolikor je nujno potrebno za doseg zastavljenih ciljev, in za obvezno posvetovanje s predstavniki ponudnikov in potrošnikov investicijskih storitev. S tem namenom je bilo ustanovljenih več posvetovalnih forumov, v okviru katerih so se odvijala številna posvetovanja z javno dostopnimi gradivi.

Moja ocena je, da je slovenska zakonodaja usklajena z evropsko zakonodajo, pri čemer pa je treba opozoriti na pomanjkljivosti glede pravočasne in natančne (popolne) implementacije. Na podlagi analize ožjega segmenta investicijskih storitev in primerjave MiFID in ZTFI se je namreč izkazalo, da tudi Slovenija v procesu implementacije dodaja nove zahteve (okraševanje) in da celo zaradi nezadostne pozornosti evropske predpise v določenih segmentih napačno implementira. Kljub temu gledano v celoti po moji oceni ZTFI ni slab zakon. V primerjavi z ZTVP-1 njegova struktura, po kateri upošteva ločeno urejanje področij, ki so na ravni Skupnosti urejena v različnih direktivah, na vsak način pomeni večjo preglednost in predvsem jasnost norm za tiste subjekte, ki jih te norme zavezujejo. Po drugi strani pa je ZTFI ravno zaradi tako zelo obsežne tematike, ki jo ureja, in s predlaganimi 589 členi morda celo preobširen in bi bilo smiselno v bodoče razmišljati v smeri, da se določene vsebine uredi ločeno.¹²³ Sicer pa vsebina, ki jo ureja ZTFI, sledi zahtevam evropske zakonodaje, razen že v šestem poglavju (točka 6.4.2) izpostavljenih pomanjkljivosti oziroma nepravilnosti.

¹²² Več o tem na www.mifidconnect.com.

¹²³ O tem, da se sprejme več zakonov namesto enega bi bilo smiselno razmisliti zlasti zaradi zelo podobnih pojmov, ki so sedaj v enem zakonu, se pa v različnih evropskih predpisih različno razlagajo, oziroma imajo različne posledice (kot na primer pojem profesionalne stranke po MiFID in pojem dobro poučenega vlagatelja po Transparentni direktivi).

Na drugi strani je treba opozoriti, da izvedbeni podzakonski predpisi še niso pripravljene oziroma javno objavljeni. Menim, da bi se ATVP pri sprejemu podzakonskih predpisov morala zgledovati po vzoru urejanja na drugi ravni Lamfalussijevega procesa in vzoru prizadevanj k boljši ureditvi, ki zahtevata vzporeden potek procesov sprejemanja prve ravni (to je zakona) in druge ravni (to je podzakonskih predpisov) ter sodelovanje s predstavniki interesnih skupin ponudnikov in potrošnikov. ATVP ni objavila nobene javne razprave v tej smeri, javno ne sodeluje z nobeno interesno skupino in javno ni objavila nobenih predlogov. Če bi sledili vzoru bolj razvitih držav članic, kot je na primer Velika Britanija, bi lahko ugotovili, da je taka razprava ne samo koristna, ampak tudi nujna.

7. Pomen prostega pretoka investicijskih storitev v EU

Spremembe na področju investicijskih storitev, še zlasti z uveljavitvijo MiFID, naj bi trg investicijskih storitev na ravni Skupnosti zelo približale notranjemu trgu in zagotavljanju prostega pretoka investicijskih storitev na ravni Skupnosti. Uspeh sprememb, ki izhajajo iz FSAP, bo mogoče oceniti šele čez čas in Komisija v tej smeri že pripravlja II. del Ocene FSAP, ki naj bi ocenila učinke sprememb. Takrat se bo tudi prvič zares videlo, ali pravo lahko prinese učinke na trgu in ali je lahko tudi gonilec sprememb. Pred tem pa lahko ocenimo pomen preteklih procesov ter identificiramo prednosti in slabosti bližnjih sprememb.

7.1 Pomen prostega pretoka investicijskih oziroma finančnih storitev glede na ostale svoboščine notranjega trga EU

Notranji trg je imperativ, ki si ga je Skupnost zastavila že leta 1984 s sprejemom Enotnega evropskega akta (člen 13). Cilj je tako daljnosežen, da so večjega pomena pravzaprav koraki, ki jih Skupnost dela na poti za doseg tega cilja. Realnost pa je bližje enotnemu trgu. Notranji oziroma enotni trg tvorijo štiri temeljne svoboščine (tudi pravice in na drugi strani obveznosti), to so svoboden pretok blaga, oseb, storitev in kapitala.

V drugem in četrtem poglavju je prikazana vsebina temeljnih svoboščin, njihov razvoj od začetkov do danes ter pomen in vloga SES v tem procesu. Iz prikaza je razvidno, da razvoj ni bil vzporeden ter da se je vsaka od svoboščin postopoma razvijala na poti do enotnega oziroma od danes naprej do notranjega trga. Prvotno je bilo največ pozornosti namenjene prostemu pretoku blaga (predvsem produktov), kasneje prostemu pretoku delavcev in sprostitvi svobodnega pretoka kapitala. V zadnjem času je v ospredju razvoj svobodnega pretoka oseb in storitev. Ne glede na razlike v razvoju, vsebini in tudi pomenu posameznih svoboščin pa iz prikaza jasno izhaja, da so svoboščine med seboj neločljivo povezane in da druga brez druge ne morejo ustvariti notranjega trga. Vse štiri svoboščine povezujeta dve temeljni načeli, in sicer načelo nediskriminacije in načelo vzajemnosti.

Načelo prepovedi diskriminacije, ki sicer izhaja iz člena 12 ES, je temeljno vsem štirim svoboščinam. Načelo prepoveduje kakršno koli diskriminacijo, to je različno obravnavanje, na temelju nacionalnosti. Na podlagi tega načela je tako prepovedano obravnavati uvoženo blago drugače od domačega, kakor tudi ponudniku storitev iz druge države članice postavljati strožje pogoje kot domačemu ponudniku. Enako velja glede zaposlitve tujih delavcev, za katere ne sme veljati strožji režim kot za domače. V okviru pravice do ustanavljanja to pomeni, da za tuje osebe, ki želijo izkoristiti to pravico, ne smejo biti določeni strožji pogoji za ustanovitev, kot so določeni za domače osebe. Načelo nediskriminacije velja za tako trdno in temeljno načelo, da ne dovoljuje izjem.

Drugo temeljno načelo je načelo vzajemnosti. Prvič je bilo uveljavljeno v sodbi SES iz leta 1979 v zadevi *Cassis de Dijon (C-120/78)*. Bistvo tega načela je, da ima zakonodaja druge države članice enake učinke kot domača. Na področju prostega pretoka blaga, na katerega se primer *Cassis de Dijon* nanaša, to v praksi pomeni, da mora država članica dopustiti prost pretok blaga iz drugih držav članic, čeprav je to blago proizvedeno v skladu s standardi te druge države članice in ti standardi ne ustrezajo domačim, in sicer po načelu vzajemnosti in z namenom, da tudi te druge države članice dopustijo prost pretok blaga iz te prve države članice. To načelo se je kasneje uveljavilo tudi na področju svobodnega opravljanja storitev, zlasti z vidika vzajemnega priznavanja poklicnih kvalifikacij. Načelo vzajemnosti tako zagotavlja svoboden pretok blaga in storitev brez potrebe, da bi se zakonodaja držav članic harmonizirala. Razlika v razmerju do načela prepovedi diskriminacije je, da so dovoljene izjeme, in sicer pod strogimi pogoji zaradi varstva javnega interesa. Te izjeme so podrobneje razdelane v drugem in četrtem poglavju .

Področje finančnih storitev, kot je razvidno iz prejšnjih poglavij, je posebno predvsem zaradi strogega nadzora države in pomena, ki ga sicer ima stabilen finančni sistem za nacionalno gospodarstvo. Varstvo javnega interesa, kot izjema od načela vzajemnosti, je bilo tako še posebej pogosto uporabljen razlog za omejevanje prostega pretoka finančnih storitev. K temu je pripomogla tudi sodna praksa SES, ki je te izjeme na nek način odobraval in jih obravnavala manj strogo. Naj samo ponovno spomnim na sodbi v zadevi *Alpine Investments (C-384/93)* in *Komisija proti Republiki Nemčiji (C-205/84)*. SES je že takrat poudarilo, da je za razrešitev te dileme potrebna harmonizacija. Na področju investicijskih storitev je minimalno harmonizacijo uvedla že ISD. Kljub temu je Komisija v Sporočilu Komisije o priznavanju vzajemnosti v kontekstu akcijskega načrta za enotni trg (KOM(1999) 299) ugotovila, da države članice načelo vzajemnosti na področju finančnih oziroma investicijskih storitev večkrat napačno in neutemeljeno omejujejo zaradi varstva javnega interesa. Posledično pa je trg finančnih storitev v Skupnosti ostal razdrobljen in je zaostajal v razvoju (Warren, 2003, str. 211).

ISD je sicer na temelju načela vzajemnosti in načela subsidiarnosti (to je harmonizacije evropskih pravil na področjih, kjer se cilji lažje dosežejo na ravni Skupnosti kot pa jih dosežejo posamezne države članice) po vzoru predpisov o bančništvu uvedla enotno licenco za opravljanje investicijskih storitev. Sistem enotnega potnega lista, ki je v bistvenem temeljil na načelu vzajemnosti in minimalni harmonizaciji, se je kasneje prenesel tudi na druga področja finančnih storitev, to je investicijske sklade in zavarovalništvo. Očitno pa je, da ISD ni prinesla zadovoljivih rezultatov. Prvič so države članice minimalne standarde iz direktive implementirale neenotno in drugič, kar je najpomembnejše, so si klavzulo iz člena 11(2) ISD, ki jim je dovoljevala, da sprejmejo tudi dodatna pravila poslovanja investicijskih družb, če je bilo to potrebno zaradi varstva splošnega oziroma javnega interesa, razlagale zelo široko in uvedle kup zahtev, ki so oteževale čezmejno poslovanje.

Nov korak na tem področju je pomenil FSAP z Lamfalussijevim procesom, katerega cilj je bil v okviru Lizbonske strategije doseči, da postane Skupnost do leta 2010 najbolj konkurenčno, na znanju temelječe gospodarstvo na svetu. Rezultat teh procesov je MiFID, ki naj bi na ravni maksimalne harmonizacije dokončno utrdila države članice v prepričanju, da lahko "brez strahu" dopustijo uveljavitev načela vzajemnosti. Pa ne samo na področju avtorizacije, to je izdaje dovoljenj za opravljanje investicijskih storitev, ampak v precejšnji meri tudi na področju nadzora poslovanja investicijskih podjetij.

Predstavljeni procesi na področju vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev tako na novo postavljajo smernice na poti doseganja notranjega trga. Proces, ki so bili sprva zamišljeni le za investicijske storitve, so se aprila 2005 prenesli še na druga področja finančnih

storitev, to je bančništvo, zavarovalništvo ter pokojninske in investicijske sklade. Verjetno je tudi na teh področjih treba pričakovati vedno večjo harmonizacijo pravil in vedno večjo veljavo načela vzajemnosti, ki bo temeljilo na maksimalni harmonizaciji. Vprašanje pa je, kako uspešni bodo ti procesi v praksi. Pozornost Skupnosti je tako ravno na področju investicijskih storitev sedaj močno usmerjena v uspešno izvrševanje tretje in četrte ravni Lamfalussijevega procesa. To predvsem zahteva uspešen prenos evropske zakonodaje v nacionalne predpise, nadaljnje enotno izvrševanje pravil predvsem na področju avtorizacije, to je nadzora nad ustanovitvenimi pogoji, nadzora nad poslovanjem investicijskih podjetij kakor tudi reševanja morebitnih kritičnih točk. Če se bo na koncu proces izkazal za uspešnega, menim, da bo to pomenilo vzor za napredek na drugih področjih notranjega trga.

Očitno je, da notranjega trga na marsikaterem področju, od katerih je v zadnjem času izpostavljena harmonizacija na področju statusnega, civilnega in davčnega prava, ne bo mogoče doseči zgolj na podlagi temeljnih določb ES in minimalne harmonizacije. Ovire notranjemu trgu namreč ostajajo kljub minimalni harmonizaciji pravil na ravni Skupnosti in spodbudi k doseganju notranjega trga z avtonomnimi ukrepi na ravni držav članic. Zato bodo lahko procesi vzpostavljanja notranjega trga na področju investicijskih storitev, če bodo seveda v celoti uspešni, zgled in povod za vzpostavitev podobnih postopkov na drugih področjih notranjega trga. V tem pa je tudi ključen pomen procesov vzpostavljanja notranjega trga na področju investicijskih storitev za vzpostavljane notranjega trga na drugih področjih.

7.2 Identifikacija prednosti in slabosti prostega pretoka investicijskih storitev z vidika ponudnikov teh storitev

V nadaljevanju so predstavljene prednosti in slabosti prostega pretoka investicijskih storitev z vidika ponudnikov investicijskih storitev. Ponudniki so investicijska podjetja, to so borznoposredniške družbe in banke, ki imajo dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev, v bodoče pa tudi upravljavci MTF in sistematični internalizatorji. Prednosti oziroma slabosti so predstavljene pretežno z vidika novosti oziroma sprememb, ki naj bi jih prinesla implementacija MiFID z izvedbeno direktivo in uredbo. MiFID namreč strokovnjaki označujejo za temeljni predpis FSAP (Mooloney, 2006, str. 983) oziroma za temeljni predpis, katerega cilj je vzpostaviti vseevropski trg kapitala (Aubry in McKee, 2007, str. 177).

Ponudnikom investicijskih storitev prost pretok investicijskih storitev na podlagi nove evropske zakonodaje, ki je oziroma bo uveljavljena v skladu s FSAP, prinaša naslednje prednosti:

a) Enotna licenca:

Investicijska podjetja imajo že od uveljavitve ISD pravice do svobodnega opravljanja storitev ali opravljanja storitev preko podružnic na podlagi enotnega dovoljenja, ki ga izda matična država članica. Čezmejno poslovanje investicijskih podjetij na podlagi enotne licence naj bi bilo po MiFID še lažje, predvsem zaradi večje harmonizacije pravil poslovanja in manjših pristojnosti nadzornih organov držav članic gostiteljic. FSA med prednosti tako šteje tudi nižje stroške za avtorizacijo zaradi enotne licence (FSA, 2006, Aneks 2, str. 11).

b) Enotni pogoji za začetek poslovanja in za opravljanje dejavnosti:

ISD je določala minimalne standarde glede ustanovitve in poslovanja investicijskih podjetij, ki so jih države članice različno implementirale in jim dodajale še nove zahteve. MiFID na drugi strani temelji na načelu maksimalne harmonizacije pravil, to pomeni, da naj bi bila pravila ustanavljanja in poslovanja investicijskih podjetij na ravni Skupnosti enotnejša. K temu naj bi pripomogli tudi kapitalski direktivi z enotnimi pogoji glede zahtev osnovnega kapitala,

kapitalske ustreznosti, likvidnosti in obvladovanja tveganj. FSA na tej podlagi med prednosti za investicijska podjetja šteje tudi nižje stroške vzdrževanja skladnosti poslovanja v več državah članicah (FSA, 2006, Aneks 2, str. 12).

c) Možnost vzporednih mest trgovanja:

Investicijska podjetja imajo sedaj možnost izbire, kje bodo izvršila naročilo stranke. MiFID je namreč dokončno odpravila načelo koncentracije, da je treba naročilo stranke glede vrednostnega papirja, ki je uvrščen v organizirano trgovanje, opraviti preko organiziranega trga. Investicijska podjetja imajo tako po novem možnost izvršitve naročila na organiziranem trgu ali MTF oziroma izven organiziranega trga, to je znotraj sistema investicijskega podjetja. Investicijsko podjetje lahko sedaj tudi samo upravlja različne trgovalne funkcije, in sicer lahko nastopa kot sistematični internalizator ali upravljavec MTF.

d) Lažji dostop do organiziranega trga:

MiFID države članice zavezuje, da zagotovijo, da organizirani trgi in MTF tujim investicijskim podjetjem omogočijo dostop do reguliranih trgov pod enakimi pogoji kot za domača podjetja. Zaradi višje stopnje harmonizacije tako delovanja organiziranih trgov kot pogojev za članstvo se bodo postopki na ravni Skupnosti poenotili in vsem podjetjem omogočili lažji dostop do organiziranih trgov.

e) Izbira centralne nasprotne stranke:

MiFID odpravlja centralni sistem poravnave poslov. V tem okviru mora organiziran trg svojemu članu o določenih pogojih dovoliti, da izbere tudi drug sistem poravnave, kot ga je izbral sam. Enaka obveznost velja za upravljavce MTF in za poravnavo transakcij sklenjenih na MTF.

f) Povezava trgov in konkurenca med različnimi mesti trgovanja:

Obveznosti investicijskih podjetij, organiziranih trgov, upravljavcev MTF in sistematičnih internalizatorjev glede objave informacij pred in po trgovanju in še zlasti obveznost o objavi informacij o opravljenih transakcijah v treh minutah od izvršitve transakcije naj bi omogočili preglednost trgovanja s finančnimi instrumenti, sprejetimi v organizirano trgovanje, s katerimi se trguje na več mestih trgovanja. To naj bi imelo povezovalni učinek v smislu poenotenja cen in učinek konkurence med različnimi mesti trgovanja, predvsem na osnovi stroškov in drugih parametrov (poravnava, hitrost ipd). V tem okviru FSA ocenjuje, da bo to povzročilo boljše delovanje trgov in znižanje stroškov transakcij na agregatni ravni (FSA, 2006, Aneks 2, str. 13).

g) Več čezmejnega poslovanja in izkoriščanja ekonomij obsega:

MiFID je nadgradila namen ISD vzpostaviti enoten trg investicijskih storitev. Ker temelji na maksimalni harmonizaciji, sili k uskladitvi poslovanja vse subjekte na trgu, tudi lokalna investicijska podjetja, ki nikoli niso imela namena poslovati čezmejno. To pa prinaša tudi obsežne investicije. Verjetno je, da bodo investicijska podjetja (tudi tista, ki so do sedaj razmišljala zgolj lokalno), začela razmišljati o smislu in namenu velikih investicij za uskladitev z evropsko zakonodajo in stalnih virov sredstev za namen vzdrževanja usklajenosti ter bodo začela raziskovati možnosti čezmejnega poslovanja in izkoriščanja ekonomij obsega. Na vsak način bodo v prednosti večja podjetja, ki bodo vsekakor izkoristila priložnost ekonomij obsega in širitve poslovanja, vendar ob dobri strategiji tudi manjšim investicijskim podjetjem ni mogoče povsem odreči priložnosti. Dejstvo je, da bo zanje konkurenca hujša oziroma verjetno še hujša, če ne bodo stopila izven okvira lokalnega razmišljanja in poslovanja.

h) Priložnost za inovacije:

FSA ocenjuje, da bo uvedba novega pravnega okvira po MiFID povzročila večjo tendenco investicijskih podjetij k razvoju novih storitev oziroma produktov (FSA, 2006, Aneks 2, str. 15).

i) Poenotenje nadzora nad poslovanjem:

Eden izmed ključnih ciljev MiFID je tudi večje zaupanje in sodelovanje med nadzornimi organi držav članic Skupnosti. Skrbnik tega sodelovanja je CESR, ki naj bi skrbel za večjo konvergenco izvrševanja nadzora, večjo konvergenco razlage skladnosti ravnanja investicijskih podjetij z zahtevami MiFID in večje sodelovanje med nadzornimi organi držav članic Skupnosti. Jasnost pravil poslovanja in enako izvrševanje nadzora ustvarja skupaj z enakimi pogoji poslovanja enotno osnovo za konkurenčno opravljanje dejavnosti na ravni Skupnosti ("level playing field").

Ponudnikom investicijskih storitev prost pretok investicijskih storitev na podlagi nove evropske zakonodaje, ki je oziroma bo uveljavljena v skladu s FSAP, ne prinaša zgolj prednosti. Skupaj s prednostmi nastopajo negativne posledice nove zakonodaje, ki niso nujno tudi slabosti:

a) Visoki stroški prilagajanja:

MiFID prinaša številne nove zahteve na področju zbiranja, obdelovanja, objave, sporočanja ter hranjenja informacij in podatkov, zahteva vzpostavitev novih sistemov poslovanja, še zlasti izstopajo zahteve po poročanju o opravljenih transakcijah, klasifikaciji strank, izvrševanju naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši, in vzpostavitvi sistemov za stalno spremljanje usklajenosti poslovanja podjetja s predpisi. To pomeni nove ali izboljšane informacijske sisteme, programsko opremo, sisteme upravljanja baz podatkov ter dodatna izobraževanja zaposlenih. Vse navedeno zahteva obsežne finančne in tudi kadrovske vire. Treba je sicer poudariti, da se predvideva, da bodo večje investicije potrebne zgolj v začetni fazi, kasneje pa naj bi jih nadomestile prednosti novega sistema. Verjetneje je, da se bo slednje izkazalo kot resnično za večja investicijska podjetja, ne pa nujno tudi za manjša.

b) Lokalna investicijska podjetja:

Novo ureditev po MiFID bodo kot resnično slabo občutila predvsem manjša, izključno lokalno usmerjena investicijska podjetja, za katere MiFID ne predvideva izjem. Ne glede na to, da nikoli ne bodo poslovala čezmejno, se bodo morala tudi ta podjetja prilagoditi spremembam, in sicer zaradi sprememb samih po sebi (Saluja, 2006, str. 26). Razprava o tem, zakaj zanje ni izjem, niti ni bila potrebna, ker je jasno, da bi taka podjetja izkrivljala konkurenco in pomenila oviro na poti vzpostavitve notranjega trga.

c) Načelo najboljše izvršitve:

MiFID je kot eno izmed večjih novosti pravil poslovanja uvedla načelo izvršitve naročila pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši ("best execution"). To je pravzaprav logična posledica odprtja trga v smislu možnosti izvrševanja naročil na več mestih trgovanja in možnosti večtirnih poravnav sklenjenih poslov. Načelo, ki je na zakonski ravni jasno in razumljivo, v praksi povzroča probleme predvsem glede izvrševanja naročil za nakup oziroma prodajo finančnih instrumentov, ki se ne prodajajo standardizirano prek organiziranih trgov. Pri delnicah in drugih finančnih instrumentih, ki kotirajo na organiziranem trgu, je namreč odgovor na vprašanje, kaj so najboljši pogoji, jasen: najboljša nakupna oziroma prodajna cena in najnižji stroški izvedbe transakcije. Problem se pokaže pri drugih finančnih instrumentih kot na primer pri posredovanju pri paketih obveznic ali delnic, kjer se cena dogovori. Vprašanje, kateri pogoji so najboljši, v teh primerih ni več enoznačno, saj je lahko bolj pomembna hitrost transakcije ali pa varnost in zanesljivost njene izvedbe kot pa nakupna oziroma prodajna cena ali stroški izvedbe transakcije.

d) Hčerinske družbe in podvajanje zahtev nadzora:

Kljub temu, da je MiFID prinesla obsežne spremembe glede enotnih pogojev opravljanja storitev in predvsem enotnega nadzora investicijskih podjetij, ki želijo investicijske storitve v državi članici gostiteljici opravljati neposredno ali prek podružnice, pa se ureditev za hčerinska podjetja ni spremenila. Investicijsko podjetje lahko v drugi državi članici ustanovi hčerinsko investicijsko podjetje v skladu s pravico do ustanavljanja in mora zanj (ne glede na to, da je samo že avtorizirano v matični državi članici) pridobiti dovoljenje pristojnega nadzornega organa države članice, v kateri ima hčerinska družba sedež. Ta družba je potem pod nadzorom tega organa, tako glede izpolnjevanja ustanovitvenih pogojev, kot pravil poslovanja. Dejstvo pa je, da hčerinsko podjetje obvladuje in dejansko upravlja matično podjetje, ki iz tega naslova vodi enoten notranji sistem poslovanja. Z ločenim vodenjem nadzora se tako brez potrebe podvajajo zahteve, ki izhajajo iz nadzora različnih nadzornih organov in različnih pravnih pravil.

e) Drobljenje likvidnosti in cen finančnih instrumentov:

Prednosti možnega izvrševanja naročil na več mestih trgovanja na drugi strani obhajajo skrbi o drobljenju likvidnosti in cen finančnih instrumentov, s katerimi se bo trgovalo na teh različnih mestih trgovanja. Na primer z eno delnico se bo lahko trgovalo na več trgih hkrati in vprašanje je, ali bo zaradi razdrobljenosti trgovanja ta delnica še likvidna na vseh trgih in ali bo njena cena na vseh mestih trgovanja enaka. Ta argument so v razpravi na ravni Skupnosti še zlasti izpostavljali organizirani trgi (borze) in pa države s koncentriranim sistemom trgovanja. Rezultat tega dialoga so obsežne zahteve MiFID glede objave informacij o trgovanju (sklenjenih poslih) na vseh mestih trgovanja.

f) Razlike v nadzoru:

Čeprav je skozi celoten Lamfalussijev proces in sedaj še v Beli knjigi izrecno izpostavljeno sodelovanje med nadzornimi organi držav članic Skupnosti, pa je vprašanje, kako se bo to izvajalo v praksi. Dejstvo je, da so nadzorni organi na nek način podaljšana roka države in da so nagnjeni k nacionalnemu protekcionizmu.

Predstavljene prednosti in slabosti ustvarjajo novo sliko zmagovalcev in poražencev na trgih finančnih instrumentov. Aubry in McKee (2007, str. 182) menita, da bodo na strani ponudnikov največji zmagovalci: večja investicijska podjetja (to je borznoposredniške družbe in investicijske banke), večje borze in večji ponudniki storitev upravljanja podatkovnih baz in informacijske tehnologije. Menita, da bodo na drugi strani največ izgubila mala investicijska podjetja in majhne borze. Zanimivo je, da med zmagovalce štejeta tudi nadzorne organe. Predvidevata, da bodo večja investicijska podjetja ob zadostnih investicijah lahko izkoristila prednosti novega sistema ter ob pravilnih odločitvah in ob znižanju stroškov transakcij povečala obseg poslovanja. Na drugi strani mala investicijska podjetja ob pomanjkanju virov sredstev (tako finančnih kot kadrovskih) te možnosti ne bodo imela. Enako velja za večje borze, ki bodo morale konkurirati novim možnostim trgovanja na MTF ali izven reguliranega trga preko sistematičnih internalizatorjev. Ob bistveno povečanem obsegu informacij, ki jih morajo ponudniki objavljati oziroma sporočati ter ob novih zahtevah glede izvrševanja naročil bodo pridobili tudi upravljavci baz podatkov oziroma ponudniki informacijske tehnologije, ki bodo dovolj veliki in uspešni, da bodo izkoristili priložnosti iz MiFID. Slednje se že kaže v realnih projektih. Konzorcij enajstih velikih bank na primer vzpostavlja platformo imenovano "Project Boat", ki bo vključenim omogočala objavo oziroma sporočanje podatkov pred in po trgovanju v skladu z MiFID. Druge investicijske banke pripravljajo ogromno skupno trgovalno platformo, MTF, v okviru projekta "Project Turquoise". Reuters in Bloomberg vzpostavljata program za upravljanje s podatki, ki naj bi zagotovil manjšim investicijskim podjetjem, da izpolnjujejo zahteve glede izvršitve naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši, in zahteve glede poročanja o sklenjenih transakcijah. Gre za projekt "Equiduct".

Na vprašanje, ali bodo slovenska investicijska podjetja znala izkoristiti priložnosti, je težko odgovoriti. Na splošno gre za manjša investicijska podjetja, ki so pretežno usmerjena k ponujanju investicijskih storitev v Sloveniji in so zato v samem bistvu zahtev, ki jih prinaša MiFID, med poraženci ali tistimi, katerim to prinaša kvečjemu stroške. Prednost, ki to sicer ni, slovenskih investicijskih podjetij je morda le v tem, da je majhen tudi slovenski trg kapitala. Zato ni mogoče z gotovostjo trditi, da bo sicer večje in lažje čezmejno poslovanje na ravni Skupnosti tudi v Slovenijo prineslo bistveno večjo konkurenco med ponudniki investicijskih storitev.

7.3 Identifikacija prednosti in slabosti prostega pretoka investicijskih storitev z vidika potrošnikov teh storitev

Potrošniki so po vseh merilih največji zmagovalci, tako notranjega trga na splošno kot tudi notranjega trga investicijskih storitev. Slabosti razvoja, ki ga prinaša MiFID, za potrošnike praktično ni mogoče identificirati. Še največja pomanjkljivost, ki pa ni predmet urejanja MiFID, je seznanjanje potrošnikov z njihovimi pravicami in možnostmi v tem novem okolju. To pa je v bistvu naloga vsake države članice in njenih združenj potrošnikov.

Med pomembnejšimi prednostmi potrošnikov v okviru novega pravnega okvira investicijskih storitev, pa je treba omeniti:

a) Načelo izvršitve pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši:

Potrošnik bo deležen izvršitve zelenega naročila pod najboljšimi pogoji, ki mu bodo prinesli boljše cene in nižje stroške. Poleg tega ima potrošnik pravico kadarkoli od investicijskega podjetja zahtevati, da izkaže, da je bilo njegovo naročilo izvedeno v skladu s politiko izvrševanja naročil.

b) Potrošnik in prednosti neprofesionalne stranke:

MiFID zahteva, da mora investicijsko podjetje pri opravljanju investicijskih storitev upoštevati izkušnje in znanja potrošnika oziroma pri upravljanju portfeljev tudi njegov finančni položaj in investicijske cilje. Potrošnika, ki je neprofesionalna stranka, mora opozoriti, če meni, da glede na posredovane informacije predvidena storitev ali proizvod potrošniku ne ustreza. Prav tako mora te informacije upoštevati, kadar potrošniku priporoči katero od investicijskih storitev oziroma nakup ali prodajo finančnega instrumenta.

c) Večja izbira ponudnikov in produktov:

MiFID naj bi bistveno izboljšala konkurenco na trgu investicijskih storitev, kar bo potrošnikom prineslo večjo možnost izbire tako med ponudniki storitev kot tudi med samimi storitvami, ki jih bodo ponujali.

d) Nižji stroški:

Zaradi večje konkurence na trgu bodo potrošniki v celoti gledano deležni nižjih stroškov opravljenih storitev. K temu bo pripomogla tudi konkurenca med mesti izvršitve naročil (glede stroškov borze) in konkurenca med poravnalnimi sistemi (glede poravnalnih stroškov) ter sistemi skrbništva finančnih instrumentov (glede stroškov vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev ali skrbniških stroškov).

e) Boljša informiranost:

Zaradi zahtev MiFID po javni objavi podatkov o izvedenih transakcijah na vseh organiziranih trgih na ravni Skupnosti bodo potrošnikom, ki bodo to želeli, na voljo vse informacije o stanju na vseh trgih Skupnosti, kar mu bo omogočilo primerjavo cen, stroškov in drugih parametrov transakcije ter lažjo investicijsko odločitev.

Glede na predstavljene prednosti in slabosti za ponudnike in potrošnike investicijskih storitev je jasno, da so potrošniki absolutni zmagovalci novega sistema oziroma zakonodaje na področju investicijskih storitev. Res je sicer, kot v svojih poročilih poudarja FIN USE, da je vključenost v procese premajhna ali je sploh ni, da zato tudi problemi potrošnikov niso zaznani kot ovira notranjemu trgu. Ne glede na to, pa je potrošnikom (gledano v celoti) na voljo večja ponudba investicijskih storitev, večja možnost izbire ponudnika investicijskih storitev in zato posledično tudi nižja cena storitve.

8. Ocena stanja na področju prostega pretoka investicijskih storitev

Končne ocene stanja na področju prostega pretoka investicijskih storitev na ravni Skupnosti še ni, ker proces implementacije ključnega predpisa MiFID še teče in ker se izvedbeni fazi, to je tretja in četrta faza Lamfalussijevega procesa, sploh še nista zares začeli izvajati. Na pravo oceno sprememb, ki jih je prinesel FSAP, in odgovor na vprašanje, ali bo Lizbonska strategija na področju investicijskih storitev dosežena, bo treba še počakati skoraj vse do leta 2010.

8.1 Procesi na področju investicijskih storitev, ki naj bi se izvedli po akcijskem planu na ravni EU

Ukrepi, ki so bili predlagani s FSAP (to je okvirna in izvedbena evropska zakonodaja), so bili sprejeti. FSAP je s tem postavil pravne temelje za učinkovit in povezan trg investicijskih storitev. Zato je sedaj treba zagotoviti, da se sprejeti ukrepi v praksi dejansko in učinkovito izvajajo. Proces se v tej smeri danes nadaljuje z Belo knjigo. Z vidika vzpostavitve notranjega trga investicijskih storitev je treba izpostaviti tri aktivnosti, in sicer prizadevanje k dejavnemu utrjevanju sprejete zakonodaje, zavezanost k uporabi načel boljše ureditve pri sprejemu nove zakonodaje in izboljšanje sodelovanja in konvergence izvajanja nadzora nad subjekti na trgu.¹²⁴ Ključni vodili novega načrta aktivnosti na ravni Skupnosti sta utrditev in ponovna presoja sprejetih predpisov (Mooloney, 2006, str. 983).

Zakonodajni procesi, to je procesi na prvi in drugi ravni Lamfalussijevega procesa,¹²⁵ so končani, in proces se nagiba k izvedbi tretje in četrte ravni. V tem okviru bodo najpomembnejša avtonomna prizadevanja CESR in nacionalnih nadzornikov z namenom, da se implementirani predpisi v praksi enako uporabljajo in da nadzor subjektov na trgu poteka enako. CESR bo moral pristopiti k Aktivnemu izvrševanju nalog, zastavljenih v Hymalaya poročilu.¹²⁶

V okviru Komisije na ravni Skupnosti tečejo trije ključni projekti: pregled usklajenosti zakonodaje na področju investicijskih storitev, ki ga izvaja Komisija s pomočjo strokovnega odbora ESME, II. del ocene FSAP v obdobju 2007–2008 in kontrola implementacije evropske zakonodaje v državah članicah preko implementacijskih tabel, ki ju izvaja Komisija. V okviru CESR, to je na tretji ravni Lamfalussijevega procesa, pa se vršijo prizadevanja za pravilno implementacijo MiFID in Transparentne direktive ter se že pristopa k sprejemu priporočil v zvezi s tema direktivama.

Na ravni Skupnosti se v prihodnosti načrtuje večja vključenost skupin potrošnikov v razpravo na različnih ravneh Lamfalussijevega procesa. V tem okviru bo potrebno proaktivno ravnanje močnejših skupin (ponudnikov), ki bodo morali zagotoviti sodelovanje šibkejšim

¹²⁴ Podrobneje o navedenih procesih v petem poglavju, točki 5.1.1. in 5.1.3.

¹²⁵ Podrobneje o Lamfalussijevem procesu v petem poglavju, točka 5.1.2.

¹²⁶ Podrobneje o Hymalaya poročilu v petem poglavju, točka 5.1.2.

skupinam (potrošnikom). Evropske institucije in odbori si bodo prizadevali, da se bo potrošnikom probleme izpostavilo na razumljiv način, da bodo dokumenti dostopni v jeziku, ki ga razumejo, in da bodo imeli za pripravo stališč na voljo dovolj časa.

Desetletje zakonodajne dejavnosti, sprejema novih ukrepov in usklajevanja s strani držav članic in industrije z novimi pravili je več kot dober razlog, da se aktivnosti na tem področju umirijo. Bistvo prihodnjih procesov je tako usmerjeno v implementacijo in izvrševanje evropske zakonodaje, s poudarjenimi kontrolnimi procesi za odkrivanje ovir, napak in nedoslednosti v izvedbenih procesih. Nadaljnja zakonodajna dejavnost na ravni Skupnosti ni predvidena in novi predpisi bodo sprejeti le kot odgovor na morebitne zastoje v procesu ali ugotovljene pomanjkljivosti obstoječe zakonodaje z vidika vzpostavitve notranjega trga investicijskih storitev (to je predvsem zakonodaje, sprejete na drugi ravni Lamfalussijevega procesa). Slednje bo omogočila tudi ukinitvev roka veljavnosti izvršilnih klavzul v okvirnih direktivah.

V bodoče, ali vsaj do leta 2010, tako ne pričakujem novih aktivnosti na tem področju, če se bodo procesi tekoče odvijali in če se bodo dosegali zastavljeni cilji. Novi akcijski načrti bodo morda pripravljene za ožje segmente področja investicijskih storitev z namenom odprave ovir notranjemu trgu. Pravzaprav lahko sklenemo, da je cilj bodočih procesov na področju investicijskih storitev: "več je manj".

8.2 Identifikacija pomanjkljivosti obstoječe zakonodaje in ključnih ovir prostemu pretoku investicijskih storitev na ravni EU

MiFID je temeljno in na novo uredila področje investicijskih storitev, to je od ustanovitvenih pogojev do pogojev poslovanja licenciranih subjektov na trgu finančnih instrumentov, do uvedbe možnosti trgovanja na več mestih trgovanja in ureditve pogojev takega trgovanja ter končno do novih dimenzij dostopnosti in preglednosti informacij o trgovanju. Po njeni uveljavitvi in implementaciji v državah članicah naj bi se trg investicijskih storitev na ravni Skupnosti spremenil v vseh segmentih z namenom, da se doseže povezan, konkurenčen in stabilen finančni trg, na katerem so investitorji primerno zaščiteni, tržni udeleženci pa imajo možnost, da razvijajo nove storitve in produkte (Mooloney, 2006, str. 983). Na ureditev trga investicijskih storitev sicer pomembno vplivajo tudi drugi evropski predpisi, zlasti Direktiva o zlorabi trga, Prospektna in Transparentna direktiva.¹²⁷ S tem je vsekakor postavljen sistem, ki omogoča razvoj enotnega, učinkovitega in konkurenčnega finančnega trga na ravni Skupnosti. Ali bo to tudi realnost in ali se bo s tem vzpostavil notranji trg investicijskih storitev, pa je predvsem odvisno od implementacije predpisov v državah članicah in njihovega izvajanja v praksi. Ključne in resnične pomanjkljivosti novega pravnega okvira bo tako pokazal šele čas. Ne glede na to, pa je mogoče na določene pomanjkljivosti pokazati že danes.

Prva pomanjkljivost je, da direktive s področja investicijskih storitev med seboj terminološko niso usklajene. Na primer pojma dobro poučen vlagatelj po Prospektni direktivi in profesionalna stranka po MiFID imata enak cilj, to je manjšo zaščito vlagateljev oziroma investitorjev, ki izpolnjujejo določene pogoje glede znanj in izkušenj na investicijskem področju. Žal njuna definicija ni enaka. Obe direktivi sicer enako med "profesionalce" štejeta pravne osebe, ki so pooblašcene ali organizirane za delovanje na finančnih trgih, nacionalne in regionalne vlade, centralne banke, mednarodne in nadvladne institucije in velika podjetja (člen 2(1)(e) Prospektne direktive in Priloga II MiFID), vendar pa se razlikujeta v pogojih in načinih obravnave fizičnih oseb ter malih in srednje velikih podjetij. Podobno velja glede opredelitve finančnih instrumentov. Tako Direktiva o zlorabi trga kot Prospektna Direktiva se

¹²⁷ Več o posameznih evropskih predpisih v petem poglavju, točki 5.2.

sklicujeta še na ISD in ne na MiFID, zato sta njuni definiciji že sedaj pomanjkljivi. Izpostavlja se tudi možnost podvajanja zahtev do subjektov na trgu na podlagi različnih direktiv, na primer razkritje določenih informacij izdajatelja je že sedaj urejeno po Direktivi o zlorabi trga, Prospektni in Transparentni Direktivi (Raffan, 2006, str. 199). V skladu z evropskimi procesi naj bi se te pomanjkljivosti odpravile s pomočjo pregleda usklajenosti zakonodaje, ki ga izvaja Komisija s pomočjo ESME.

Drugič je treba izpostaviti pomanjkljivost evropske zakonodaje na področju denarne in papirne poravnave poslov, sklenjenih s finančnimi instrumenti. Čeprav gre za področje strukture finančnih trgov, ki se ne tiče samo investicijskih storitev, pa počasen napredek na teh dveh področjih tudi pomeni oviro notranjemu trgu investicijskih storitev. Na ravni Skupnosti so bila že začeta in še tečejo številna prizadevanja v tej smeri. Na področju denarne poravnave je bila tako sprejeta Uredba o čezmejnih plačilih v evrih (Uredba (ES) št. 2560/2001), ki naj bi zagotovila, da so stroški čezmejnih plačil v evrih do zneska 50.000 evrov enaki kot stroški plačil v evrih znotraj države članice, česar pa žal ni dosegla in ni vplivala na stroške čezmejnih denarnih transakcij. Zato je Komisija v okviru Lizbonske strategije predlagala vzpostavitev enotnega plačilnega evro območja (SEPA – Single Euro Payment Area) do leta 2010 (KOM(2005) 603 končno). Zdelo se je že, da so prizadevanja zastala in da uresničitev projekta do leta 2010 ne bo mogoča. Razloge za počasen napredek na tem področju gre iskati predvsem v dejstvu, da čezmejna plačila predstavljajo komaj nekaj procentov celotnega plačilnega prometa in da hkrati vzpostavitev SEPA zahteva spremembo celotne tehnologije (informacijske podpore), kar pa je povezano z velikimi investicijami. Poleg tega vzpostavitev SEPA zahteva tudi nov pravni sistem razporeditve odgovornosti za plačila in reševanja sporov (Van Empel, 2005, str. 1442-1443). Kljub temu je Evropski parlament v prvem branju 24. 4. 2007 potrdil predlog direktive o plačilnem prometu, direktivo mora zdaj še dokončno potrditi Svet. Države članice bodo imele do 1. novembra 2009 čas za prenos v svojo zakonodajo. Ta direktiva je osnova za uvedbo enotnega območja za plačilni promet v članicah, ki imajo evro (SEPA), s 1. januarjem 2008.

Žal na področju kliringa in poravnave transakcij s finančnimi instrumenti zadeve ne tečejo tako gladko. MiFID je sicer razširila pravico investicijskih podjetij, ki so sicer že po ISD imela pravico dostopa do klirinško poravnalnih sistemov v drugih državah članicah, da imajo sedaj pod določenimi pogoji tudi pravico izbire, preko katere klirinške družbe se bodo poravnavele sklenjene transakcije. Za resnično notranji trg pa bi bila potrebna tudi konkurenca med klirinškimi in poravnalnimi sistemi, in sicer tako, da bi tudi klirinška družba imela pravice na podlagi enotnega potnega lista in pravice, da postane član katere koli druge klirinške družbe. V tej smeri je Komisija že predlagala sprejem okvirne direktive (KOM(2004) 312), za katero pa ni soglasja, saj Evropska centralna banka in nekatere države članice podpirajo t. i. mehak pristop s skupnimi standardi (Henry, 2006, str. 1005). Evropska centralna banka in CESR sta s tem namenom oblikovala skupne standarde na evropski ravni, to je Kodeks ravnanja glede poravnave poslov z vrednostnimi papirji. Kljub temu sistem kliringa in poravnave ne deluje enotno, zato bo za vzpostavitev notranjega trga potrebno razmisliti o enotnem sistemu kliringa in poravnave na ravni Skupnosti po vzoru ZDA ali vztrajati na uporabi kompatibilnih sistemov in njihovega vzajemnega koriščenja, vključno z izmenjavo določenih informacij (podobno, kot je to urejeno na področju telekomunikacij) (Henry, 2006, str. 1017).

Ključna ovira za vzpostavitev notranjega trga investicijskih storitev pa ostaja nepravilna in nepravočasna implementacija evropske zakonodaje v državah članicah. Na tej ravni je poudarjena vloga CESR in nacionalnih nadzornikov, ki naj bi na podlagi medsebojnega sodelovanja skrbeli za enotno implementacijo na ravni Skupnosti. CESR se je v Hymalaya poročilu zavezal k ravnanju na treh ravneh, to je h koordinaciji implementacije, h konvergenci nadzora in h konvergenci pravil ravnanja. Po fazi prenosa v nacionalno zakonodajo

(implementaciji) je treba v prvi vrsti zagotoviti skladen nadzor (konvergenca nadzora), pri katerem so lahko v veliko pomoč enotna pravila ravnanja (konvergenca pravil ravnanja). MiFID v primerjavi z ISD vzpostavlja nadgrajen in izboljššan sistem nadzora. Bistvo nove ureditve je še večji premik k pristojnosti matičnega nadzornega organa (to je organa države, v kateri je sedež oziroma glavno mesto poslovanja investicijskega podjetja). Zato učinkovitost nadzora nad domačimi podjetji, ki poslujejo tudi v drugih državah članicah, predvsem glede poslovanja v tujini ostaja odvisna od sodelovanja med nadzornimi organi držav članic in učinkovitosti nadzora s strani matičnega nadzornega organa. Zaupanje v pravilnost in učinkovitost njegovega dela (na temelju načela vzajemnosti) s strani drugih nadzornih organov je lahko velik problem; še zlasti to velja za zaupanje do nadzornih organov novih držav članic s strani prvotnih držav članic. Ni si težko zamisliti skrbi nemškega nadzornika nad poslovanjem bolgarskih ali romunskih investicijskih podjetij v Nemčiji.

Prav tako ostaja problem podvajanja nadzora pri hčerinskih družbah, saj zanje načelo vzajemnosti ne velja in so pod polnim nadzorom države članice, kjer je njihov sedež (Wymeersch, 2005, str. 997). Problem bi bil rešljiv s prenosom nadzora, enako kot za podružnice, na matični nadzorni organ (to je organ države, v kateri ima sedež poslovanja matično investicijsko podjetje). Z uveljavitvijo MiFID se sicer lahko spremeni razmerje hčerinskih družb proti podružnicam, v korist podružnic. Po ISD ugodnosti za podružnice glede izvajanja nadzora s strani države članice gostiteljice namreč niso bile take kot po MiFID in so bile zahteve izhajajoče iz nadzora za podružnice in hčerinske družbe skoraj podobne. Po MiFID pa so razlike očitne. Podružnica mora izpolnjevati samo določene zahteve glede pravil poslovanja, medtem ko sta hčerinska in matična družba izpostavljeni ločenemu nadzoru glede vseh ustanovitvenih pravil in pravil poslovanja. Ker načeloma velja, da matično podjetje vodi enako politiko tudi hčerinske družbe, se zaradi različnih pravnih pravil in različnega izvajanja nadzora podvajajo zahteve glede organizacije poslovanja, vzpostavitve notranjih kontrol, notranje revizije, pogojev poslovanja itd. Z vidika notranjega trga pa je lahko sporna situacija, ko matično podjetje določene storitve ponuja neposredno na podlagi pravil domače države članice in hkrati iste storitve ponuja tudi preko hčerinske družbe v isti državi članici na podlagi pravil te države članice. Maksimalna harmonizacija po MiFID naj bi sicer te razlike zmanjšala na minimum, vendar se bo šele v praksi pokazalo, kakšne bodo dejanske razlike. Wymeersch pa meni, da se bo v prihodnje nadzor domače države članice razširil tudi na hčerinske družbe, predvsem zaradi jasne razmejitve odgovornosti in pristojnosti nad skupino in napovedujočih se sprememb v statusni zakonodaji¹²⁸ (Wymeersch, 2005, str 1000).

Na drugi strani je treba izpostaviti problem nadzora investicijskih podjetij, ki delujejo na več trgih Skupnosti (t. i. multinacionalni), oziroma investicijskih podjetij, katerih delovanje podružnic (pa tudi hčerinskih družb) na trgih držav članic gostiteljic je tako vplivno, da je njihov nadzor tudi v interesu teh držav. V teh primerih zgolj kontrola domače države članice ni nujno dovolj, ker domač nadzornik nima pregleda nad dogajanjem v tujini, ker bo verjetneje probleme zaznal s časovnim zamikom (torej morda prepozno), saj ima manjši interes za kontrolo dogajanja na tujih trgih in ker izvaja nadzor drugače kot bi ga tuji nadzorni organ (Chiu, 2006, str. 127). Zato bo bodisi treba natančneje urediti sodelovanje med nadzornimi organi vpletenih držav bodisi razmišljati o evropskem nadzornem organu.

V teoriji pa se pojavljajo tudi razmišljanja o tem, da proces vzpostavitve notranjega trga investicijskih storitev ne bo uspešen in da bo zato treba ustanoviti evropski nadzorni organ. Hertig in Lee¹²⁹ sta že leta 2003 postavila štiri ključne napovedi glede evropske zakonodaje na

¹²⁸ Komisija je že pripravila Predlog direktive o čezmejnih združitvah družb z delniškim kapitalom (KOM(2003) 703 končno), po kateri se bodo lahko matična podjetja združila s svojimi hčerinskimi in namesto hčerinskih družb vzpostavila podružnice.

¹²⁹ Glej Hertig in Lee, 2003, str. 1 do 22.

področju vrednostnih papirjev, in sicer: prvič, da Lamfalussijev proces ne bo deloval, drugič, da bo ustanovljen nadzorni organ na ravni skupnosti (European Securities and Exchange Commission – v nadaljevanju ESEC), tretjič, da bo ESEC deloval pretežno na področju razkritja informacij pred in po trgovanju, in četrto, da bo imel ESEC močan vpliv, vendar zgolj na podlagi neformalnih vzvodov, ne bo pa imel izvršilnih pristojnosti. Čeprav je navedeno analizo že nekoliko povozil čas in danes lahko rečemo, da Lamfalussijev proces deluje vsaj na prvi in drugi ravni zelo uspešno, pa mu je treba priznati težo v dveh ključnih ugotovitvah. Hertig in Lee namreč trdita, da Lamfalussijev proces ne odpravlja vzrokov težav. Lamfalussijev proces je bil namreč uveden zaradi prepočasnih in neučinkovitih zakonodajnih procesov, ki so pomenili, da je predpis zastarel, preden je bil v praksi sploh uspešno izveden in uporabljen. Kot ključna vzroka težav sta Hertig in Lee izpostavila nacionalni protekcionizem in inertnost (neodzivnost) upravnih organov (birokracije) držav članic. To pomeni, da naj bi isti faktorji, ki so prej upočasnjevali zakonodajni proces na evropski ravni in zaradi katerih je bil vzpostavljen Lamfalussijev proces, še naprej delovali, kljub temu da je bila zakonodaja na ravni Skupnosti sprejeta hitreje. Ta problem, ki sta ga Hertig in Lee izpostavila na prvi in drugi ravni Lamfalussijevega procesa, se v bistvu sedaj prenaša na tretjo in četrto raven. Glede na zamude držav članic pri prenosu MiFID v nacionalne zakonodaje lahko sklepamo tudi na nedoslednosti pri prenosu in pomanjkljivosti pri izvrševanju. Zato lahko to v bodoče predstavlja resen problem.

Hertig in Lee izpostavljata kot glavni problem implementacije šibko uveljavljanje evropske zakonodaje ("weak enforcement"). Navajata, da oba vira možnih pritožb, to je s strani Komisije in s strani tržnih udeležencev, zoper "neposlušno" državo članico ne delujeta. Komisija namreč ne želi tožiti držav članic pred SES, če to ni zares nujno, ker s tem ogroža bodoče sodelovanje in zbujajo odpor držav članic, saj s tem posega v njihovo domeno. Na drugi strani tržni subjekti ne tožijo držav članic, ker se bojijo njihovega negativnega odziva in ker ne želijo ogroziti svojega tržnega položaja v tej državi članici. Če torej implementacija in izvrševanje MiFID in ostale zakonodaje v državah članicah ne bo zadovoljiva, bo treba najti novo rešitev. Status quo po mnenju Hertiga in Leeja ne bo sprejemljiv, saj je bilo za doseg povezanega in konkurenčnega finančnega trga vloženih že preveč naporov. Rešitev vidita v ustanovitvi ESEC, to je neodvisnega in avtonomnega organa nadzora na trgih finančnih instrumentov na ravni Skupnosti.

Na vsak način razmišljanja o vseevropskem regulatorju in nadzorniku niso nova. Čeprav je trenutno politično in strokovno mnenje večinsko proti taki odločitvi,¹³⁰ je treba to možnost kljub temu upoštevati kot možno rešitev v prihodnosti. Argumenti za vzpostavitev evropskega nadzornika za trg vrednostnih papirjev so: možnost bolj učinkovitega in kakovostnejšega sprejema nove zakonodaje na ravni Skupnosti, možnost izkoriščanja ekonomij obsega pri izvajanju nadzora in s tem zmanjšanje stroškov, zmanjšanje stroškov pri ponudnikih zaradi enotnega izvajanja nadzora na ravni Skupnosti, neodvisnost od lokalnih interesnih skupin in razmer na lokalnem trgu, boljši pretok informacij s strani industrije in potrošnikov v razmerju do nadzornika in v obratni smeri, večja transparentnost delovanja ter predviden večji vpliv na urejanje trga. Mnenja glede oblike takega nadzora se razlikujejo, to je od enotnega nadzornika brez potrebe po nadaljnjem obstoju nacionalnih nadzornikov do t. i. 28. nadzornika na ravni Skupnosti (po podobnem sistemu, kot je uveljavljen za evropski sistem centralnih bank). Med ključne protiargumente lahko na drugi strani štejemo večino tistih, ki so v bistvu prednost. Oddaljenost evropskega nadzornika od lokalnih razmer, zlasti manjših lokalnih trgov, ni nujno samo pozitivna. Prav tako so lahko ovire druge lokalne posebnosti, kot so jezik, kulturne oziroma zgodovinske razlike in tudi različna zakonodaja na neusklajenih področjih Skupnosti. Iz navedenih razlogov pa bi bilo vprašljivo tudi znižanje stroškov nadzora (saj bi jih zvišali stroški prevodov, poti do krajev nadzora, študije razlik v zakonodaji ipd.). 28. nadzornik, ki bi na primer

¹³⁰ Med njimi Wymeersch, Eddy (glej Wymeersch, 2005, str. 1005–1010), Ferran, Eilís (glej Ferran, 2006, str. 119–122) in Chiu, H-Y Iris (glej Chiu, 2006, str. 132–134).

nadzoroval le večja vseevropsko delujoča investicijska podjetja, pa bi verjetno oslabil načelo vzajemnega priznavanja nadzora s strani domačega nadzornika in ločevanje pristojnosti in odgovornosti. Zato je malo verjetno, da bi se v tej fazi prizadevanj h konvergenci in sodelovanju na področju nadzora, ideja o evropskem nadzorniku še pojavila kot del resnejše razprave.

Ob tem pa je treba opozoriti, da še vedno obstajajo dvomi, ali bodo imeli domači nadzorniki po nacionalni zakonodaji dovolj finančnih sredstev, kadrovskih virov, znanja, informacijske in tehnološke podpore za učinkovito izvrševanje nadzornih pooblastil nad domačimi investicijskimi podjetji, ki poslujejo v tujini ter ali bo za nadzor izven nacionalnih meja dovolj politične volje (Chiu, 2006, str. 129). CESR bo zato moral v tej smeri delovati še posebej povezovalno in skrbeti za poenotenje nadzora na ravni Skupnosti, vendar pa je tudi njegova politična moč vprašljiva, njegovi akti pa niso obvezni. Menim, da bo treba šele v primeru, če obstoječega sistema nadzora ne bo več mogoče smiselno nadgraditi in izboljšati in če sistem nadzora še vedno ne bo deloval, ponovno razmisliti o vzpostavitvi evropskega nadzornika. Zato evropski nadzornik nikoli ne bo mogel biti del samostojne politične odločitve, ampak le odgovor na krizo oziroma rešitev sistema, ki ne deluje.¹³¹ Zavedati se je treba, da takšna rešitev pomeni konec Lamfalussijevega procesa vsaj na tretji in četrti ravni in nepotrebnost CESR. S tem pa bi se bistveno spremenila struktura evropskih procesov na področju investicijskih storitev.

Za konec je treba ponovno izpostaviti, kot je bilo že predhodno opozorjeno, da je v procesih na ravni Skupnosti zastopanost interesov potrošnikov premajhna oziroma je sploh ni. Zato je tudi prost pretok investicijskih storitev na t. i. drobnoprodajnih trgih še vedno pomanjkljiv. Ker ni prave zastopanosti interesov na strani potrošnikov, določene ovire prostemu pretoku ostajajo neidentificirane.

8.3 Ocena pomanjkljivosti obstoječe zakonodaje in ključnih ovir prostemu pretoku investicijskih storitev z vidika Slovenije

Slovenija bi morala kot ena izmed držav članic v prvi vrsti aktivno sodelovati v vseh evropskih procesih ter pravilno in pravočasno implementirati sprejeto evropsko zakonodajo in jo nato v praksi učinkovito uveljavljati. Vendar pa enako kot druge članice na področju investicijskih storitev, kot je razvidno iz Tabel št. 2, 3 in 7, zamuja pri prenosu evropske zakonodaje v nacionalne predpise. Aktivno sodelovanje v evropskih procesih in pravočasna implementacija, zlasti na tako pomembnih področjih kot so finančne storitve, bi moralo biti primarno in pomembno zaradi pomena, ki ga imajo spremembe na tem področju, ne samo po sebi obveznost izhajajoča iz članstva v Skupnosti. Pa je ravno nasprotno.

Javna razprava glede sprejemanja nove zakonodaje s področja investicijskih storitev je zelo pomanjkljiva oziroma je sploh ni.¹³² Na nobeni spletni strani ali pri katerem drugem javno dostopnem viru informacij niso dostopni dokumenti v zvezi s sprejemanjem zakonodaje. Prav tako je slabo organizirano obveščanje o postopkih in procesih na evropski ravni. Če se v Evropi o MiFID govori kot o prelomnici na trgu investicijskih storitev, se v Sloveniji zdi, da se ne bo zgodilo nič pomembnega. V predlogu novega zakona ZTFI je v točki 5 uvoda zapisano, da zakon nima nobenih pomembnih posledic. Obveščena javnost o novostih, ki se pripravljajo, je izjemno slaba. Očitno je, da se tudi industrija povsem ne zaveda napovedanih sprememb in je samo čakala na sprejem novega zakona. Če se v tujini pripravljajo obsežni seminarji in delavnice

¹³¹ V tej smeri razmišljajo: Chiu, H-Y Iris (glej Chiu, 2006, str. 134), Avgerinos, V. Yannis (glej Avgerinos, 2003, str. 23), Karmel, S. Roberta (glej Karmel, 1999, str. 20), Sulger, Todd (glej Sulger, 1998, str. 226) ter kot že rečeno Hertig, Gérard in Lee, Ruben.

¹³² Več o tem že v šestem poglavju, točki 6.5.

glede implementacije MiFID, le teh v Sloveniji ni veliko (primerjaj MiFID Connect iz Velike Britanije). Pri tem pa potrošniki ne samo da se ne vključujejo v javno razpravo, ki je ni, ampak tudi niso obveščeni o novostih, ki jih prinašajo spremembe zakonodaje.

Če se zdi, da industrija ni vključena v javno razpravo, potem so potrošniki na nek način iz nje izključeni. Preko slovenskih združenj potrošnikov ali ATPV oziroma pristojnega ministrstva ni dostopa do vseevropskega izvoda potrošniškega glasila FIN FOCUS, čeprav ta izhaja tudi v slovenščini. Poleg tega ne obstajajo nobeni javni dokumenti, ki bi kazali na kakršnokoli javno razpravo s potrošniškimi organizacijami. IIMG je v svojem poročilu iz leta 2006 predlagal, da se pri nacionalnih nadzornikih vzpostavi odbor potrošnikov, o čemer ATPV očitno sploh še ni razmišljala. Po priporočilu FIN USE bi tak odbor potrošnikov finančnih storitev, moral izpolnjevati več pogojev, in sicer bi moral biti neodvisen, njegovi člani bi morali biti imenovani po odprtem in transparentnem postopku, imeti bi moral zadosti finančnih sredstev za ustrezno delovanje in ustrezno tehnično pomoč, usmerjen bi moral biti izključno v drobnoprodajne trge ter bi moral delovati javno in transparentno (FIN USE, 2006b, str. 6).

Slovenija se tudi kljub večkratnim pozivom s strani Skupnosti še ni vključila v sistem izvensodnega reševanja čezmejnih sporov investicijskih podjetij s potrošniki FIN NET. V okviru Mednarodnega inštituta za potrošniške raziskave iz Ljubljane je bila na pobudo Urada za varstvo potrošnikov že leta 2001 pripravljena projektna naloga Izvensodno reševanje potrošniških sporov na področju finančnih storitev, ki je med drugim obravnavala vzpostavitev FIN NET. Žal do danes ni bilo rezultatov. V okviru uresničevanja Resolucije o nacionalnem programu varstva potrošnikov 2006–2010 se je sicer Urad za varstvo potrošnikov zavezal, da bo vzpostavil javno shemo alternativnega reševanja sporov in prevzel naloge sekretariata. Zato lahko upamo, da bo do leta 2010 vzpostavljen tudi FIN NET.

Slovenija bo na vsak način izpolnila zahteve evropske zakonodaje in bolj ali manj pravočasno implementirala sprejete predpise. Prav tako bo ATPV izdala zahtevane podzakonske akte. Industrija pa se bo skušala čim prej prilagoditi. Pri tem pa ostaja odprtih več vprašanj.

Prvo je vprašanje pravilne implementacije evropske zakonodaje. Več o tem je zapisano že v šestem poglavju, točka 6.4. Iz analize implementacije MiFID v nacionalno zakonodajo izhaja, da tudi Slovenija dela enake napake kot ostale države članice. Rezultati analize so pokazali, da ZTFI v nekaterih točkah evropski zakonodaji (MiFID) dodaja nove zahteve, t. i. okraševanje predpisa ali "goldplating", kakor tudi, da ga v določenih točkah celo nepravilno implementira (več o tem v točki 6.4.2).

Drugo vprašanje je, kako bo ATPV nadzorovala usklajenost poslovanja investicijskih podjetij z novimi zahtevami. Kot je razvidno iz prikaza procesov (točka 6.1) in kritične ocene stanja v Sloveniji (točka 6.5), je sodelovanje ATPV z industrijo šibko oziroma ga sploh ni, ATPV podzakonskih aktov ne pripravlja v sodelovanju z industrijo oziroma ne vodi javne razprave z zainteresirano javnostjo. Vprašanje je tudi, ali ima ATPV dovolj sredstev, tako finančnih kot kadrovskega za izpolnjevanje novih nalog. V predlogu ZTFI je namreč navedeno, da nova proračunska sredstva ne bodo potrebna, pri čemer pa se bo ATPV najkasneje od 1. 11. 2007 morala aktivno vključevati v vse procese na ravni CESR kakor tudi izpolnjevati zahteve MiFID. To pomeni, da bo morala nadzornim organom drugih držav članic dnevno pošiljati obvestila o opravljenih transakcijah domačih investicijskih podjetij s finančnimi instrumenti, za katere je upoštevni trg glede likvidnosti v tej drugi državi članici, kakor tudi o transakcijah s finančnimi instrumenti investicijskih podjetij držav članic, ki bodo v Sloveniji storitve opravljale preko podružnice ali neposredno (primerjaj člen 275(7) in (8) ZTFI). Glede na to, da se teža izvedbe Lamfalussijevega procesa ter njegove tretje in četrte ravni sedaj nagiba na stran držav članic, CESR in nacionalnih nadzornikov, bo vloga ATPV še posebej poudarjena. ATPV pa trenutno o

svojem delovanju znotraj CESR ne poroča, ne poroča o aktivnostih CESR na področju investicijskih storitev in ne seznanja javnosti s svojim načinom delovanja znotraj CESR. Prav bi bilo, da bi bila stališča Slovenije, ki jo v CESR zastopa ATVP, znana javnosti in k temu bi ATVP moral zavezati tudi ZTFI. Prav tako bi bila smiselna zaveza ATVP, da mora sodelovati z evropskimi organi in se zavzemati za konvergenco na ravni Skupnosti, kot je predlagal že IIMG (Poročilo IIMG, 2007, str. 12).

Tretje vprašanje je, kako se bo sprejeta nova zakonodaja izvajala v praksi s strani investicijskih podjetij, ki jo bodo morala upoštevati in izvrševati v dnevni praksi. Na ravni industrije je treba opozoriti na nevarnosti in težave pri prilagajanju novi zakonodaji, ki so podrobneje predstavljene že v točki 6.5. V Sloveniji je bil zakon sprejet s šestmesečno zamudo, podzakonski predpisi sploh še niso znani, zato je vprašanje, ali bodo informacijski sistemi pripravljeni pravočasno, ali bodo delovali v praksi, ali bodo zaposleni razumeli svoje nove naloge in ali bodo potrošniki seznanjeni z novimi pravicami. Čas za prilagoditev pa se je iz prvotno mišljenih šestih mesecev po MiFID skrajšal na slabe tri mesece.

Na koncu je treba izpostaviti tudi slabe prevode evropske zakonodaje. Že ne posebej pozornemu bralcu MiFID v angleškem in slovenskem jeziku se zdi, da s prevodom na določenih mestih nekaj ni v redu. Naj omenim samo nekaj napak: slovenski prevod govori o administrativnih namesto o upravnih sankcijah (člen 51), govori o vzpostavitvi izvensodne sheme reševanja pri investicijskih podjetjih, kar je narobe (člen 53), pri izvedbeni uredbi slovenski prevod govori o direktivi, v izvedbeni direktivi pri opredelitvi investicijske razprave pa govori o tem, da je predstavljena kot cilj, namesto da je objektivno predstavljena (člen 24 izvedbene direktive). Pri podrobnejši analizi bi se verjetno pokazalo še več napak, kar zagotovo ni dobro in ne prispeva k jasnosti in predvsem ne k pravilni implementaciji. Prav tako k jasnosti in preglednosti ne prispevajo različni prevodi kot na primer: izraz "systematic internaliser", ki je v prevodu MiFID preveden kot sistematični internalizer, medtem ko ZTFI govori o sistematičnem internalizatorju, ali izraz "market maker", ki je v prevodu MiFID preveden kot ustvarjalec trga, medtem ko ZTFI govori o vzdrževalcu trga.

Na podlagi pregleda ključnih pomanjkljivosti obstoječe zakonodaje in ključnih ovir prostemu pretoku investicijskih storitev z vidika Slovenije, bi Slovenija za izboljšanje stanja morala po moji oceni sprejeti naslednje ukrepe:

- 1) vzpostaviti in voditi javno razpravo pri sprejemu ali spremembi zakonov s področja investicijskih storitev (odgovornost: Vlada),
- 2) vzpostaviti in voditi javno razpravo pri sprejemu ali spremembi podzakonskih predpisov s področja investicijskih storitev (odgovornost: ATVP),
- 3) ustanoviti odbor za potrošnike pri ATVP (odgovornost: Vlada in ATVP),
- 4) vzpostaviti sistem FIN NET (odgovornost: Vlada in Urad RS za varstvo potrošnikov),
- 5) vzpostaviti transparentno in javno bazo podatkov o vključevanju Slovenije v evropske procese na prvi in drugi ravni Lamfalussijevega procesa (odgovornost: Vlada),
- 6) vzpostaviti transparentno in javno bazo podatkov o vključevanju Slovenije v evropske procese na tretji ravni Lamfalussijevega procesa, predvsem v okviru sodelovanja s CESR (odgovornost: ATVP),
- 7) vključitev načela boljše ureditve pri sprejemu novih predpisov (odgovornost: Vlada in ATVP),
- 8) organizacija delavnic za pomoč pri implementaciji novih evropskih predpisov (odgovornost: ATVP in združenja industrije),
- 9) spodbude za razvoj potrošniških organizacij (odgovornost: Vlada),
- 10) vodenje javnih in transparentnih implementacijskih tabel (odgovornost: Vlada in ATVP),
- 11) kontrola prevodov evropske zakonodaje v slovenščino in ažurni prevodi slovenske zakonodaje vsaj v angleški jezik.

Predlagani ukrepi temeljijo na rezultatih opravljene analize procesov na ravni Skupnosti in njihove primerjave z analizo procesov v Sloveniji ter so posledično omejeni na trenutno situacijo. Po moji oceni bi zato Slovenija morala zagotoviti, da se stalno spremljajo procesi na ravni Skupnosti in na nacionalni ravni ter da se glede na rezultate opravljenih analiz sprejmejo ustrezni ukrepi. Ukrepi pa so po moji oceni lahko učinkoviti le, če se stalno spremlja njihove učinke, meri njihove pozitivne oziroma negativne rezultate in se nanje odziva z novimi ali spremenjenimi ukrepi.

9. Zaključek

V pričujočem zadnjem poglavju magistrskega dela strnjeno predstavljam zaključke in rezultate magistrskega dela. Pregled je sestavljen iz štirih delov, in sicer iz pregleda analize procesov, ki tečejo na ravni Skupnosti z namenom zagotavljanja prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev, iz pregleda rezultatov analize navedenih procesov, iz pregleda rezultatov primerjalne analize za Slovenijo ter iz odgovorov na zastavljeni hipotezi.

9.1 Analiza procesov na ravni Skupnosti

Na podlagi opravljene analize lahko sklenem, da smo na področju finančnih storitev in zagotavljanja prostega pretoka oziroma vzpostavljanja notranjega trga finančnih storitev v Skupnosti na prizorišču zgodovinskih sprememb. V zadnjih dveh desetletjih se je podoba finančnih trgov Skupnosti spremenila v temeljih, po 1. 11. 2007 pa se napovedujejo še nove spremembe. Vprašanje, zakaj so finančne storitve prišle v ospredje šele v zadnjem času, ima več odgovorov. Na eni strani so ekonomske analize kazale na velik potencial, ki naj bi ga enoten in povezan trg finančnih storitev prinesel z vidika večje gospodarske rasti in večjega bruto domačega proizvoda Skupnosti, na drugi strani so dogajanja v svetu, predvsem globalizacija trgov kapitala, zahtevala odgovor. Aktivnosti pa so spodbudile tudi tedanje priprave na vzpostavitev monetarne unije in uvedbo skupne denarne enote evra. Pravi razmah razvoja na področju finančnih storitev pa so omogočile tudi nove tehnologije, to je predvsem razvoj informacijskih in telekomunikacijskih sistemov, ki praktično v trenutku omogočajo prenose obsežnih paketov podatkov med oddaljenimi mesti poslovanja. Čeprav so iz integracije finančnih trgov očitno izhajali pozitivni učinki, pa zgolj prizadevanja na ravni posameznih držav članic Skupnosti niso prinesla zadovoljivih rezultatov.

Finančne storitve veljajo za nepogrešljive pri zagotavljanju pravilnega delovanja drugih ekonomskih področij, med njimi tudi notranjega trga EU, in so ključne za stabilen finančni sistem države. Zaradi svojega velikega vpliva na gospodarstvo so bile finančne storitve vedno pod strogim nadzorom držav, ki so bolj kot interese Skupnosti podpirale nacionalne interese. Države članice Skupnosti so zato pogosto omejevale prost pretok finančnih oziroma investicijskih storitev zaradi varstva javnega interesa. K temu je pripomoglo tudi SES, ki je te omejitve izjemoma obravnavalo manj strogo in je načeloma sprejelo stališče, da na občutljivih področjih finančnih storitev, na katerih evropska zakonodaja še ni harmonizirana, država članica lahko sprejme ukrepe, ki omejujejo prost pretok finančnih (investicijskih) storitev, če so ti ukrepi v javnem interesu in če so objektivno opravičljivi. SES je, kljub sprva sicer morda nekoliko omejujočemu pristopu, kasneje tudi na področju finančnih oziroma investicijskih storitev odigralo pomembno vlogo ter določilo nove in višje standarde v razvoju notranjega trga Skupnosti.

Ponovno bi želela poudariti, da so finančne storitve z vidika Skupnosti v prvi vrsti še vedno samo del notranjega trga in štirih temeljnih svoboščin. Temeljna načela Skupnosti, to je svoboden pretok blaga, oseb, storitev in kapitala, tako veljajo tudi za finančne storitve. V teh okvirih Skupnost v prvi vrsti cilj notranjega trga dosega z ukrepi negativne integracije. To pomeni, da se države članice vzdržijo postavljanja novih ovir prostemu pretoku blaga, oseb, storitev in kapitala in se zavezujejo k odpravi obstoječih ovir. Kljub temu pa so na področju finančnih storitev, torej tudi investicijskih storitev, glede na sodno prakso SES, države članice lahko sprejele ukrepe, ki so omejevali katero izmed štirih svoboščin (zlasti svoboden pretok storitev), če je bil razlog za sprejem varstvo javnega interesa. Zato je bilo nujno sprejeti sekundarno zakonodajo na ravni Skupnosti. Skupnost je sekundarno zakonodajo na področju investicijskih storitev sprejela na podlagi drugega odstavka člena 47 ES v skladu z načelom subsidiarnosti iz člena 5 ES. To pomeni, da je bila sekundarna zakonodaja na področju investicijskih storitev sprejeta zato, ker države članice zastavljenih ciljev samostojno niso mogle zadovoljivo doseči in ker te cilje, zaradi obsega in učinkov predlaganih ukrepov, lažje dosežejo države članice skupaj, na ravni Skupnosti.

Rezultat prvih prizadevanj na področju investicijskih storitev je bila ISD, ki je na podlagi načela vzajemnosti tudi na področju investicijskih storitev uvedla enotno licenco. Enotna licenca (dovoljenje) za opravljanje storitev je investicijskim podjetjem omogočila, da so lahko na podlagi dovoljenja domačega nadzornega organa opravljala investicijske storitve bodisi neposredno bodisi preko podružnic v katerikoli drugi državi članici Skupnosti. ISD je bila kljub uvedbi enotne licence še vedno predpis, katerega cilj je bila minimalna harmonizacija pravil na ravni Skupnosti. Zato so države članice še vedno vztrajale na zaščiti nacionalnih finančnih trgov ter so uvajale nove in dodatne zahteve, ki so čezmejno poslovanje in povezovanje finančnih trgov oteževale in ovirale. Komisija je tudi zato in z namenom vzpostavitve enotnega oziroma notranjega trga tudi na področju finančnih storitev, izven splošnega akcijskega načrta za notranji trg, pripravila Akcijski načrt za finančne storitve (FSAP), katerega cilj je bil v kratkem času doseči enoten in povezan trg finančnih in tudi investicijskih storitev. K hitrejšemu sprejemanju zakonodaje pa je pripomoglo tudi SES, ki je tudi na področju prostega pretoka finančnih storitev začelo postavljati višje standarde. Če je SES sprva omejitve prostemu pretoku finančnih oziroma investicijskih storitev, ki so jih države članice sprejemale na podlagi ISD, dopuščalo na podlagi testa razumnih razlogov oziroma kasneje na podlagi Gebhardove formule, pa je kasneje uvedlo test dostopa do trga. Merila SES so s testom dostopa do trga postala že tako splošna, da je vnaprej težko presoditi, ali bi SES za določeno omejitev štel, da je v nasprotju s katero izmed svoboščin ali ne. Tako je tudi SES države članice začelo siliti k čim hitrejšemu sprejemanju sektorskih direktiv na področju finančnih oziroma investicijskih storitev in k harmonizaciji na teh področjih s ciljem vzpostavljanja notranjega trga.

Komisija je v FSAP natančno določila ukrepe, ki jih je potrebno sprejeti, in hkrati določila strog urnik za sprejem teh ukrepov. Procesi pa so se kljub temu še vedno odvijali prepočasi. Rešitev je prineslo Končno poročilo Odbora modrecev, ki je predlagalo poseben štiristopenjski postopek sprejema zakonodaje, to je Lamfalussijev proces. Na podlagi opravljene analize ocenjujem, da je ravno uvedba Lamfalussijevega procesa pomenila ključen premik naprej v procesih vzpostavljanja prostega pretoka finančnih oziroma investicijskih storitev na ravni Skupnosti, saj gre za absolutno nov pristop sprejemanja predpisov na ravni Skupnosti. Lamfalussijev proces deli zakonodajni postopek na dve ravni, to je na zakonodajni postopek za sprejem okvirnih direktiv (prva raven) in na zakonodajni postopek za sprejem izvedbenih predpisov (druga raven Lamfalussijevega procesa). Na podlagi tega procesa je sprejem predpisov na prvi ravni enak kot na drugih področjih notranjega trga, medtem ko na drugi ravni predpise sprejema Komisija po posebnem posvetovalnem postopku, to je po postopku komitologije. Postopek komitologije pomeni nov pristop k sprejemanju predpisov, ki so pretežno tehnične (strokovne) narave (kar posebej velja za izvedbene predpise na področju finančnih oziroma

investicijskih storitev), in sicer na podlagi obveznega posvetovanja Komisije z odbori. S tem namenom sta bila na področju investicijskih storitev na ravni Skupnosti ustanovljena ESC in CESR. Na podlagi analize procesov lahko sklenem, da je posebnost in dodana vrednost Lamfalussijevega procesa, da se proces ne konča s sprejemom predpisa na ravni Skupnosti, ampak se nadaljuje v fazo implementacije evropskega predpisa v državah članicah (tretja raven) in fazo nadzora nad učinkovitim uveljavljanjem evropske zakonodaje (četrti raven Lamfalussijevega procesa). Navedeni fazi pa sta po moji oceni tudi ključni za uspeh celotnega procesa, kot bo prikazano v nadaljevanju.

Večina veljavne evropske zakonodaje na področju investicijskih storitev je bila sprejeta kot rezultat ukrepov, zastavljenih v FSAP, in uspešne izvedbe prve in druge ravni Lamfalussijevega procesa. Na podlagi opravljene analize lahko sklenem, da se danes na področju investicijskih storitev odvijata tretja in četrti faza Lamfalussijevega procesa in da se je odgovornost za uspešno nadaljnje izvajanje tega procesa iz ravni Skupnosti prenesla na raven držav članic Skupnosti. Države članice so namreč v okviru tretje ravni dolžne pravilno, popolno in pravočasno implementirati sprejete evropske predpise. V tem okviru ima pomembno vlogo tudi CESR, ki skrbi za koordinirano implementacijo, pri čemer pa odgovornost ostaja na zakonodajalcih držav članic. V naslednji fazi pa so države članice odgovorne za učinkovito izvrševanje te zakonodaje, kar predvsem pomeni učinkovit in enoten nadzor nad subjekti na trgu. V tem okviru pa ima CESR ključno vlogo, in sicer skrbi za konvergenco izvajanja nadzora in konvergenco pravil ravnanja na ravni Skupnosti. V tem drugem delu Lamfalussijevega procesa bodo tako odločilno vlogo odigrale države članice in njihovi zakonodajni organi oziroma organi, ki so pristojni za nadzor trga vrednostnih papirjev.

Na področju investicijskih storitev je bila kot ključni ukrep v okviru FSAP in na podlagi Lamfalussijevega procesa sprejeta MiFID. MiFID je bila sprejeta z namenom, da se vzpostavi sistem maksimalne harmonizacije pravil ravnanja v Skupnosti in da se s tem odpravijo pomanjkljivosti ISD. MiFID naj bi tako na podlagi mojih ugotovitev države članice dokončno utrdila v prepričanju, da lahko brez strahu dopustijo uveljavitev načela vzajemnosti. Bistvo načela vzajemnosti je, da ima zakonodaja drugih držav članic enake učinke kot domača zakonodaja. Na področju investicijskih storitev to pomeni, da imajo investicijska podjetja, ki pridobijo dovoljenje za opravljanje dejavnosti v matični državi članici, pravico do svobodnega opravljanja storitev in dejavnosti ter pravico do ustanovitve podružnice v katerikoli drugi državi članici, in sicer pod nadzorom domače države članice; pri tem pa države članice gostiteljice navedenih pravic ne smejo omejevati. Načelo vzajemnosti v okviru MiFID tako v primerjavi z ISD zajema širše področje, to je avtorizacijo, nadzor nad boniteto investicijskih podjetij in nadzor nad varnostjo in skrbnostjo poslovanja investicijskih podjetij. Država članica gostiteljica pa ima po MiFID le omejene pravice nadzora pravil poslovanja podružnic investicijskih podjetij. Gre torej za popoln prenos pristojnosti na matičen nadzorni organ in polno uveljavitev načela vzajemnosti na temelju maksimalne harmonizacije.

MiFID velja ne samo za osrednji predpis na področju investicijskih storitev, temveč celo za enega ključnih ukrepov v okviru FSAP. Šele na podlagi MiFID (seveda skupaj z ostalimi evropskimi predpisi) naj bi se na ravni Skupnosti resnično vzpostavil notranji trg investicijskih storitev, ki bi razdrobljene finančne trge povezal v enoten, učinkovit in konkurenčen finančni trg na ravni Skupnosti. MiFID poleg večje uveljavitve načela vzajemnosti uvaja tudi nove načine poslovanja na trgih finančnih instrumentov. V tem okviru je MiFID nepreklicno uveljavila možnost izvrševanja naročil za nakup oziroma prodajo na več mestih trgovanja (to je poleg trgovanja na organiziranem trgu še trgovanje preko MTF in sistematičnih internalizatorjev). MiFID je uvedla tudi nove zahteve glede ustanovitvenih pogojev in pogojev poslovanja investicijskih podjetij, med njimi sta najpomembnejši obveznost izvajanja naročil pod pogoji, ki so za stranko najboljše, in obveznost zbiranja informacij o znanju in izkušnjah strank z namenom

ocene primernosti storitev za stranke. Podrobnejša so tudi določila oziroma zahteve glede razkritja informacij pred- in po- trgovanju. Ureditev iz MiFID dopolnjuje ureditev Direktive o zlorabi trga, ki prepoveduje trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržno manipulacijo. Gledano širše pa ureditev področja investicijskih storitev pomembneje urejata še Prospektna in Transparentna direktiva. Ureditev v Prospektni direktivi preko enotnih pogojev za objavo javne ponudbe izdajateljem omogoča lažje zbiranje kapitala na ravni Skupnosti. Transparentna direktiva pa ureditev dopolnjuje z zahtevami glede razkrivanja informacij izdajateljev in drugih oseb, ki bi lahko vplivale na organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji. Ocenjujem, da je s tem vzpostavljen pravni okvir, ki bo z uveljavitvijo MiFID omogočil, da se na ravni Skupnosti vzpostavi notranji trg investicijskih storitev.

9.2 Rezultati analize procesov na ravni Skupnosti

Na podlagi opravljene analize sem ugotovila, da je uresničitev zastavljenega cilja, to je vseevropskega trga finančnih instrumentov, odvisna od implementacije v državah članicah, ki bodo morale preseči nacionalne okvire in omogočiti polno uveljavitev sprejete zakonodaje. Svetinja notranjega trga, to je svoboden pretoka blaga, oseb, storitev in kapitala, je na področju investicijskih storitev v sedanji fazi ogrožena zaradi nepravočasne in nepravilne implementacije evropskih predpisov v državah članicah. Iz implementacijskih tabel Komisije za področje investicijskih storitev namreč izhaja, da države članice pri implementaciji evropskih predpisov redno zamujajo, pri čemer pa predpise na koncu (sicer z zamudo) v celoti implementirajo. Stanje implementacije MiFID z izvedbeno direktivo in Transparentne direktive na dan 31. 7. 2007 le odraža zaskrbljujočo situacijo. Do 31. 7. 2007 je MiFID in izvedbene direktive v celoti notificiralo le deset držav članic, kar pomeni, da je pri implementaciji zamujalo še 17 od skupaj 27 držav članic, kar je 63 %, oziroma, če upoštevamo še dve državi, ki sta MiFID implementirali le delno, še 55 %. Prav tako je do 31. 7. 2007 izvedben predpis MiFID, to je Direktivo Komisije 2006/73/ES, v celoti implementiralo šele sedem držav članic oziroma delno še tri države članice. To pomeni, da je pri implementaciji izvedbene direktive dne 31. 7. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji v celoti zamujalo še 74 % oziroma če upoštevamo tudi delno implementacijo, še 63 % držav članic. Podobno je bilo stanje glede implementacije Transparentne direktive, pri kateri je dne 31. 7. 2007 glede na stanje notifikacij Komisiji v celoti zamujalo še 48 % držav članic. Ob tem bi želela opozoriti, da bi uveljavitev MiFID in izvedbenih predpisov (zlasti Uredbe, ki velja neposredno), ob hkratni neimplementaciji predpisov v številnih državah članicah, lahko načela temelje pravne varnosti v Skupnosti. Zato menim, da je zelo pomembno, da države članice spremljajo stanje implementacije in na nacionalni ravni zagotavljajo, da do zamud ne prihaja.

Zamude pri implementaciji pa so le ena od ovir pri zagotavljanju prostega pretoka investicijskih storitev na ravni Skupnosti. Na podlagi opravljene analize sem ugotovila, da so v procesu vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev v Skupnosti na podlagi Lamfalussijevega procesa prisotne tudi druge pomanjkljivosti. Z vidika Skupnosti bi želela izpostaviti naslednje pomanjkljivosti procesov: preveč podrobno urejanje pravnih področij na prvi in na drugi ravni Lamfalussijevega procesa, nejasna dejanska razmejitev med vprašanjem načel, ki naj bi se urejala na prvi ravni, in tehničnih ukrepov, ki naj bi se urejali na drugi ravni, zaostanki zaradi neupoštevanja paralelnega sprejemanja zakonodaje na prvi in na drugi ravni ter pomanjkljivost odgovorov Komisije na predloge svetovalnih in regulativnih odborov na drugi ravni Lamfalussijevega procesa. Z vidika držav članic pa bi želela izpostaviti naslednje pomanjkljivosti: premajhno sodelovanje med nadzornimi organi držav članic, nevarnost dodajanja novih zahtev in ukrepov pri implementaciji evropske zakonodaje na nacionalni ravni ("goldplating"), prepočasno prevajanje sprejete evropske zakonodaje ter pomanjkljivo in premajhno sodelovanje skupin oziroma predstavnikov potrošnikov storitev v razpravi. Glede na

to, da se procesi na področju investicijskih storitev trenutno odvijajo pretežno na tretji in četrti ravni Lamfalussijevega procesa, je treba pozornost nameniti zlasti pomanjkljivostim, ki jih v procesih lahko očitamo državam članicam. Kontrola Lamfalussijevega procesa omogoča stalno izboljšavo procesov in sprotno odpravo pomanjkljivosti. To pa je ključnega pomena tudi za vzpostavitev notranjega trga investicijskih storitev, saj omogoča ažurno identifikacijo pomanjkljivosti in zastojev v postopkih ter še pravočasno reakcijo. Čeprav gre za identifikacijo pomanjkljivosti procesov na evropski ravni, pa te ugotovitve niso zanemarljive za nacionalne procese. Menim, da bi jih države članice morale upoštevati pri oblikovanju procesov na nacionalni ravni.

Nova ureditev naj bi ponudnikom in potrošnikom investicijskih storitev prinesla več prednosti kot slabosti (negativnih posledic). Na podlagi opravljene analize sem ugotovila, da bo nova ureditev ponudnikom investicijskih storitev prinesla naslednje prednosti: pravice na podlagi enotne licence, enotnejše pogoje za začetek poslovanja in za opravljanje dejavnosti, enotnejša pravila nadzora nad poslovanjem investicijskih podjetij, možnost izvrševanja naročil strank na več mestih trgovanja, lažji dostop do organiziranega trga in do sistema poravnave ter več priložnosti za inovacije. Med slabostmi nove ureditve pa nisem identificirala resničnih negativnih posledic, razen za lokalna podjetja, to je manjše lokalne investicijske družbe, za katere bodo stroški prilagajanja novi ureditvi izjemno visoki, ter za hčerinske družbe, za katere večina prednosti nove ureditve ne velja. Kljub temu pa bi želela opozoriti na kritične točke nove ureditve, ki ne bodo nujno prinesle negativnih posledic, vendar pa bi jih države članice in Skupnost morale pozorno spremljati. Gre za naslednja področja, na katera je treba usmeriti pozornost, to je možne zaplete pri izvrševanju naročil pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši, ter možne zaostanke in pomanjkljivosti pri poenotenju nadzora poslovanja investicijskih podjetij s strani nadzornih organov držav članic. Na ravni Skupnosti sem tako ugotovila, da nova ureditev za vse ponudnike ne bo pomenila zmagovalne priložnosti ter da bo verjetno nekaj manjših podjetij, ki se ne bodo uspela prilagoditi novim izzivom, povzročila konkurenca. Na drugi strani pa sem ugotovila, da med potrošniki ni poražencev. Potrošniki se iz vseh vidikov štejejo za absolutne zmagovalce notranjega trga nasploh kakor tudi notranjega trga za investicijske storitve.

Ugotovila sem, da predstavljeni procesi na področju vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev na novo postavljajo smernice na poti doseganja notranjega trga. Proces, ki so bili sprva zamišljeni le za investicijske storitve, so se aprila 2005 prenesli še na druga področja finančnih storitev, to je bančništvo, zavarovalništvo ter pokojninske in investicijske sklade. Zato je po moji oceni tudi na teh področjih treba pričakovati vedno večjo harmonizacijo pravil in vedno večjo veljavo načela vzajemnosti, ki bo temeljilo na maksimalni harmonizaciji. Vprašanje je le, kako uspešni bodo ti procesi v praksi. Pozornost Skupnosti je zato ravno na področju investicijskih storitev sedaj močno usmerjena v uspešno izvrševanje tretje in četrte ravni Lamfalussijevega procesa. To predvsem zahteva uspešen prenos evropske zakonodaje v nacionalne predpise, nadaljnje enotno izvrševanje pravil, predvsem na področju avtorizacije, to je nadzora nad ustanovitvenimi pogoji in nad poslovanjem investicijskih podjetij kakor tudi reševanja morebitnih kritičnih točk. Če se bo na koncu proces izkazal za uspešnega, menim, da bo to pomenilo vzor za napredek na drugih področjih notranjega trga, ki še niso usklajena, kot na primer davki ali statusno pravo. S tega vidika je vzpostavljanje notranjega trga investicijskih storitev na podlagi opisanih procesov po moji oceni lahko ključnega pomena za razvoj notranjega trga na ravni Skupnosti.

V tem okviru si je zato treba zastaviti tudi vprašanje vloge prava v procesu vzpostavljanja notranjega trga. Zastavljeni cilji so pretežno ekonomske (gospodarske) narave, izvedeni ukrepi pa pravne narave. Vprašanje, ali je možno z zakonodajno dejavnostjo vplivati na razvoj finančnih trgov ali je to zgolj iluzija politikov, ostaja odprto. Na eni strani imamo zakonodajno

oblast, ki je pretežno usmerjena v varstvo investitorjev, nadzor ponudnikov in regulacijo trga nasploh, kar običajno ne vpliva pozitivno na razvoj in rast finančnih trgov oziroma trgov vrednostnih papirjev. Na drugi strani imamo države članice, ki v odsotnosti harmoniziranega zakonodajnega pristopa hitro zapadejo v meje nacionalnega protekcionizma. Očitno je, da Lamfalussijev proces deluje dobro kljub temu, da so ukrepi, ki jih uresničuje, pretežno pravne narave. Poleg tega na ravni Skupnosti 27 držav članic z različnimi pravnimi sistemi in nacionalnimi interesi vzpostavitve enotnega trga investicijskih storitev ni mogoče prepustiti avtonomnim silnicam trga s prevladujočimi gospodarskimi interesi in razvoju v posameznih državah članicah s prevladujočimi nacionalnimi interesi. Ugotovila sem, da je verjetneje, da se pod takimi pogoji cilje lažje doseže na ravni Skupnosti s harmonizacijo pravil ravnanja, kot pa na ravni držav članic. Menim, da ob tesnem sodelovanju strokovnih odborov v okviru Lamfalussijevega procesa, lahko pričakujemo tehnično dobro in izvedljivo evropsko zakonodajo, ki bo dosegla cilje in izpolnila zastavljene rezultate. Ocenjujem, da bomo v primeru, če bo proces uspešen, na ravni Skupnosti lahko govorili tudi o možnem doseganju ekonomskih ciljev s pravnimi ukrepi.

V prihodnosti naj bi se procesi, zlasti sprejemanja nove zakonodaje, na področju investicijskih storitev zaključili. Menim, da je več kot desetletje sprememb dovolj velik razlog za to. Proces in prizadevanja naj bi tako v prihodnje zajemali le izboljšanje sodelovanja na tretji ravni Lamfalussijevega procesa in učinkovito izvajanje zakonodaje preko kontrole na četrti ravni. Sčasoma se bo tudi pokazalo, ali je bila strategija uspešna. Na podlagi opravljene analize tako zaključujem, da sta ključni vodili novega načrta aktivnosti na ravni Skupnosti utrditev in ponovna presoja sprejetih predpisov. V tem okviru nova strategija Komisije, ki izhaja iz Bele knjige, predlaga najboljše možne ukrepe, da bi bili pozitivni učinki integracije finančnih trgov dostopni podjetjem in posameznikom. Z vidika vzpostavitve notranjega trga investicijskih storitev je treba izpostaviti tri aktivnosti, in sicer prizadevanje k dejavnemu utrjevanju sprejete zakonodaje, zavezanost k uporabi načel boljše ureditve pri sprejemu nove zakonodaje in izboljšanje sodelovanja in konvergence izvajanja nadzora nad subjekti na trgu. Tem aktivnostim pa bi po mojem mnenju morale slediti tudi države članice na nacionalni ravni.

Na koncu bi želela opozoriti, da na področju trgov vrednostnih papirjev še vedno ni razrešena temeljna dilema finančnih storitev, to je na eni strani zahteva po ohranitvi visoke ravni nadzora in finančne varnosti ter na drugi strani zahteva po sprostitvi trga finančnih storitev. Gre v bistvu za nasprotujoči si zahtevi, ki nikoli nimata ene same pravilne rešitve. Zato lahko le upamo, da bo nova ureditev, ki bo stopila v veljavo s 1. 11. 2007, odgovor na to vprašanje in da bo prinesla zelene rezultate.

9.3 Rezultati primerjalne analize za Slovenijo

Slovenija je z vstopom v EU postala tudi del procesov na področju vzpostavljanja notranjega trga finančnih oziroma investicijskih storitev. To pomeni, da je oziroma bo morala implementirati vso evropsko zakonodajo, ki je bila sprejeta v okviru FSAP, ter da mora aktivno sodelovati v vseh procesih.

Na podlagi opravljene primerjalne analize implementacije evropske v slovensko zakonodajo v širšem in v ožjem smislu ocenjujem, da je gledano v celoti stanje v Sloveniji na področju investicijskih storitev, to je glede vzpostavitve razmer potrebnih za prost pretok investicijskih storitev oziroma glede vzpostavitve notranjega trga investicijskih storitev, zadovoljivo. V okviru analize v širšem smislu sem ugotovila, da je bilo 31. 7. 2007 z evropsko zakonodajo usklajenih osem od desetih direktiv prve ravni (če ne upoštevamo tistih, katerih rok je že povsem potekel), to je skupaj 73 %, ter da bo 11. 8. 2007 usklajenih vseh enajst direktiv, to

pomeni 100 % usklajenost. Z vidika predpisov druge ravni, to je izvedbenih predpisov okvirnih direktiv, pa so bili 31. 7. 2007 usklajeni trije od štirih izvedbenih predpisov, to je 75 %. Ugotovila sem, da je bila 31. 7. 2007 povprečna zamuda rokov implementacije za direktive prve ravni (upoštevajoč predpise, ki so že bili oziroma bi že morali biti implementirani, brez upoštevanja izstopajoče zamude 30 mesecev) približno tri mesece in pol. Povprečna zamuda rokov implementacije ni kritična, kljub temu pa kot kritično ocenjujem zamudo pri implementaciji MiFID in Transparentne direktive v slovensko zakonodajo, pri čemer je Slovenija 31. 7. 2007 zamujala več kot šest mesecev. Gre za pomembno zamudo v negativnem smislu, saj je iz prikaza evropske zakonodaje razvidno, da ravno MiFID in Transparentna direktiva spreminjata temelje trga investicijskih storitev v Skupnosti. To pomeni obsežne spremembe na ravni organizacije dela investicijskih družb, ki bodo zahtevale velike finančne in kadrovske vire. Ob tem bi želela opozoriti, da je polletna zamuda domačega zakonodajalca skrajšala še kako pomemben prilagoditveni čas domačih investicijskih podjetij na slabe tri mesece. Pri tem pa je treba zlasti upoštevati, da je Slovenija v primerjavi z drugimi trgi finančnih instrumentov držav članic Skupnosti majhen trg da so z vidika slovenskih borznoposredniških družb spremembe, ki jih prinaša nova ureditev, daljnosežne.

Na podlagi opravljene primerjalne analize implementacije evropske v slovensko zakonodajo v ožjem smislu, to je primerjave ureditve v MiFID z ureditvijo v starem (ZTVP-1) in novem (ZTFI) slovenskem zakonu, sem ugotovila, da Slovenija enako kot druge države članice evropskih predpisov ne implementira popolno in pravilno, brez dodatnih zahtev (olepšav). Na podlagi analize sem ugotovila, da je ureditev v starem zakonu (ZTVP-1) na številnih področjih pomanjkljiva, vendar pa, da bo te pomanjkljivosti novi zakon (ZTFI) odpravil na večini področij urejanja. V nadaljevanju bi želela opozoriti na ključne pomanjkljivosti oziroma nepravilnosti pri implementaciji MiFID v slovensko zakonodajo. Na podlagi opravljene analize sem ugotovila, da je Slovenija MiFID nepravilno implementirala v ZTFI na naslednjih mestih urejanja: prvič, pristojnosti ATVP nad investicijskimi podjetji, ki imajo sedež oziroma glavno mesto poslovanja v kateri od držav članic Skupnosti in ki želijo v Sloveniji investicijske storitve opravljati neposredno ali preko podružnic, so opredeljene preširoko, drugič, pravica investicijskih podjetij, da imajo že po samem zakonu zastavno pravico za zavarovanje svojih terjatev do strank na njihovih finančnih instrumentih ali sredstvih, ki so jim jih stranke zaupale v okviru opravljanja storitev, ne izhaja iz MiFID, in tretjič, ZTFI ne ureja obveznega sodelovanja ATVP z nadzornimi organi držav članic glede določenih vprašanj, ki je po MiFID obvezno. Poleg tega sem ugotovila, da je Slovenija pri implementaciji MiFID v ZTFI uredila še dodatne zahteve oziroma ukrepe, ki jih MiFID ne ureja, in sicer prvič, ZTFI še vedno ureja vsebino različnih pogodb o opravljanju investicijskih storitev, kar je glede na nova načela MiFID povsem brez potrebe, drugič, ZTFI še vedno ureja naročilo s preudarkom, za katerega ni pojasnjeno, kakšen je njegov namen in smisel v okviru nove ureditve, tretjič, ZTFI za člane uprave investicijskega podjetja zahteva strožje pogoje, kot bi bilo to potrebno, in se brez potrebe v tem delu sklicuje na ZBan-1, in četrtič ZTFI določa strožje pogoje za pridobitev kvalificiranega deleža v investicijskem podjetju in se pri tem ponovno brez potrebe sklicuje na ZBan-1. Gre za klasične dodatke (olepšave). Na podlagi opravljene analize pa bi želela izpostaviti tudi določene pomanjkljivosti ZTFI, ki izhajajo iz dejstva, da Slovenija določenih priložnosti iz MiFID ni izkoristila. V tem okviru bi želela zlasti izpostaviti dejstvo, da Slovenija ni izkoristila možnosti, da je investicijsko podjetje lahko tudi fizična oseba oziroma celo ne osebna družba, ter da Slovenija ni povsem izkoristila izbirne izjeme, da lahko država članica določi, da se direktiva za določene osebe, ki opravljajo le določen omejen krog storitev, ne uporablja in da je v tem okviru brez potrebe zaostri la pogoje za pogodbene poslovalnice, ki sedaj lahko delujejo le kot vezani zastopniki ali male borznoposredniške družbe. Rada pa bi opozorila tudi na pogosto nepregleden način sklicovanja ZTFI na smiselno uporabo določb ZBan-1.

V zvezi s procesi, ki se odvijajo v Sloveniji z namenom vzpostavljanja prostega pretoka investicijskih storitev, sem ugotovila pomanjkljivo sodelovanje Slovenije v vseh procesih, ki se sicer odvijajo na ravni Skupnosti. V primerjavi z natančno razdelanimi procesi sprejemanja nove evropske zakonodaje v okviru Lamfalussijevega procesa sem ugotovila, da so procesi v Sloveniji neodzivni, počasni in neaktivni. Menim, da Slovenija zgolj s sprejemom zakonov, ki na papirju implementirajo evropsko zakonodajo, ne bo več mogla zadostiti potrebam evropskih procesov. V tem okviru bi zato najprej želela izpostaviti pomanjkanje kakršnekoli javne razprave. Na podlagi opravljene analize zaključujem, da se zakonodajalec ni posvetoval ne z industrijo ne s potrošniki, če pa se že je, o tem ni javnih zapiskov, javne razprave ali kakršnih koli sklepov za javnost. Enako neaktivnost lahko očitam tudi interesnim združenjem, to je Združenju članov borze vrednostnih papirjev in Zvezi potrošnikov Slovenije. V primerjavi z organizacijami in odbori, ki se na ravni Skupnosti vključujejo v procese vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev, slovenska struktura organizacij vidno zaostaja. Na eni strani slabo organizirana stran proizvodnje (to je investicijskih podjetij kot ponudnikov investicijskih storitev) in porabe (to je potrošnikov investicijskih storitev) ter na drugi strani pasivni nadzorni organ (ATVP) po moji oceni niso v proaktivni vlogi vzpostavljanja notranjega trga investicijskih storitev. Kakšne posledice bo imela slaba pripravljenost glavnih akterjev, to je industrije in ATVP, na spremembe na področju investicijskih storitev, ki naj bi temeljno spremenile podobo finančnih trgov v Skupnosti, pa se bo pokazalo šele v prihodnosti. Očitno pa je, da bo morala Slovenija kulturo sodelovanja države, industrije in potrošnikov ter vključevanja v evropske procese še razviti.

Na podlagi opravljene analize sem izoblikovala tudi predloge, na podlagi katerih bi se stanje v Sloveniji lahko izboljšalo. Slovenija bi tako po moji oceni morala v večji meri upoštevati prizadevanja iz Bele knjige in poskusiti odpraviti pomanjkljivosti, ki jih je v procesih identificirala že Skupnost. Tako bi Slovenija nujno morala vzpostaviti večji dialog z zainteresirano javnostjo, predvsem odpreti javno razpravo na področju finančnih storitev, ter se v tem okviru zavzemati za načelo boljše ureditve iz Bele knjige. Slovenija bi morala hkrati omogočiti javen in transparenten vpogled v dejavnosti Slovenije v evropskih procesih. To pomeni, da bi Slovenija morala vzpostaviti transparentno in javno bazo podatkov o vključevanju Slovenije v evropske procese na prvi in drugi ravni Lamfalussijevega procesa, kakor tudi vzpostaviti transparentno in javno bazo podatkov o vključevanju Slovenije v evropske procese na tretji ravni Lamfalussijevega procesa, predvsem v okviru sodelovanja s CESR. Prav tako bi morala Slovenija bistveno več pozornosti nameniti sodelovanju in vključenosti potrošniških organizacij v razpravo ter v tem okviru ustanoviti odbor za potrošnike pri ATVP, vzpostaviti sistem FIN NET in razviti spodbude za razvoj potrošniških organizacij.

9.4 Odgovora na zastavljeni hipotezi

Prva hipoteza magistrskega dela je, da države članice preko implementacije evropske zakonodaje mnogokrat dodajajo nove zahteve in s tem nove ovire prostemu pretoku storitev. Primerjalna analiza, ki je bila opravljena za Slovenijo na primeru implementacije MiFID v slovensko zakonodajo, je hipotezo potrdila. Iz analize izhaja, da Slovenija enako kot druge države članice v procesih implementacije dodaja nove zahteve, ki lahko pomenijo oviro notranjemu trgu. V zvezi s predlogom ZTFI je treba tako še zlasti opozoriti na nepravilno implementacijo v zvezi z izvajanjem nadzora ATVP nad investicijskimi podjetji iz drugih držav članic, ki na podlagi enotne licence v Sloveniji opravljajo investicijske storitve bodisi neposredno bodisi preko podružnic. ZTFI obseg nadzora ATVP določa bistveno širše, kot ga določa MiFID, in s tem posega v sam temelj nove ureditve, to je v večjo uveljavitev načela vzajemnosti.

Druga hipoteza magistrskega dela pa je, da so prednosti integracije finančnih trgov v Skupnosti in s tem tudi prednosti nove ureditve, večje od morebitnih slabosti, in to tako za ponudnike kot potrošnike teh storitev. Analiza je pokazala, da so potrošniki absolutni zmagovalci notranjega trga na splošno kakor tudi na področju investicijskih storitev. Tako je hipoteza v tem delu potrjena. Ne drži pa, da so prednosti večje tudi za manjše ponudnike. Iz analize izhaja, da bodo manjša investicijska podjetja imela zaradi zahtev, ki jih nalaga nova ureditev, verjetno več stroškov kot pa koristi, in da bodo predvsem zaradi pomanjkanja finančnih in kadrovskih virov težje izkoristila prednosti, ki jih ponuja MiFID. V tem delu je zato hipoteza zavržena. MiFID namreč prednosti prinaša predvsem večjim ponudnikom investicijskih storitev.

9.5 Sklep

Menim, da sem z magistrskim delom dosegla zastavljene cilje in odgovorila na zastavljeni hipotezi. Upam, da bo magistrsko delo doseglo tudi svoj širši namen in da bo predstavljalo nek zaokrožen pogled na vzpostavljanje notranjega trga za investicijske storitve. Menim, da so in bodo opisani procesi in spremembe pomembne z vidika razvoja investicijskih storitev danes in jutri.

10. Literatura in viri

10.1 Literatura

1. Alfaro-Lassala Alfonso et al.: Fact Sheets on the European Union. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1999. 337 str.
2. Aubry Nathalie in McKee Michael: MiFID: Where did it come from, where is it taking us. *Journal of International Banking Law and Regulation*, London, 22(2007), 4, str. 177–186.
3. Avgouleas Emilios: EC Securities Regulation, a Single Regime for an Integrated Securities Market: Harmonized we stand, harmonized we fail? Part 1. *Journal of International Banking Law and Regulation*, London, 22(2007), 2, str. 79–87.
4. Avgouleas Emilios: EC Securities Regulation, a Single Regime for an Integrated Securities Market: Harmonized we stand, harmonized we fail? Part 2. *Journal of International Banking Law and Regulation*, London, 22(2007), 3, str. 153–164.
5. Belič Damjan: Zakon o trgu vrednostnih papirjev. *Pravna praksa*, Ljubljana, 13(1994), 294/295, str. 14.
6. Bently Patrick, Jarman Howard in Winstone David: Regulation in Practice. Anderton Brian, ed., *Current Issues in Financial Services*. London: MacMillan Press Ltd., 1995. Str. 31–41.
7. Bohinc Rado et al.: *Evropsko pravo*. Ljubljana: Primath, 2004. 891 str.
8. Chiu H-Y Iris: Three Challenges Ahead for the New EU Securities Regulation Directives. *European Business Law Review*, London, 17(2006), 1, str. 121–134.
9. Corcoran M. Andrea in Hart L. Terry: The regulation of Cross-border Financial Services in the EU Internal Market. *Columbia Journal of European Law*, New York, (8)2002, 2, str. 221–292.
10. Craig Paul in De Búrca Gráinne: *EU Law: text, cases, and materials*. Oxford: Oxford University Press, 1998. 1152 str.
11. Curry Stephen in Jarman Howard: The Framework of Financial Regulation – Fundamentally Flawed? Anderton Brian, ed., *Current Issues in Financial Services*. London: MacMillan Press Ltd., 1995, str. 13–27.
12. Cuthbert Mark: *European Union Law*. London: Sweet & Maxwell, 2003. 123 str.
13. Čas Miloš: Globalizacija trgov vrednostnih papirjev. *Pravna praksa*, Ljubljana, 22(2003), 2, str. 39–40.
14. Evropska komisija: *Financial Integration Monitor*. Bruselj: Evropska komisija, 2006. 23 str.
15. Evropska komisija: *FSAP Evaluation. Part I: Process and implementation*. Bruselj: Evropska komisija, 2006a. 34 str.
16. Evropska komisija: *Single Market in Financial Services Progress Report 2004–2005*. Bruselj: Evropska komisija, 2006b. 18. str.
17. Evropska komisija: *Single Market in Financial Services Progress Report 2006*. Bruselj: Evropska komisija, 2007. 26. str.
18. Ferran Eilis: *Building an EU Securities Market*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. 304 str.
19. FIN USE: *Annual Report 2005/2006*. Bruselj: Evropska komisija, 2006. 14. str.
20. FIN USE: *Response to Call for Evidence: Pre- and Post-Trade Transparency Provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of Financial Instruments other than Shares*. Bruselj: Evropska komisija, 2006a. 8. str.
21. FIN USE: *Response to the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*. Bruselj: Evropska komisija, 2005. 11. str.

22. FIN USE: The Consumers` Voice in the European Financial Services Sector. Bruselj: Evropska komisija, 2006b. 6. str.
23. Financial Services Authority: The Overall Impact of MiFID (FSA/PN/123/2006). [URL: <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2006/123.shtml>], 20. 4. 2007.
24. Forum Group n° 10: Reporting Requirements. Findings of the Forum Group. Final Synthesis Report. Bruselj: Evropska komisija, 2002. 19. str.
25. Friedland H. John: The Law and Structure of the International Financial System, Regulation in the United States, EEC, and Japan. London: Quorum Books, 1994. 200 str.
26. Grilc Peter: Notranji trg - (gospodarski) hard core po Pogodbi o Evropski uniji. Pravna praksa, Ljubljana, 24(2005), 13, str. 10–35.
27. Hanlon James: European Community Law. London: Sweet & Maxwell, 1998. 285 str.
28. Hatzopoulos Vassilis in Do Thien Uyen: The Case Law of the EJC Concerning the Free Provision of Services: 2000–2005. Common Market Law Review, London, 43(2006), 4, str. 923–991.
29. Heidinger J. Franz, Hubalek Andrea in Pramberger Michael: Introduction to the Law and Language of the European Union. Dunaj: Orac, 1998. 333 str.
30. Henry David: Clarifying and Settling Access to Clearing and Settlement in the EU. European Business Law Review, London, 17 (2006), 4, str. 999–1020.
31. Hertig Gérard in Lee Ruben: Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation. Januar 2003. [URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/5/27/18469147.pdf>], 5. 4. 2007.
32. Hua Thao: MiFID aims to synchronize regulations across Europe. Pensions & Investments, Chicago, 34(2006), 16, str. 14.
33. Inter-institutional Monitoring Group: First Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process. Bruselj: Evropska komisija, 2006. 29 str.
34. Inter-institutional Monitoring Group: Second Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process. Bruselj: Evropska komisija, 2007. 15 str.
35. Inter-institutional Monitoring Group: Third Report Monitoring the Lamfalussy Process. Bruselj: Evropska komisija, 2004. 53 str.
36. Jamnik Simona: Ureditev trga vrednostnih papirjev v direktivah Evropske unije. Podjetje in delo, Ljubljana, 24(1998), 8, str. 1502–1519.
37. Jašovič Božo: Gospodarske funkcije trga vrednostnih papirjev. Podjetje in delo, Ljubljana, 24(1998), 6/7, str. 842–858.
38. Karmel S. Roberta: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe. Brooklyn Journal of International Law, New York, 28(2003), 2, str. 495–549.
39. Karmel S. Roberta: The Case for a European Securities Commission. Columbia Journal of Transnational Law, New York, 38(1999), 1, str. 9–42.
40. Kavčič Boštjan: Spremembe na trgu vrednostnih papirjev. Pravna praksa, Ljubljana, 23(2004), 32, str. 36–37.
41. Knights David: Governmentality and Financial Services: Welfare Crises and the Financially Self-Disciplined Subject. Morgan Glenn in Knights David, ed., Regulation and Deregulation in European Financial Services. London: MacMillan Press Ltd., 1997, str. 216–235.
42. Komar Jadek Dagmar: Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Pravna praksa: Ljubljana, 14(1995), 331, str. 5.
43. Korže Branko: Do takeovers downgrade the contents of human rights and freedoms in EU? The IPSI BGD Transactions on Advanced Research, Beograd, 2(2006), 1, str. 51–60.
44. Kotler Philip: Marketing Management - Trženjsko upravljanje analiza, načrtovanje, izvajanje in kontrola. Ljubljana: Slovenska knjiga, 1996. 832str.

45. McCormick John: Understanding the European Union. New York: Palgrave, 1999. 251 str.
46. McGoldrick J. Peter in Greenland J. Steven: Retailing of Financial Services. London: McGraw-Hill Book Company Europe, 1994. 299 str.
47. McKee Michael: European supervisory convergence: a new dynamic. Journal of Financial Regulation and Compliance, London, 14(2006), 4, str. 348.
48. McNay Adrian: Tecnicall Update – MiFID: Turning Regulatory Burden into a Business Benefit. Financeweek, 13. 2. 2007. [URL: <http://www.financeweek.co.uk/cgi-bin/item.cgi?id=4790&d=11&h=24&f=254>], 20. 4. 2007.
49. Mikuž Jure: Nadzor delovanja trgov vrednostnih papirjev pri mednarodnih poslih. Pravna praksa, Ljubljana, 25(2006), 26, str. 26.
50. Moloney Niamh: Case C-452/01, *Margarethe Ospelt v. Schlössle Weissenberg Familienstiftung*, judgement of the Full Court of 23 September 2003, [2003] ECR I-9473. Common Market Law Review, London, 42 (2005), 4, str. 1133–1149.
51. Moloney Niamh: EC Securities Regulations. Oxford: Oxford University Press, 2002. 939 str.
52. Moloney Niamh: Financial Market Regulation in the Post-Financial Services Action Plan Era. International & Comparative Law Quarterly, Oxford, 55(2006),4, str. 982–992.
53. Morgan Glenn in Knights David: The Global Context of Financial Services: National Systems and the International Political Economy. Morgan Glenn in Knights David, ed., Regulation and Deregulation in European Financial Services. London: MacMillan Press Ltd., 1997, str. 14–41.
54. Morner V. Anna: Financial Services and Regional Integration: A Comparative Snapshot. Law and Business Review of Americas, Dallas, (7) 2001, str. 549–587.
55. Moshirian Fariborz: Financial Services: Global Perspectives. Journal of Banking & Finance, Amsterdam, 28(2004), 2, str. 269–276.
56. Moussis Nicholas: Access to European Union, law, economics, policies. Rixensart: European Study Service, 1999. 584 str.
57. Plavšak Nina: Dematerializacija vrednostnih papirjev. Podjetje in delo, Ljubljana, 25(1999), 5, str. 617.
58. Plavšak Nina: Odgovornost na trgu vrednostnih papirjev: Odgovornost za nepravilna razkritja podatkov o javnih družbah. Podjetje in delo, Ljubljana, (29)2003, 6/7, str. 1399–1407.
59. Raffan Michael: A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives. City & Financial Publishing, Surrey, 2006. 436 str.
60. Saluja Ash: Miffed with Mifid. The Lawyer, London, 27. 11. 2006, str. 25.
61. Schaub Alexander: The Lamfalussy process four years on. Journal of Financial Regulation and Compliance, London, 13(2005), 2, str. 110–120.
62. Spaventa Eleanor: Case C-442/02, *Caixa-Bank France v. Ministère de l’Économie, des Finances et de l’Industrie*, judgement of the Grand Chamber of 5 October 2004. Common Market Law Review, London, 42 (2005), 4, str. 1151–1168.
63. Stones Richard: Mifid for dummies. International Financial Law Review, London, 2006, 8, str 1.
64. Stuyck Jules, Terryn Evelyne in Van Dyck Tom: Confidence through Fairness? The New Directive on Unfair Business-to-Consumer Commercial Practices in the Internal Market. Common Market Law Review, London, 43 (2006), 1, str. 107–152.
65. The Economist: Day of the MiFID; European investments. The Economist, London, 380(2008), 8494, str. 13.
66. Todd A. Sulger: Harmonization of Securities Market Regulations in the European Union: Is the Price too high? California Western International Law Journal, San Diego, 29(1998), str. 221–241.

67. Turner Philip: E-Finance and Financial Stability. Litan E. Robert, Masson Paul in Pomerleano Michael, ed., *Open Doors, Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries*. Washington D.C.: Brookings Institution Press, 2001, str. 389–410.
68. Ulrich Ehrlicke: Case C-174/04, *Commision v. Italian Republic*, judgement of the Court of Justice (First Chamber) of 2 June 2005. *Common Market Law Review*, London, 43 (2006), 5, str. 1458–1467.
69. Usher John A.: *The Law of Money and Financial Services in the EC*. Oxford: Oxford University Press, 1999. 255 str.
70. Van Empel Martin: Retail Payments in the EU. *Common Market Law Review*, London, 42(2005), 5, str. 1425–1444.
71. Van Leeuwen Arthur Docters in Demarigny Fabrice: Europe's regulators working together under the new EU regulatory framework. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, London, 12(2004), 3, str. 206–215.
72. Walker Diane: A Unified European Market for Financial Services. Anderton Brian, ed., *Current Issues in Financial Services..* London: MacMillan Press Ltd., 1995, str. 178–189.
73. Warren Manning Gilbert III: The European Union's Investment Services Directive. *University of Pennsylvania Journal of International Business Law*, Philadelphia, 15(1994), str 181–209.
74. Warren Manning Gilbert III: The Harmonization of European Securities Law. *International Lawyer*, Chicago, 37(2003), str. 211–220.
75. Wymeersch Eddy: The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe. *Common Market Law Review*, London, 42 (2005), 4, str. 987–1010.

10.2Viri

a. pravni akti

Slovenija:

1. Sklep o določitvi dokumentacije, ki jo je potrebno priložiti zahtevi za izdajo dovoljenja za ustanovitev podružnice tuje borznoposredniške družbe (Uradni list RS, št. 6/00 in 8/03)
2. Sklep o izdelavi in posredovanju raziskav, študij, ocen, priporočil ter predlaganju naložbenih strategij (Uradni list RS, št. 13/05)
3. Sklep o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih za poslovanje s strankami in premoženjem strank borznoposredniških družb (Uradni list RS, št. 6/00 in 8/03)
4. Sklep o listinah, ki se priložijo vlogi za izdajo dovoljenja za ponudbo za odkup in o podrobnejši vsebini prospekta za odkup (Uradni list RS, št. 56/97 in 19/00)
5. Sklep o načinu obveščanja o nameravani odtujitvi kvalificiranega deleža v borznoposredniški družbi (Uradni list RS, št. 6/00)
6. Sklep o natančnejši vsebini registra dobro poučenih investitorjev, o postopku vpisa in izbrisa ter o načinu dostopa do podatkov v registru (Uradni list RS, št. 103/06)
7. Sklep o objavi besedil Pogodbe o Evropski uniji, Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti in Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti za atomsko energijo, skupaj s pogodbami, ki jih spreminjajo in dopolnjujejo (Uradni list RS, Mednarodne pogodbe št. 7/2004)
8. Sklep o obveščanju o sumljivih transakcijah (Uradni list RS, št. 13/05)
9. Sklep o oglaševanju v zvezi z vrednostnimi papirji in storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 6/00)
10. Sklep o opravljanju storitev z vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 6/00 in 8/03)

11. Sklep o podrobnejši vsebini dokumentacije, s katero kandidat za člana uprave dokazuje izpolnjevanje pogojev za člana uprave borznoposredniške družbe (Uradni list RS, št. 57/05)
12. Sklep o podrobnejših merilih za oceno izpolnjevanja pogojev za pridobitev kvalificiranega deleža v borzi in postopku, pogojih, dokumentaciji in načinu obveščanja v zvezi z izdajo dovoljenja za pridobitev kvalificiranega deleža v borzi (Uradni list RS, št. 103/06)
13. Sklep o poročanju borznoposredniških družb (Uradni list RS, št. 6/00, 109/01, 8/03 in 52/06)
14. Sklep o poročanju o poslih in o registru poslov oseb, ki so jim neposredno dostopne notranje informacije in z njimi povezanih oseb (Uradni list RS, št. 13/05)
15. Sklep o seznamu oseb, ki so jim dostopne notranje informacije (Uradni list RS, št. 13/05)
16. Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borznoposredniških družbah (Uradni list RS, št. 56/01)
17. Zakon o finančnih konglomeratih (Uradni list RS, št. 43/06 in nasl. – ZFK)
18. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99, 75/02 – ZIZ-A in 114/06)
19. Zakon o preprečevanju pranja denarja (Uradni list RS, št. 79/2001 – ZPPDen-1)
20. Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranju terorizma (Uradni list RS, št. 60/07 – ZPPDFT)
21. Zakon o ratifikaciji Pogodbe o Ustavi za Evropo s sklepno listino (Uradni list RS, Mednarodne pogodbe, št. 1/2005 – MPUE)
22. Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 67/07 – ZTFI)
23. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 51/06 – ZTVP-1-UPB2 in 114/06-ZUE)
24. Zakon o varstvu potrošnikov (Uradni list RS, št. 20/98 in nasl. – ZVPot)

EGS/EU:

25. Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji (UL L 184, 6. 7. 2001, str. 1–66)
26. Direktiva 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) (UL L 96, 12. 4. 2003, str. 16–25)
27. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES (UL L 345, 31. 12. 2003, str. 64–89)
28. Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta 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 (UL L 390, 31. 12. 2004, str. 38–57)
29. Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (UL L 145, 30. 4. 2004, str. 1–44)
30. Direktiva 2005/1/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 9. marca 2005 o spremembi direktiv Sveta 73/239/EGS, 85/611/EGS, 91/675/EGS, 92/49/EGS in 93/6/EGS ter direktiv 94/19/ES, 98/78/ES, 2000/12/ES, 2001/34/ES, 2002/83/ES in 2002/87/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve (UL L 79, 24. 3. 2005, str. 9–17)

31. Direktiva 2005/60/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. oktobra 2005 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja in financiranje terorizma (Besedilo velja za EGP) (UL L 309, 25. 11. 2005, str. 15–36)
32. Direktiva 2006/123/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 12. decembra 2006 o storitvah na notranjem trgu (UL L 376, 27. 12. 2006, str. 36–68)
33. Direktiva 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 5. aprila 2006 o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov (UL L 114, 27. 4. 2006, str. 60–63)
34. Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (UL L 177, z dne 30. 6. 2006, str. 1)
35. Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (UL L 177, z dne 30. 6. 2006, str. 201)
36. Direktiva 91/308/EGS Sveta z dne 10. junija 1991 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja (UL L 166, 28. 6. 1991, str. 77–83), spremenjena z Direktivo 2001/97/ES Evropskega parlamenta in Sveta (UL L 344, 28. 12. 2001, str. 76–82)
37. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2002/65/ES z dne 23. septembra 2002 o trženju finančnih storitev potrošnikom na daljavo in o spremembi Direktive Sveta 90/619/EGS ter direktiv 97/7/ES in 98/27/ES (UL L 271, 9. 10. 2002, str. 16–24)
38. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/36/ES z dne 7. septembra 2005 o priznavanju poklicnih kvalifikacij (UL L 255, 30. 9. 2005, str. 22–142)
39. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/36/ES z dne 7. septembra 2005 o priznavanju poklicnih kvalifikacij (UL L 255, 30. 9. 2005, str. 22–142)
40. Direktiva Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije (Besedilo velja za EGP) (UL L 339, 24. 12. 2003, str. 70–72)
41. Direktiva Komisije 2003/125/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s pravično predstavitvijo naložbenih priporočil in razkrivanjem nasprotij interesov (Besedilo velja za EGP) (UL L 339, 24. 12. 2003, str. 73–77)
42. Direktiva Komisije 2004/72/ES z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta glede dovoljenih tržnih ravnanj, opredelitve notranjih informacij v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, sestave seznama o osebah z dostopom do notranjih informacij, poročanja o transakcijah poslovnih delavcev in obveščanja o sumljivih poslih (Besedilo velja za EGP) (UL L 162, 30. 4. 2004, str. 70–75)
43. Direktiva Komisije 2006/73/ES z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih družb ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive (UL L 241, 2. 9. 2006, str. 26–58)
44. Direktiva Komisije 2007/14/ES z dne 8. marca 2007 o določitvi podrobnih pravil za izvajanje nekaterih določb Direktive 2004/109/ES o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu (UL L 69, 9. 3. 2007, str. 27–36)
45. Direktiva Sveta 88/361/EEC z dne 24. 6. 1988 o izvajanju člena 67 Pogodbe (Uradni list L 178/05, 8. 7. 1988, str. 5–18)
46. Direktiva Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev (UL L 141, 11. 6. 1993, str. 27–46)

47. Odločba št. 3052/95/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. decembra 1995 o vzpostavitvi postopka izmenjave informacij o nacionalnih ukrepih, ki odstopajo od načela prostega pretoka blaga v Skupnosti (UL L 321, 30. 12. 1995, str. 1–5)
48. Pogodba med Kraljevino Belgijo, Kraljevino Dansko, Zvezno republiko Nemčijo, Helensko republiko, Kraljevino Španijo, Francosko republiko, Irsko, Italijansko republiko, Velikim vojvodstvom Luksemburg, Kraljevino Nizozemsko, Republiko Avstrijo, Portugalsko republiko, Republiko Finsko, Kraljevino Švedsko, Združenim kraljestvom Velike Britanije in Severne Irske (državami članicami Evropske unije) in Češko republiko, Republiko Estonijo, Republiko Ciper, Republiko Latvijo, Republiko Litvo, Republiko Madžarsko, Republiko Malto, Republiko Poljsko, Republiko Slovenijo, Slovaško republiko o pristopu Češke republike, Republike Estonije, Republike Ciper, Republike Latvije, Republike Litve, Republike Madžarske, Republike Malte, Republike Poljske, Republike Slovenije in Slovaške republike k Evropski uniji (UL L 236, 23. 9. 2003, str. 23–31)
49. Sklep Komisije 2001/527/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (notificirano pod dokumentno številko K(2001) 1501) (Besedilo velja za EGP) (UL L 191, 13. 7. 2001, str. 43–44), spremenjen s Sklepom Komisije 2003/7/ES o spremembah sklepa 2001/527/ES o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP) (UL L 3, 7. 1. 2004, str. 32)
50. Sklep Komisije 2001/528/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (notificirano pod dokumentarno številko K(2001) 1493) (Besedilo velja za EGP) (UL L 191, 13. 7. 2001, str. 45 – 46), spremenjen s Sklepom Komisije 2003/8/ES o spremembah sklepa 2001/528/ES o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP) (UL L 3, 7. 1. 2004, str. 33)
51. Sklep Komisije z dne 30. marca 2006 o ustanovitvi strokovne skupine za evropske trge vrednostnih papirjev za zagotovitev pravnega in ekonomskega svetovanja glede uporabe direktiv EU o vrednostnih papirjih (2006/288/ES) (UL L 106, 19. 4. 2006, str. 14–17)
52. Sklep Sveta z dne 17. julija 2006 o spremembah Sklepa 1999/468/ES o določitvi postopkov za uresničevanje Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil (2006/512/ES) (UL L 200, 22. 7. 2006, str. 11–13)
53. Sklep Sveta z dne 18. februarja 2003 o ustanovitvi Odbora za finančne storitve (2003/165/ES) (UL L 67, 12. 3. 2003, str. 17)
54. Sklep Sveta z dne 28. junija 1999 o določitvi postopkov za uresničevanje Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil (1999/468/ES) (UL L 184, 17. 7. 1999, str. 23–26)
55. Uredba Komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi (Besedilo velja za EGP) (UL L 241, 2. 9. 2006, str. 1–25)
56. Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta o izjemah za programe odkupa in stabilizacijo finančnih instrumentov (Besedilo velja za EGP) (UL L 336, 23. 12. 2003, str. 33–38)
57. Uredba Komisije (ES) št. 809/2004 z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta o informacijah, ki jih vsebujejo prospekti, in o obliki prospektov, vključitvi informacij s sklicevanjem in objavi teh prospektov in razširjanju oglaševanj (Besedilo velja za EGP) (SL.ES poglavje 06, zvezek 07, str. 307–412)
58. Uredba Sveta (ES) št. 2679/98 z dne 7. decembra 1998 o delovanju notranjega trga glede prostega pretoka blaga med državami članicami (UL L 337, 12. 12. 1998, str. 8 – 9)

b. drugi pravni viri

59. Priporočilo v zvezi z načelom vzajemnosti v okviru izpolnjevanja akcijskega načrta za enotni trg (KOM(1999) 299 končno)
60. Bela knjiga o politiki finančnih storitev za obdobje 2005–2010 (KOM(2005) 629 končno)
61. Bela knjiga o vzpostavitvi notranjega trga (KOM(1985) 310 končno)
62. Deklaracija o usmeritvah za delovanje Republike Slovenije v institucijah Evropske unije v obdobju januar 2007 – junij 2008 (Uradni list RS, št. 31/2007 – DeUDIEU0708)
63. Deklaracija o usmeritvah za delovanje Republike Slovenije v institucijah EU v letu 2006 (Uradni list RS, št. 36/2006 – DeUDIEU06)
64. Predlog Zakona o trgu finančnih instrumentov (Poročevalec DZ, št. 34/07)
65. Priporočilo Komisije 98/257/ES z dne 30. marca 1998 o načelih, ki naj jih uporabljajo organi odgovorni za izvensodno reševanje sporov s potrošniki (Besedilo velja za EGP) (UL L 115 , 17. 4. 1998, str. 31–34)
66. Priporočilo Komisije z dne 7. decembra 2001 o načelih za uporabo »SOLVIT« - sistema za reševanje problemov na notranjem trgu (Besedilo velja za EGP) (notificirano pod dokumentarno številko C(2001) 3901) (UL L 331, 15. 12. 2001, str. 79–82)
67. Skupna deklaracija o izvedbenih postopkih v zvezi z novim postopkom soodločanja po 251. členu ES (UL C 148 , 28. 5. 1999, str. 1–2).
68. Sporočilo Komisije z dne 11. 5. 1999 o uresničevanju zakonskega okvira za finančne trge: akcijski načrt (KOM(1999) 232 končno)
69. Sporočilo Komisije z dne 23. maja 1986 o programu za liberalizacijo kapitalskih tokov v Skupnosti (KOM(1986) 292 končno)
70. Sporočilo Komisije z dne 28. 10. 1998, Finančne storitve: priprava akcijskega načrta (KOM(1998) 625 končno)
71. Sporočilo Komisije z dne 4. junija 1997 Evropskemu Svetu – Akcijski načrt za enotni trg (CSE(1997) 1 končno)
72. Zelena knjiga o politiki finančnih storitev (2005–2010) (KOM(2005) 177 končno)

c. spletne strani

73. <http://curia.europa.eu/sl/transitpage.htm>
74. http://ec.europa.eu/index_en.htm
75. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm
76. http://ec.europa.eu/internal_market/fin-use_forum/switch_en.htm
77. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/index_en.htm
78. <http://ec.europa.eu/prelex/apcnet.cfm?CL=en>
79. <http://eur-lex.europa.eu/sl/index.htm>
80. http://europa.eu/documents/comm/white_papers/index_sl.htm
81. <http://evrokorpus.gov.si/>
82. <http://mifidconnect.com>
83. <http://www.a-tvp.si/>
84. <http://www.cesr-eu.org/>
85. <http://www.dz-rs.si/>
86. <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
87. <http://www.equiduct.eu/home/home.asp>
88. <http://www.europarl.europa.eu>
89. http://www.europarl.europa.eu/committees/econ_home_en.htm
90. <http://www.fsa.gov.uk/>
91. <http://www.hm-treasury.gov.uk/>
92. <http://www.kdd.si/>

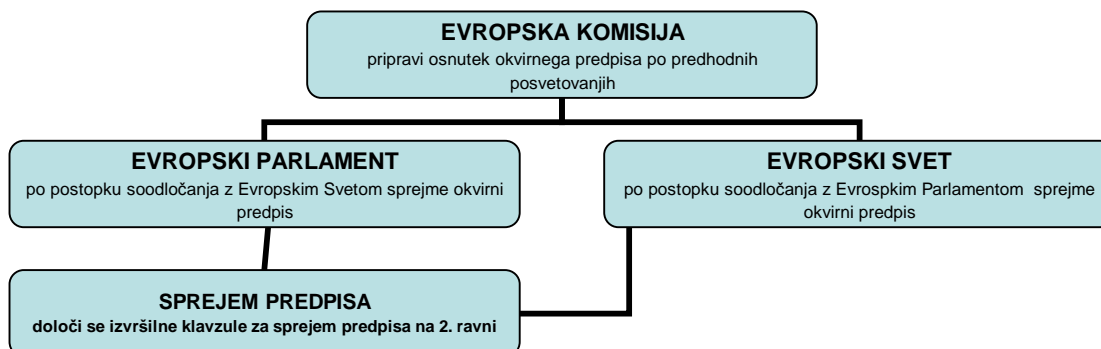
93. <http://www.ljse.si/>
94. <http://www.mf.gov.si/slov/index.htm>
95. <http://www.uppd.gov.si/slov/index.htm>
96. <http://www.zdruzenje.si/>

SEZNAM PRILOG

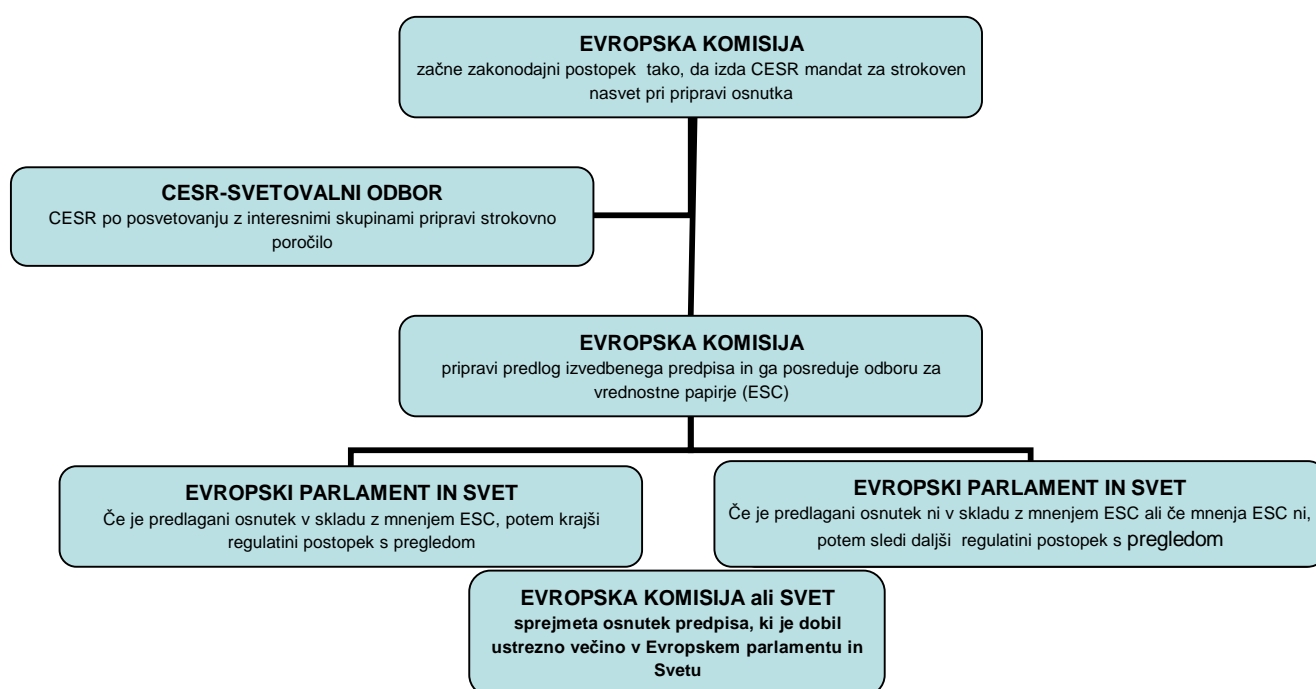
1. TABELA ŠT. 1	1
2. TABELA ŠT. 2	2
3. TABELA ŠT. 3	3
4. TABELA ŠT. 4	4
5. TABELA ŠT. 5	5
6. TABELA ŠT. 6	6
7. TABELA ŠT. 7	8
8. TABELA ŠT. 8	14

TABELA ŠT. 1 OKVIREN PRIKAZ LAMFALUSSIJEVEGA PROCESA

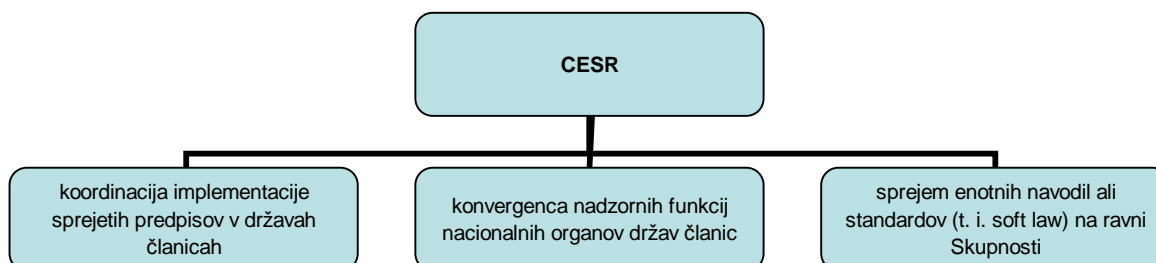
1. RAVEN



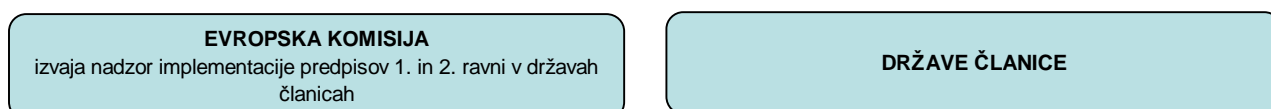
2. RAVEN



3. RAVEN



4. RAVEN



Vir: lastna shema na podlagi Lamfalussijevega procesa

TABELA ŠT. 2
PRIKAZ IMPLEMENTACIJE DIREKTIV S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV PO DRŽAVAH ČLANICAH EU NA DAN 1. 4. 2007

Predpis	Številka predpisa	Rok za implementacijo	Avstrija	Belgija	Bolgarija	Ciper	Češka	Nemčija	Danske	Estonija	Irska	Grčija	Španija	Finska	Francija	Madžarska	Italija	Litva	Luksemburg	Latvija	Malta	Nizozemska	Poljska	Portugalska	Romunija	Švedska	Slovenija	Slovaška	Velika Britanija
Direktiva o zlorabi trga	Direktiva 2003/6/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2003/124/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2003/125/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2004/72/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Prospektna direktiva	Direktiva 2003/71/ES	1. julij 2005	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
MiFID	Direktiva 2004/39/ES	31. januar 2007	N	N	PN	PN	N	N	PN	N	O	N	N	N	N	N	N	O	N	N	N	N	N	N	O	N	N	N	O
izvedben predpis	Direktiva 2006/73/ES	31. januar 2007	N	N	N	N	N	N	N	N	O	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	O	N	N	N	O
Transparentna direktiva	Direktiva 2004/109/ES	20. januar 2007	N	N	O	N	N	O	PN	N	N	N	N	O	N	N	N	O	N	N	N	N	N	N	O	N	N	N	O
izvedben predpis	Direktiva 2007/14/ES	8. marec 2008	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N

VIR: Implementacijska tabela Komisije na dan 1. 4. 2007

 (URL: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm, vpogled dne 18. 4. 2007)

LEGENDA:

P - notificirano Komisiji in potrjeno s strani Komisije

O - notificirano Komisiji in v teku pregleda pri Komisiji

PN - deno notificirano Komisiji

N - Komisija notifikacije še ni prejela

N - Komisija notifikacije še ni prejela, rok za notifikacijo še ni potekel

TABELA ŠT. 3

PRIKAZ IMPLEMENTACIJE DIREKTIV S PODROČJA INVESTICIJSKIH STORITEV PO DRŽAVAH ČLANICAH EU NA DAN 31. 7. 2007

Predpis	Številka predpisa	Rok za implementacijo	Avstrija	Belgija	Bolgarija	Ciper	Češka	Nemčija	Danske	Estonija	Irska	Grčija	Španija	Finska	Francija	Madžarska	Italija	Litva	Luksemburg	Latvija	Malta	Nizozemska	Poljska	Portugalska	Romunija	Švedska	Slovenija	Slovaška	Velika Britanija
Direktiva o zlorabi trga	Direktiva 2003/6/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2003/124/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2003/125/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
izvedben predpis	Direktiva 2004/72/ES	12. oktober 2004	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
Prospektna direktiva	Direktiva 2003/71/ES	1. julij 2005	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P	P
MiFID	Direktiva 2004/39/ES	31. januar 2007	N	O	O	PN	N	N	O	N	O	N	N	N	O	N	N	O	O	PN	N	N	N	N	O	N	N	O	O
izvedben predpis	Direktiva 2006/73/ES	31. januar 2007	N	O	N	N	N	N	O	N	O	N	N	N	O	N	N	PN	O	PN	N	N	N	N	O	N	N	PN	O
Transparentna direktiva	Direktiva 2004/109/ES	20. januar 2007	O	PN	O	N	N	O	O	N	O	O	PN	O	O	N	N	O	N	O	PN	N	N	N	O	O	N	O	O
izvedben predpis	Direktiva 2007/14/ES	8. marec 2008	N	N	N	N	N	O	N	N	N	N	O	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	O	N	PN	O

VIR: Implementacijska tabela Komisije na dan 31. 7. 2007

(objavljeno na http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm, vpogled dne 31. 7. 2007)

LEGENDA:

P - notificirano Komisiji in potrjeno s strani Komisije

O - notificirano Komisiji in v teku pregleda pri Komisiji

PN - deno notificirano Komisiji

N - Komisija notifikacije še ni prejela

N - Komisija notifikacije še ni prejela, rok za notifikacijo še ni potekel

TABELA ŠT. 4

PRIKAZ ZAKONODAJNEGA PROCESA NA 1. RAVNI LAMFALUSSIJEVEGA PROCESA

PRIMER: Direktiva 2004/39/ES (MiFID)

Datum	Zakonodajni proces	Pristojnost	Št. dokumenta
19.11.2002	Predlog direktive EP in Svetu	Komisija	KOM(2002)625 končno
20.11.2002	Predlog posredovan EP in Svetu	Komisija	/
12.6.2003	Mnenje ECB o predlogu	ECB	CON/2003/9
18.6.2003	Mnenje EESC	EESC	EESC/2003/741
25.9.2003	Odobritev in predlog amandmajev	EP	A5/2003/287
25.9.2003	Mnenje o predlaganih amandmajih	Komisija	/
7.10.2003	Politično strinjanje za sprejem skupnega stališča	Svet	CS/2003/13379
8.12.2003	Sprejem skupnega stališča	Svet	CS/2003/13379
12.1.2004	Nov predlog direktive glede na skupno stališče	Komisija	KOM/2004/15 končno
30.3.2004	Drugo branje, odobritev z amandmaji	EP	A5/2004/114
7.4.2004	Sprejem predloga s predlaganimi amandmaji	Svet	CS/2004/11391
21.4.2004	Sprejem direktive	EP in Svet	Direktiva 2004/39/ES

Vir: lastna analiza

POJASNILA:

Št. dokumenta – označuje številko dokumenta, s katerim je institucija oziroma organ sprejel akt v zakonodajnem procesu

EP – Evropski parlament

ECB – Evropska centralna banka

EESC – Ekonomsko socialni svet

TABELA ŠT. 5

PRIKAZ IZVRŠILNIH KLAUZUL NA PODLAGI OKVIRNE DIREKTIVE

PRIMER: Direktiva 2004/39/ES (MiFID)

Določbe MiFID	Vrsta klavzule	Izvedben predpis	Izvedene določbe
člen 2(3)	izbirna	/	/
člen 4(1), točka 2	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 4(1), točka 2
člen 4(2)	izbirna	Direktiva 2006/73/ES	člen 4(1), točka 4
		Uredba Komisije 1287/2006	člen 4(1), točka 7
člen 13(10)	obligatorna	Direktiva 2006/73/ES	člen 13(2) do (8)
		Uredba Komisije 1287/2006	člen 13(6)
člen 18(3)	obligatorna	Direktiva 2006/73/ES	člen 18
člen 19(10)	obligatorna	Direktiva 2006/73/ES	člen 19(1) do (6) in (8)
člen 21(6)	obligatorna	Direktiva 2006/73/ES	člen 21(1)
člen 22(3)	obligatorna	Direktiva 2006/73/ES	člen 22(1)
člen 24(5)	izbirna	Direktiva 2006/73/ES	člen 24(3)
člen 25(7)	izbirna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 25(3) in (5)
člen 27(7)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 27, 27(1), (3) in (6)
člen 28(3)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 28
člen 29(3)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 29
člen 30(3)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 30
člen 40(6)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 40(1) in (2)
člen 44(3)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 44
člen 45(3)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 45
člen 56(5)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 56(2)
člen 58(4)	obligatorna	Uredba Komisije 1287/2006	člen 58(1)

Vir: lastna analiza

Direktiva 2004/39/ES v členu 64(3) določa, da je rok veljavnosti za vse zgoraj navedene izvršilne klavzule štiri leta po začetku veljave te direktive (t. i. sunset clause). Prvotno je bil ta rok do 21. 6. 2008. Vendar pa je bila Direktiva 2004/39/ES spremenjena z Direktivo 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 5. aprila 2006 o spremembi Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov. Direktiva 2006/31/ES je v členu 1 (2) (b) določila, da je ta rok 1. 4. 2008.

TABELA ŠT. 6

PRIKAZ ZAKONODAJNEGA PROCESA NA 2. RAVNI LAMFALUSSIJEVEGA PROCESA

PRIMER: Izvedbeni predpisi na podlagi Direktive 2004/39/ES (MiFID)

Datum	Zakonodajni proces	Pristojnost	Št. dokumenta
20.1.2004	Poziv za strokovni nasvet CESR – 1. set	Komisija	
25.6.2004	Poziv za strokovni nasvet CESR – 2. set	Komisija	
3.2.2005	Strokovni (tehnični) nasvet Komisiji glede 1. seta mandata za svetovanje pri izvedbenih predpisih na podlagi MiFID	CESR	CESR/O5-024c
3.5.2005	Strokovni (tehnični) nasvet Komisiji glede 2. seta mandata za svetovanje pri izvedbenih predpisih na podlagi MiFID	CESR	CESR/O5-290b
21.3.2005	1. posvetovanje glede 1. delovnega dokumenta Komisije	ESC	ESC/7/2005
21.- 22.4.2005	2. posvetovanje glede 1. delovnega dokumenta Komisije	ESC	ESC/7/2005
26.- 27.5.2005	1. posvetovanje glede 2. delovnega dokumenta Komisije	ESC	ESC/17/2005
21.- 22.6.2005	2. posvetovanje glede 2. delovnega dokumenta Komisije in 1. posvetovanje glede 3. delovnega dokumenta Komisije	ESC	ESC/17/2005 ESC/23/2005
13.- 14.7.2005	2. posvetovanje glede 3. delovnega dokumenta Komisije in 1. posvetovanje glede 4. delovnega dokumenta Komisije	ESC	ESC/23/2005 ESC/20/2005
Nedoločeno Več terminov	Priprava delovnih dokumentov Komisije Posvetovanja z ESC Posvetovanja z zainteresirano javnostjo	Komisija	Več revizij dokumentov: - ESC/7/2005-rev4 + pojasnilo ESC/8/2005, - ESC/17/2005-rev3 + dodatek + pojasnilo ESC/18/2005 - ESC/23/2005-rev2 + pojasnilo ESC/24/2005 - ESC/20/2005-rev3 + pojasnilo ESC/21/2005
6.2.2006	Predlog izvedbenih predpisov MiFID: - osnutek izvedbene direktive - osnutek izvedbene uredbe	Komisija	Ni številke dokumenta.
4.4.2006	Objava odziva zainteresirane javnosti	Komisija	Ni številke dokumenta.
15.6.2006	Potrditev predlaganih osnutkov	EP	Ni številke dokumenta.
25.6.2006	Soglasje k predlaganim osnutkom	ESC	Ni številke dokumenta.
30.6.2006	Objava končnih osnutkov izvedbenih predpisov na podlagi MiFID: - osnutek izvedbene direktive - osnutek izvedbene uredbe	Komisija	Ni številke dokumenta.
10.8.2006	Sprejem izvedbenih predpisov na podlagi MiFID: - Direktive Komisije 2006/73/ES z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji	Komisija	Direktiva Komisije 2006/73/ES

	poslovanja investicijskih družb ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive in - Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi, opredeljenimi v navedeni direktivi		Uredba Komisije (ES) št. 1287/2006
2.9.2006	Objava izvedbenih predpisov v Uradnem listu Evropske unije	Komisija	UL L 241, str. 1-58

Vir: lastna analiza

Dokument	Strokovno svetovanje/posvetovanje glede na določbe MiFID
CESR/O5-024c	členi 13(2) do (8), 18, 19 (2), (3), (7) in (8), 25, 56(2), 58
CESR/O5-290b	členi 4, 4(1), 4(1) aneks 1, oddelek C, 13(3), 18, 19(1), (4), (5) in (6), 21, 22(1) in (2), 27, 28-30, 40, 43-45
ESC/7/2005	Poročanje o transakcijah: členi 25, 28, 30, 45
ESC/8/2005	Obrazložitev razlik med ESC/7/2005 in nasveti CESR
ESC/17/2005	Organizacijske zahteve in razkritje interesov: členi 13, 18 Dodatek: pojasnilo pojma investicijske raziskave
ESC/18/2005	Obrazložitev razlik med ESC/17/2005 in nasveti CESR
ESC/23/2005	Pogoji poslovanja: členi 4, 19, 21, 22
ESC/24/2005	Obrazložitev razlik med ESC/23/2005 in nasveti CESR
ESC/20/2005	Tržna preglednost in sprejem finančnih instrumentov v trgovanje: členi 4, 22, 25, 27, 28-30, 40, 44, 45
ESC/21/2005	Obrazložitev razlik med ESC/20/2005 in nasveti CESR

Vir: lastna analiza

TABELA ŠT. 7

PRIKAZ STANJA IMPLEMENTACIJE EVROPSKIH PREDPISOV, KI SE NAVEZUJEJO NA PODROČJE INVESTICIJSKIH STORITEV, V REPUBLIKI SLOVENIJI NA DAN 31. 7. 2007

EVROPSKI PREDPIS	VSEBINA PREDPISA	ROK IMPLEMENTACIJE	VELJAVNOST	IMPLEMENTACIJSKI PREDPISI, IZDANI V REPUBLIKI SLOVENIJI	STANJE IMPLEMENTACIJE	OPOMBE
Direktiva Sveta 93/22/EGS ¹	investicijske storitve na področju vrednostnih papirjev	1.1.1995 za RS: 1.5.2004	1. 11. 2007 Razveljavi jo Direktiva 2004/39/ES.	ZTVP-1 ² (poglavja 1, 2, 5, 6, 7, 8, 9, 11, 12, 13, 17, 18 in 19)	Usklajeno 5.8.2004 (ZTVP-1A ³) Zamuda: 3 mesece	Slovenija je že sprejela nov predpis, to je ZTFI. ⁴
Direktiva 2004/39/ES ⁵ ali MiFID	opravljanje investicijskih storitev in regulirani trgi	31.1.2007	ni določena	ZTVP-1 že zadovoljivo ureja določena vprašanja, ⁶ vse novosti ureja ZTFI.	Usklajeno bo 11.8.2007. Zamuda: 6 mesecev	V bodoče bo ZTFI implementiral MiFID (poglavja 1, od 4 do 9, 12 in 13). ⁷
Direktiva Komisije 2006/73/ES ⁸	izvedben predpis Direktive 2004/39/ES	31.1.2007	ni določena	Ne ureja noben predpis, z izjemo določenih vprašanj, ki so urejena že v ZTVP-1 in izvedbenih predpisih.	Ni usklajeno Zamuda: 6 mesecev	ZTFI te direktive še ne upošteva. Čaka se na izdajo podzakonskih predpisov.

¹ Gre za Direktivo Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev.

² Gre za Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99, 31/00, 52/02, 86/04, 28/06 in 114/06 – ZTVP-1).

³ Gre za Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 86/04 – ZTVP-1A).

⁴ Gre za Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 67/07 – ZTFI).

⁵ Gre za Direktivo 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS.

⁶ Prikaz področij, ki se nanašajo samo na investicijska podjetja in investicijske storitve, ki jih zadovoljivo ureja že ZTVP-1, je v primerjalni tabeli k točki 6.5.

⁷ Pomanjkljivosti pri implementaciji so izpostavljene v 6. poglavju, točka 6.4.2.

⁸ Gre za Direktivo Komisije 2006/73/ES z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih družb ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive.

Direktiva 2004/109/ES ⁹	razkritje informacij o izdajateljih vrednostnih papirjev	20.1.2007	ni omejena	Ni urejeno z izjemo določenih vprašanj, ki jih ureja že ZTVP-1, in sicer v 4. poglavju (členi 62 do 71) in ZPre-1 (člen 10). Novosti ureja ZTFI.	Usklajeno bo 11.8.2007. Zamuda: 6 mesecev.	V bodoče bo ZTFI implementiral določbe direktive v 3. poglavju: obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij (členi 99 do 148).
Direktiva Komisije 2006/14/ES ¹⁰	izvedben predpis Direktive 2004/109/ES	8.3.2008	ni omejena	Ne ureja noben predpis.	Ni usklajeno. Rok še ni potekel.	ZTFI te direktive ne upošteva.
Direktiva 2003/6/ES ¹¹	notranje informacije in tržna manipulacija	12.10.2004 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (člen 248 in 15. poglavje: členi 275 do 278. c ter drugi členi)	Usklajeno 5.8.2004. (ZTVP-1A) Zamuda: 3 mesece	V bodoče bo urejal ZTFI (10. poglavje: členi 372 do 401).
Direktiva Komisije 2003/124/ES ¹²	izvedben predpis Direktive 2003/6/ES	12.10.2004 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (člen 248 in 15. poglavje: členi 275 do 278. c ter drugi členi)	Usklajeno 5.8.2004. (ZTVP-1A)	V bodoče bo urejal ZTFI v 10. poglavju (členi 372 do 401) in novi podzakonski akti, ki še niso sprejeti.

⁹ Gre za Direktivo 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta 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.

¹⁰ Gre za Direktivo Komisije 2007/14/ES z dne 8. marca 2007 o določitvi podrobnih pravil za izvajanje nekaterih določb Direktive 2004/109/ES o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na reguliranem trgu.

¹¹ Gre za Direktivo 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) ali t. i. Direktivo o zlorabi trga.

¹² Gre za Direktivo Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije.

Direktiva Komisije 2003/125/ES ¹³	izvedben predpis Direktive 2003/6/ES	12.10.2004 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (člen 276. b), Sklep o izdelavi in posredovanju raziskav, študij, ocen, priporočil ter predlaganju naložbenih strategij ¹⁴	Usklajeno 5.8.2004 (ZTVP-1A)	V bodoče bo urejal ZTFI v 10. poglavju (členi 372 do 401) in novi podzakonski akti, ki še niso sprejeti.
Direktiva Komisije 2004/72/ES ¹⁵	izvedben predpis Direktive 2003/6/ES	12.10.2004 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (člen 248 in 15. poglavje: člani 275 do 278. c ter drugi člani), Sklep o poročanju o poslih in o registru poslov oseb, ki so jim neposredno dostopne notranje informacije in z njimi povezanih oseb, ¹⁶ Sklep o obveščanju o sumljivih transakcijah ¹⁷	Usklajeno 5.8.2004. (ZTVP-1A)	V bodoče bo urejal ZTFI v 10. poglavju (členi 372 do 401) in novi podzakonski akti, ki še niso sprejeti.
Direktiva 2003/71/ES ¹⁸	prospekt o objavi javne ponudbe ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje	1.7.2005	ni omejena	ZTVP-1 (3. poglavje: člani 15 do 61. b)	Usklajeno 1.4.2006 (ZTVP-1B ¹⁹). Zamuda: 9 mesecev.	V bodoče bo urejal ZTFI v 2 poglavju (členi 36 do 98), predlagane so določene spremembe. ²⁰

¹³ Gre za Direktivo Komisije 2003/125/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s pravično predstavitvijo naložbenih priporočil in razkrivanjem nasprotij interesov.

¹⁴ Gre za Sklep o izdelavi in posredovanju raziskav, študij, ocen, priporočil ter predlaganju naložbenih strategij (Uradni list RS, št. 13/05).

¹⁵ Gre za Direktivo Komisije 2004/72/ES z dne 29. aprila 2004 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta glede dovoljenih tržnih ravnanj, opredelitve notranjih informacij v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago, sestave seznama o osebah z dostopom do notranjih informacij, poročanja o transakcijah poslovnih delavcev in obveščanja o sumljivih poslih.

¹⁶ Gre za Sklep o poročanju o poslih in o registru poslov oseb, ki so jim neposredno dostopne notranje informacije in z njimi povezanih oseb (Uradni list RS, št. 13/05).

¹⁷ Gre za Sklep o obveščanju o sumljivih transakcijah (Uradni list RS, št. 13/05).

¹⁸ Gre za Direktivo 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembi Direktive 2001/34/ES ali t. i. Prospektno direktivo.

Direktiva 2001/34/ES ²¹ Konsolidirana	sprejem vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi	konsolidacija direktiv, veljavnost: 28.5.2001 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (členi 57. a in 232 do 237)	Usklajeno 5.8.2004 (ZTVP-1A). Zamuda: 3 mesece.	V bodoče bo urejal ZTFI, in sicer v podpoglavju 9.3 (členi 341, 342 in 346 do 348).
Direktiva 2002/65/ES ²²	trženje finančnih storitev potrošnikom na daljavo	9.10.2004	ni omejena	ZVPot (členi 43, 43. a do 43. d in 45. a)	Usklajeno 7.5.2004. (ZVPot-B ²³)	
Direktiva 2006/49/ES, ²⁴ ki se sklicuje tudi na Direktivo 2006/48/ES ²⁵	kapitalska ustreznost, obvladovanje tveganj in izpostavljenost investicijskih podjetij	31.12.2006	ni omejena	Deloma (pomajkljivo) ureja že ZTVP-1. Za finančne konglomerate deloma ureja tudi ZFK. ²⁶	Usklajeno bo 11.8.2007. Zamuda: 7 mesecev.	V bodoče bo implementiral ZTFI, ki že upošteva določbe glede višine ustanovitvenega kapitala, kapitalske ustreznosti, izpostavljenosti in likvidnosti investicijskih podjetij.

¹⁹ Gre za Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 28/06 – ZTVP-1B).

²⁰ ZTFI naj bi prinesel naslednje pomembnejše spremembe: črtala naj bi se ureditev glede praga uspešnosti in odločanja o uspešnosti javne ponudbe dolžniških vrednostnih papirjev (to so členi 34 do 36 ZTVP-1) in poseben ukrep nadzora ATPV; to je razveljavitev postopka ponudbe (člena 37(2) in 39 ZTVP-1), ki naj bi ga nadomestil ukrep pravice vlagateljev do odstopa od pogodbe (člen 94 ZTFI).

²¹ Gre za Direktivo 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji.

²² Gre za Direktivo 2002/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. septembra 2002 o trženju finančnih storitev potrošnikom na daljavo in o spremembi Direktive Sveta 90/619/EGS ter direktiv 97/7/ES in 98/27/ES.

²³ Gre za Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o varstvu potrošnikov (Uradni list RS, št. 51/04 – ZVPot-B).

²⁴ Gre za Direktivo 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij (preoblikovano).

Direktiva Sveta 89/117/EGS ²⁷	objava letnih poročil za podružnice investicijskih podjetij iz držav članic	1.1.1991 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1-prvi ²⁸ (člen 101(2) v zvezi z 9. poglavjem: členi 186 do 190), sicer pa ZTVP-1 (104. a in 107. a)	Usklajeno že 13.7.1999 pred vstopom v EU (ZTVP-1-prvi) in kasneje popravljeno 1.4.2006 (ZTVP-1B)	V bodoče bo urejal ZTFI (člen 178(3) v zvezi s členom 196), se sklicuje na ZBan-1 (členi 203(1), točka 1 do 3, 204(2) do (4), 205 in 207 do 213).
Direktiva 97/9/ES ²⁹	odškodninske sheme za vlagatelje	26.9.1998 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZTVP-1 (členi 279 do 286), Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borznoposredniških družbah ³⁰	Usklajeno že 13.7.1999 pred vstopom v EU (ZTVP-1-prvi).	V bodoče bo urejal ZTFI, in sicer vsebinsko enako kot sedaj veljavni ZTVP-1 (členi 461 do 468).
Direktiva 98/26/ES ³¹	čezmejna plačila in poravnave vrednostnih papirjev	11.12.1999 za RS: 1.5.2004	ni omejena	ZNVP ³² (členi 15. a, 15., 16, 23. a in 39. a in drugi) ZTVP-1 (členi 91 in 272)	Usklajeno 9.11.2006 (ZNVP-A ³³). Zamuda: 30 mesecev.	V bodoče bo urejal ZTFI (členi 160, 251, 365 in 450) in ZNVP (členi 15. a, 15, 16. a, 23. a, 39. a in drugi).

²⁵ Gre za Direktivo 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano).

²⁶ Gre za Zakon o finančnih konglomeratih (Uradni list RS, št. 43/06 – ZFK).

²⁷ Gre za Direktivo Sveta 89/117/EGS z dne 13. februarja 1989 o obveznostih podružnic, ustanovljenih v državi članici, ki pripadajo kreditnim in finančnim institucijam, s sedežem zunaj te države članice, glede objave letnih računovodskih izkazov.

²⁸ Gre za Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) brez kasnejših sprememb in dopolnitev.

²⁹ Gre za Direktivo 97/9/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. marca 1997 o odškodninskih shemah za vlagatelje.

³⁰ Gre za Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borznoposredniških družbah (Uradni list RS, št. 56/01).

³¹ Gre za Direktivo 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. maja 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev.

³² Gre za Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99, 75/02 in 114/06 – ZNVP).

³³ Gre za Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 114/06 – ZNVP-A).

Direktiva Sveta 91/308/EGS ³⁴	preprečevanje uporabe finančnega sistema za pranje denarja	1.1.1993 za RS: 1.5.2004	ne velja več, uporablja se do 15.12.2007	Do 21.7.2007 je urejal ZPPDen-1. ³⁵	Usklajeno že 25.10.2001 pred vstopom v EU (ZPPDen-1).	Slovenija je že sprejela nov predpis.
Direktiva 2005/60/ES ³⁶	preprečevanje uporabe finančnega sistema za pranje denarja in financiranje terorizma	15.12.2007	ni omejena	Ureja ZPPDFT, ³⁷ ki velja od 21.7.2007 dalje.	Usklajeno 21.7.2007. Ni zamude.	

Vir: v tabeli navedeni predpisi in lastne primerjave

³⁴ Gre za Direktivo Sveta 91/308/EGS z dne 10. junija 1991 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja; spremenjena z Direktivo 2001/97/ES Evropskega parlamenta in Sveta, ki je z dnem sprejema Direktive 2005/60/ES prenehala veljati.

³⁵ Gre za Zakon o preprečevanju pranja denarja (Uradni list RS, št. 79/01 in 59/02 – ZPPDen-1).

³⁶ Gre za Direktivo 2005/60/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. oktobra 2005 o preprečevanju uporabe finančnega sistema za pranje denarja in financiranje terorizma.

³⁷ Gre za Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št. 60/2007 – ZPPDFT).

TABELA ŠT. 8

PRIMERJALNA TABELA: MiFID, ZTVP-1 IN ZTFI (IZBRANA PODROČJA)

PRED-MET URE-JANJA	DIREKTIVA 2004/39/ES – MiFID	ZAKON O TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV –ZTVP-1		ZAKON O TRGU FINANČNIH INSTRUMENTOV – ZTFI	
Področje uporabe in izjeme	<p>MiFID določa, da se uporablja za investicijska podjetja in regulirane trge (člen 1). Investicijsko podjetje je katera koli pravna oseba, katere redna dejavnost ali posel je poklicno opravljanje ene ali več investicijskih storitev za tretje stranke in/ali opravljanje ene ali več investicijskih dejavnosti (člen 4(1), točka 1).</p>	<p>ZTVP-1 glede subjektov, za katere se uporablja, nima posebne določbe.</p> <p>O področju uporabe ZTVP-1 se sklepa argumentum a contrario, to pomeni, da ZTVP-1 ne ureja delovanja tistih subjektov, ki v zakonu niso zajeti, ampak samo tiste, ki so. Ti pa so:</p> <ul style="list-style-type: none"> - izdajatelji vrednostnih papirjev, - organizirani trgi vrednostnih papirjev, - borzoposredniške družbe in banke, ki izvajajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, - druge finančne organizacije in nadzorovane finančne organizacije in - klirinško depotna družba. <p>Vsebina, ki jo ureja ZTVP-1, je širša kot vsebina, ki jo ureja MiFID, saj poleg urejanja trgov vrednostnih papirjev in subjektov na njem, ureja še javno ponudbo vrednostnih papirjev, dolžnost poročanja javnih družb, trgovanje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, izpolnjevanje obveznosti iz poslov sklenjenih na organiziranem trgu, ter prepoved zlorabe notranjih informacij in tržne manipulacije. Slednje je na evropski ravni urejeno z ločenimi predpisi, direktivami.</p>	D	<p>ZTFI v členu 1 določa vsebino zakona in med drugim določa, da ureja pogoje za ustanovitev, poslovanje, nadzor in prenehanje investicijskih podjetij, upravljavcev organiziranih trgov in poravnalnih sistemov s sedežem v Sloveniji (točka 3), kakor tudi pogoje, pod katerimi lahko osebe s sedežem zunaj Slovenije opravljajo investicijske storitve v Sloveniji (točka 4).</p> <p>Enako kot že v ZTVP-1 je tudi vsebina, ki jo ureja ZTFI širša od vsebine, ki jo ureja MiFID. ZTFI tako enako kot že ZTVP-1 ureja ponudbo vrednostnih papirjev javnosti, obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij s strani izdajateljev vrednostnih papirjev, borzne trge, poravnavo poslov s finančnimi instrumenti ter prepoved zlorabe notranjih informacij in tržne manipulacije. V pravu Skupnosti so navedena področja urejena z ločenimi predpisi, direktivami.</p>	U

	<p>MiFID v členu 2 določa izjeme, in sicer se direktiva ne uporablja za (primeroma):</p> <ul style="list-style-type: none"> - poslovanje samo za svoj račun oziroma za svoja matična ali hčerinska podjetja, - zavarovalnice, - upravljanje programov udeležbe zaposlenih, - investicijsko svetovanje v okviru opravljanja druge poklicne dejavnosti, če ni posebej nagrajeno, - kolektivne investicijske podjeme in pokojninske sklade in - evropski sistem centralnih bank in druge nacionalne organe s podobnimi funkcijami. 	<p>ZTVP-1 ne ureja ločeno izjem, za katere se ZTVP-1 ne uporablja, ampak izjeme določa pri vsakem področju uporabe ločeno. Glede opravljanja storitev v zvezi z vrednostnimi papirji v členu 76 (2) posredno določa, da se ZTVP-1 ne uporablja za:</p> <ul style="list-style-type: none"> - storitve svetovanja, kadar so te povezane s svetovanjem glede finančne reorganizacije, razvojne strategije ali svetovanjem v zvezi s prevzemom, - storitve svetovanja, kadar takšno svetovanje nudijo odvetniki ali davčni svetovalci v okviru opravljanja svojega poklica, - sprejemanje nalogov strank borzno-posredniške družbe za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev ali za prenos vrednostnih papirjev, kadar naloge v imenu in za račun borzno-posredniške družbe in na podlagi pogodbe z njo sprejema druga pravna oseba in - storitve v zvezi s prevzemi in sklepanje poslov z vrednostnimi papirji za svoj račun. 	N	<p>ZTFI določa izjeme, in sicer v členu 34 določa, da se določbe zakona o opravljanju investicijskih storitev in poslov ne uporabljajo za določene subjekte oziroma primere. Izjeme ZTFI praktično dobesedno povzema po MiFID. Določbe zakona o opravljanju investicijskih storitev in poslov se tako ne uporabljajo za (primeroma):</p> <ul style="list-style-type: none"> - zavarovalnice in pozavarovalnice, - osebe, ki opravljajo investicijske storitve izključno za svoje nadrejene, podrejene družbe ali za druge podrejene družbe svojih nadrejenih družb, - osebe, ki opravljajo investicijske storitve občasno pri opravljanju svoje redne dejavnosti ali poklica (pod določenimi pogoji), - osebe, ki poslujejo samo za svoj račun, - osebe, ki opravljajo investicijske storitve, ki zajemajo samo upravljanje programov udeležbe zaposlenih, - člane evropskega sistema centralnih bank in druge osebe javnega prava in - investicijske in pokojninske sklade. 	U
Izbirne izjeme	<p>Države članice lahko po členu 3 MiFID določijo, da te direktive ne uporabljajo za določene osebe, ki jim je pod določenimi pogoji dovoljeno opravljati samo sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z nekaterimi finančnimi instrumenti ter izvajanje investicijskega svetovanja s temi instrumenti.</p>	<p>ZTVP-1 tako izjemo ureja v členu 76(2), točki 3 in 4. Gre za izjeme, za katere se ZTVP-1 ne uporablja, to so pravne osebe, ki na podlagi pogodbe z borzno-posredniško družbo in v njenem imenu in za njen račun sprejemajo naloge njenih strank za nakup, prodajo ali prenos vrednostnih papirjev.</p>	N	<p>ZTFI je to izjemo ukinil in v predlogu določil, da lahko sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi s prenosljivimi vrednostnimi papirji in enotami kolektivnih investicijskih podjemov ter s tem povezano investicijsko svetovanje, pod določenimi pogoji opravlja mala borzno-posredniška družba (člen 11(6) predloga). ZTFI za poslovanje male borzno-posredniške družbe določa milejše pogoje, in sicer v členu 35 določa, katere določbe se zanjo uporabljajo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - za tako družbo tako veljajo praktično vsa pravila zakona, razen nekaterih pogojev glede pridobitve dovoljenja (ki so milejši), vseh določb v zvezi s poslovanjem v tujini na podlagi enotne licence (ki za te družbe ne veljajo), 	U

				določb glede upravljanj s tveganji, jamstvom za terjatve vlagateljev in vodenjem poslovnih knjig, - taka družba mora prav tako pridobiti dovoljenje ATVP za opravljanje dejavnosti in - taka družba ne sme opravljati nobenih drugih storitev razen tistih, ki so zanjo dovoljene.	
Oprede- itev pojmov	MiFID v členu 4 opredeljuje pojme. Med pomembnejšimi je treba omeniti vprašanje opredelitve investicijskega podjetja.	ZTVP-1 pojme opredeljuje v uvodnem delu in v posameznih poglavjih zakona, ki urejajo določeno področje, ne pa samostojno, v ločenem poglavju.	N	ZTFI opredelitvi pojmov že namenja uvodni del, to je v prvem poglavju med splošnimi določbami, in sicer v točki 1.2 Oprede- litev pojmov in kratic. Oprede- litve novih pojmov v ZTFI, kot so MTF in sistematični internalizator, so praktično povzete po direktivi.	U
Oprede- itev investicij- skega podjetja	MiFID v členu 4(1), točka 1 omogoča, da države članice pod določenimi pogoji kot investicijska podjetja opredelijo tudi podjetja, ki niso pravne osebe. MiFID določa, da morajo države članice, ki to možnost izkoristijo, zahtevati, da pravni status teh oseb zagotavlja stopnjo zaščite interesov tretjih strank enakovredno stopnji, ki jo zagotavljajo pravne osebe, in da so te osebe predmet enakovrednega nadzora varnega in skrbnega poslovanja.	ZTVP-1 v členu 75 določa, da lahko storitve v zvezi z vrednostnimi papirji opravlja le borzno-posredniška družba oziroma banka in pojma investicijsko podjetje sploh ne pozna. V členu 77 pa določa, da je borznoposredniška družba lahko organizirana le kot pravna oseba. Enako velja po predpisih o bančništvu za banke.	U	ZTFI ni izkoristil možnosti iz MiFID in v predlogu člena 11 (1) določa, da je investicijsko podjetje pravna oseba. Edina izjema velja po predlogu drugega odstavka člena 35 za male borznoposredniške družbe, ki pa ne smejo opravljati vseh investicijskih storitev.	U
Oprede- itev investicij- skih storitev	MiFID določa investicijske storitve in dejavnosti kot vse storitve našete v Prilogi 1, Oddelek A, v zvezi s katerikoli finančnim instrumentom iz Priloge 1, Oddelek C. Pomožne storitve so določene v oddelku B. <u>Oddelek A:</u> <u>Investicijske storitve in dejavnosti so:</u> (1) sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti (2) izvajanje naročil v imenu strank (3) poslovanje za lastni račun (4) upravljanje portfeljev	ZTVP investicijske storitve razvršča v tri razrede: osrednje storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (člen 73(1)), posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (člen 73(2)) in pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (člen 74). <u>Osrednje storitve so:</u> (1) posredovanje naročil (2) borzno posredovanje (3) trgovanje za svoj račun (4) gospodarjenje z vrednostnimi papirji	D	ZTFI ureja investicijske storitve in posle v členu 8, pomožne investicijske storitve pa v členu 10. ZTFI že natančno sledi določbam direktive. <u>Investicijske storitve so:</u> (1) sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti (2) izvrševanje naročil za račun strank (3) poslovanje za svoj račun (4) gospodarjenje s finančnimi instrumenti	U

	<p>(5) investicijsko svetovanje</p> <p>(6) izvedba prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov in/ali plasiranje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa</p> <p>(7) plasiranje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa</p> <p>(8) upravljanje večstranskega sistema trgovanja (MTF)</p> <p><u>Oddelek B</u></p> <p><u>Pomožne storitve so:</u></p> <p>(1) hramba in upravljanje finančnih instrumentov za račun strank, vključno s skrbništvom in sorodnimi storitvami, kot je upravljanje gotovine/zavarovanja</p> <p>(2) odobranje posojil vlagatelju, da bi ta lahko opravil eno ali več transakcij s finančnimi instrumenti, če je družba, ki odobri posojilo, vpletena v transakcijo</p> <p>(3) svetovanje podjetjem glede kapitalske strukture, industrijske strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združevanji in nakupi podjetij</p> <p>(4) menjalniške storitve, če so povezane z upravljanjem investicijskih storitev</p> <p>(5) investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s transakcijami s finančnimi instrumenti</p> <p>(6) storitve v zvezi z izvedbo prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa</p> <p>(7) investicijske storitve in dejavnosti ter pomožne storitve vrst, zajetih v oddelek A ali B Priloge I, ki zadevajo podlago izvedenih finančnih instrumentov iz oddelka C – 5, 6, 7 in 10.</p>	<p><u>Investicijsko svetovanje ZVTP-1 ureja med pomožnimi storitvami.</u></p> <p><u>Posebne storitve</u></p> <p>(1) izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa</p> <p>(2) izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa</p> <p>(3) storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje</p> <p><u>MTF ZVTP-1 ne ureja.</u></p> <p><u>Pomožne storitve so:</u></p> <p>(1) investicijsko svetovanje</p> <p>(2) vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev</p> <p>(3) hramba vrednostnih papirjev</p> <p><u>Odobranje posojil ZVTP-1 ne ureja.</u></p> <p>(4) storitve v zvezi s prevzemi</p> <p><u>Menjalniških storitev ZVTP-1 ne ureja.</u></p> <p>Storitve v zvezi investicijskimi raziskavami in finančne analize storitev ZVTP-1 ne ureja posebej, ampak jih obravnava v okviru investicijskega svetovanja.</p>	<p>(5) investicijsko svetovanje</p> <p>(6) izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa</p> <p>(7) izvedba prve ali nadaljnje prodaje finančnih instrumentov brez obveznosti odkupa</p> <p>(8) upravljanje večstranskih sistemov trgovanja (MTF)</p> <p><u>Pomožne investicijske storitve so:</u></p> <p>(1) hramba in vodenje finančnih instrumentov za račun strank, ki vključuje skrbništvo in storitve vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev strank</p> <p>(2) dajanje posojil vlagateljem, da bi ti lahko opravili enega ali več poslov s finančnimi instrumenti, če je investicijsko podjetje udeleženo pri teh poslih</p> <p>(3) svetovanje podjetjem glede kapitalske sestave, poslovne strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združitvijo in nakupi podjetij</p> <p>(4) menjalniške storitve, če jih investicijsko podjetje opravlja v zvezi z investicijskimi storitvami</p> <p>(5) investicijske raziskave in finančne analize ali druge oblike splošnih priporočil v zvezi s posli s finančnimi instrumenti</p> <p>(6) storitve v zvezi z izvedbo prve oziroma nadaljnje prodaje finančnih instrumentov z obveznostjo odkupa</p> <p>(7) storitve in posli enake vrste kakor investicijske storitve, ki se nanašajo na osnovne instrumente izvedenih finančnih instrumentov iz 5., 6., 7., 10. ali 11. točke člena 7(2) tega zakona.</p>
--	---	--	--

<p>Pogoji in postopki za izdajo dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev –</p>	<p>MiFID zahteva, da države članice v svojih predpisih zahtevajo, da se za poklicno izvajanje investicijskih storitev pridobi predhodno dovoljenje (člen 5(1)) in določa:</p>	<p>ZTVP-1 določa, da mora borznoposredniška družba pred vpisom ustanovitve v sodni register oziroma pred vpisom dodatne storitve pridobiti dovoljenje ATVP za vsako storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (člen 92 (1)). ZTVP-1 v členu 93 določa, katere dokumente je treba priložiti zahtevi za izdajo dovoljenja. ZTVP-1 v tej zvezi ureja:</p>	<p>U</p>	<p>ZTFI določa, da mora borznoposredniška družba za opravljanje osrednjih in pomožnih investicijskih storitev pridobiti dovoljenje ATVP (člen 161(1)). Podrobneje pogoje za pridobitev dovoljenja določa v členih 164 do 167, predpisana pa je tudi izdaja podzakonskega predpisa (člen 163). ZTFI ureja tudi vse zahteve, ki jih MiFID zvezi z avtorizacijo nalaga državam članicam, in sicer:</p>	<p>U</p>
<p>AVTORIZACIJA</p>	<p>- obseg dovoljenja (člen 6), ki določa, da se dovoljenje za opravljanje storitev lahko izda za vsako od investicijskih storitev in še za eno ali več pomožnih (ne pa samo za pomožne investicijske storitve),</p>	<p>- obseg dovoljenja, ki ga določa posredno, to pomeni, da mora borznoposredniška družba ali banka pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev za vsako od storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ki so sicer določene v členih 73 in 74; enako kot direktiva določa, da dovoljenja ni mogoče pridobiti zgolj za pomožne storitve,</p>	<p>U</p>	<p>- ZTFI ureja obseg dovoljenja v členu 161, kjer navaja, da lahko borznoposredniška družba v Sloveniji opravlja tiste investicijske storitve in posle in tiste pomožne storitve, za katere pridobi dovoljenje ATVP, pri čemer pa nikoli ne more dobiti dovoljenja samo za opravljanje pomožnih investicijskih storitev,</p>	<p>U</p>
	<p>- postopke za izdajo oziroma odvzem dovoljenja (člena 7 in 8),</p>	<p>- postopek za izdajo in odvzem dovoljenja v členih 93, 309 do 335 in 363 do 375, posebej pa ureja prenehanje dovoljenja v členu 94. a,</p>	<p>U</p>	<p>- pogoje za izdajo in prenehanje dovoljenja ZTFI ureja v členih 167 in 168, medtem ko je postopek izdaje in odvzema dovoljenja urejen v posebnem razdelku o postopkih odločanja ATVP (členi 533 do 547 in drugi),</p>	<p>U</p>
	<p>- pogoje za osebe, ki dejansko vodijo posle (člen 9(1)), ki morajo biti dovolj ugledne in izkušene za skrbno vodenje investicijskega podjetja,</p>	<p>- pogoje za člane uprave borznoposredniške družbe (člen 85(5) in (6)) in zahtevo, da morajo pred imenovanjem pridobiti dovoljenje ATVP, ki vključuje pogoj primernosti teh oseb (člen 86(1) v zvezi s členom 94(2), točka 2),</p>	<p>U</p>	<p>- ZTFI se glede pogojev za organe vodenja in nadzora borznoposredniške družbe sklicuje na ZBan-1 (člen 157) in zahteva, da član uprave predhodno pridobi dovoljenje ATVP, ki vključuje pogoj primernosti teh oseb (člen 167(1) 3 v zvezi s 157 ZTFI in 65 ZBan-1),</p>	<p>U</p>

	<p>- pogoje, da vodenje investicijskega podjetja prevzameta vsaj dve osebi (člen 9(4)),</p>	<p>- obveznost, da mora imeti uprava borznoposredniške družbe vsaj dva člana, ki borznoposredniško družbo skupaj zastopata (člen 85), enako predpisi o bančništvu določajo za banke,</p>	U	<p>- ZTFI tudi določa obveznost, da upravo borznoposredniške družbe (če izbere dvotirni sistem upravljanja) predstavljata vsaj dva člana oziroma, da upravni odbor (če izbere enotirni sistem upravljanja) imenuje vsaj dva izvršna direktorja, ki družbo skupaj zastopata (člen 157 ZTFI v zvezi s členoma 62(2) in 60(2) ZBan-1),</p>	U
	<p>- pogoje za imetnike kvalificiranih deležev, to je 20%, 33% ali 50% deleža in o primernosti imetnikov kvalificiranih deležev (člen 10),</p>	<p>- obveznost, da morajo imetniki kvalificiranih deležev predhodno pridobiti dovoljenje ATVP, ki vključuje pogoj primernosti imetnikov (člen 82(1) v zvezi s členom 94(2), točka 1),</p>	U	<p>- ZTFI se glede pogojev za pridobitev kvalificiranih deležev sklicuje na predpise o bančništvu, predhodno dovoljenje ATVP pa morajo imetniki kvalificiranih deležev pridobiti za 10%, 20%, 33% in 50% delež v kapitalu investicijskega podjetja, ki vključuje pogoj primernosti imetnikov (člen 167(1), točka 2 v zvezi s členom 155 ZTFI in členom 45 ZBan-1),</p>	U
	<p>- pogoje glede odškodninske sheme za vlagatelje, glede katere se sklicuje na uporabo Direktive 97/9/EGS (člen 11),</p>	<p>- ZTVP-1 ureja sistem jamstva za terjatve vlagateljev in zajamčene terjatve vlagateljev v členih 279 do 286,</p>	U	<p>- ZTFI ureja sistem jamstva za terjatve vlagateljev in zajamčene terjatve vlagateljev v členih 461 do 468, ureditev ostaja enaka kot v ZTVP-1,</p>	U
	<p>- pogoje glede ustanovitvenega kapitala, glede katerega se sklicuje na uporabo Direktive Sveta 93/6/EGS oziroma njene revizije (člen 12),</p>	<p>- zahteve glede kapitala borznoposredniške družbe in obveznosti borznoposredniške družbe glede kapitalske ustreznosti, izpostavljenosti tveganjem in likvidnosti (členi 113 do 130), prav tako pa določa tudi ukrepe za zagotavljanje kapitalske ustreznosti in likvidnosti (členi 131 do 133),</p>	D	<p>- zahteve glede višine osnovnega kapitala so v ZTFI že usklajene z novo Direktivo 2006/49/ES, ki je razveljavila Direktivo Sveta 93/6/EGS (člena 153 in 154) na tem področju,</p> <p>- zahteve glede upravljanja s tveganji in kapitalske ustreznosti že v celoti upoštevajo priporočila Basla II in Direktive 2006/49/ES v zvezi z Direktivo 2006/48/ES, in sicer se ZTFI pri tem sklicuje na ZBan-1 (členi 124 do 130 in 132 do 202),</p>	U

	<p>- pogoje glede organizacijskih zahtev (člen 13), to je zagotovitev učinkovite organizacijske in administrativne ureditve s ciljem preprečevanja nasprotij interesov, sprejem ukrepov za zagotovitev pravilnosti in kontinuitete opravljanja dejavnosti, zagotovitev učinkovite notranje kontrole, zagotovitev postopkov za izogibanje tveganjem, sprejem ukrepov za obvladovanje informacij, sprejem ukrepov za vzpostavitev sistemov hrambe in vodenja evidenc ter sprejem ukrepov za preprečitev dodatnega operativnega tveganja pri prenosu določenih operativnih funkcij na drugo osebo in</p>	<p>- ZTVP-1 organizacijskih pogojev ne določa; določa jih podzakonski akt, ki določa kadrovske, tehnične in organizacijske pogoje za poslovanje in ki med drugim zahteva: ustrezno kadrovsko sestavo, informacijski sistem, ki ga podpira ustrezna računalniška in programska oprema, ki zagotavlja neprekinjeno poslovanje, upošteva tveganja in omogoča potrebne obdelave informacij, potrebno tehnično in fizično varovanje, sisteme notranjih kontrol, zagotovitev notranje revizije, ustrezno prostorsko in funkcionalno ločenost organizacijskih enot zaradi omejevanja nasprotij interesov in dobrega pretoka informacij in ukrepe za odgovorno in skladno ravnanje zaposlenih, vključno s poročanjem upravi družbe,</p>	D	<p>- ZTFI organizacijske zahteve ureja v poglavju 7.1, in sicer v členih 197 do 205; in sicer zahteva, da investicijska podjetja vzpostavijo in uresničujejo ustrezne ukrepe za ugotavljanje in za preprečevanje nasprotij interesov (člen 198), da izvedejo vse potrebne ukrepe za zagotovitev neprekinjenega poslovanja (člen 199), da vzpostavijo in vzdržujejo ustrezen sistem notranjih kontrol in učinkovite postopke za ugotavljanje, merjenje, obvladovanje in spremljanje tveganj ter učinkovite ukrepe za nadzor in varovanje informacijskih sistemov (člen 201), da se izogonejo operativnim tveganjem pri prenosu pomembnih poslovnih procesov na druge osebe (člen 200) in da vzpostavijo sisteme za vodenje in hrambo ustreznih evidenc (člen 202(1)), pri čemer ATVP na podlagi člena 205(1), točka 1, predpiše podrobnejše organizacijske zahteve za opravljanje investicijskih storitev in poslov,</p>	U
	<p>- ukrepe za zaščito lastninske pravice strank in za preprečitev uporabe strankinih instrumentov in sredstev za račun investicijskega podjetja (člen 13(7)).</p>	<p>- ZTVP-1 zahteva ločene račune denarnih sredstev strank od denarnih sredstev borznoposredniške družbe (člen 151), enako zahteva glede računov nematerializiranih vrednostnih papirjev (člena 155 in 156).</p>	U	<p>- ZTFI zahteva skrbno ravnanje s finančnimi instrumenti strank (člen 203) in z denarnim dobroimetjem strank (člen 204), z namenom, da se varujejo premoženjske pravice imetnika in da se prepreči uporaba teh sredstev za lasten račun borznoposredniške družbe ali drugih njenih strank.</p>	U
	<p>Dodane so tudi posebne zahteve glede upravljanja MTF (člen 14).</p>	<p>ZTVP-1 MTF ne ureja.</p>	N	<p>ZTFI ureja posebne zahteve glede MTF v členih 278, 279 in 285.</p>	U
	<p>MiFID tudi od držav članic zahteva, da vzpostavijo register vseh investicijskih podjetij, ki vsebuje vse podatke o izdanih dovoljenjih in je javno dostopen (člen 5(3)).</p>	<p>ZTVP-1 ne določa obveznosti vzpostavitve registra borznoposredniških družb oziroma bank z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev, ki sta jim ATVP oziroma Banka Slovenije izdala dovoljenje.</p>	N	<p>ZTFI že upošteva določbe MiFID in v členu 162 določa, da ATVP vzpostavi register investicijskih podjetij, ki vsebuje podatke o izdanih dovoljenjih in je javen.</p>	U

Pogoji poslovanja investicijskih podjetij	MiFID zahteva, da države članice zagotovijo, da pristojni organi spremljajo dejavnosti investicijskih podjetij, da bi lahko zagotovili skladnost njihovega delovanja s pogoji iz direktive (člen 17(1)), in sicer morajo v svojih predpisih zahtevati, da investicijsko podjetje v razmerju do strank zagotavlja vsaj naslednje:	ZTVP-1 pogoje poslovanja ureja v sedmem poglavju (pravila varnega in skrbnega poslovanja) ter borznoposredniškim družbam nalaga naslednje obveznosti:		ZTFI pravila poslovanja investicijskih podjetij pri opravljanju investicijskih storitev in poslov v celoti ureja v 7. poglavju (členi 197 do 295). ZTFI zahteva, da investicijska podjetja pri opravljanju investicijskih storitev ravnajo s profesionalno skrbnostjo in v skladu s predpisi in standardi opravljanja storitev (člen 211) ter določa, da morajo:	
	- da stranki v razumljivi obliki zagotovijo ustrezne informacije (člen 19(3)), ki morajo biti poštene, jasne in ne smejo zavajati (člen 19(2)),	- ZTVP-1 določa obveznosti glede splošnih pogojev poslovanja, njihove objave in objave cenika storitev (člena 137 in 138) ter določa obveznost borznoposredniške družbe, da mora stranko seznaniti z vsemi okoliščinami, pomembnimi v zvezi s storitvijo (člen 139(2)); in z njo skleniti pisno pogodbo o opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (členi 141, 142, 154 in 168),	D	- ZTFI v členu 212(1) že povzema določbe MiFID in zahteva, da so vse informacije, vključno s tržnimi sporočili, ki so naslovljene na stranke, poštene, jasne in ne zavajajo, - ZTFI enako kot MiFID nalaga borznoposredniškim družbam, da strankam zagotovijo ustrezne in razumljive informacije o družbi, o storitvah, o finančnih instrumentih, stroških ipd. (člen 212(3)), kakor tudi o splošnih pogojih (člen 216(2)), - ZTFI tudi enako kot ZTVP-1 določa obvezno sklenitev pisne pogodbe o opravljanju investicijskih storitev (člen 216),	U
	- da pri izvajanju investicijskih storitev od stranke pridobijo potrebne informacije o njihovem znanju in izkušnjah na investicijskem področju (člen 19(5)), pri opravljanju investicijskega svetovanja ali upravljanja portfeljev pa tudi o finančnem položaju in investicijskih ciljih (člen 19(4)), razen če gre (pod določenimi pogoji) samo za izvajanje ali posredovanje naročil (člen 19(6)), vse z namenom, da bi investicijsko podjetje stranki priporočilo njej primerne investicijske storitve in finančne instrumente,	- ZTVP-1 določa, da si mora borznoposredniška družba prizadevati od stranke pridobiti ustrezne podatke o izkušnjah stranke na področju naložb v vrednostne papirje, njenih finančnih možnostih in njenih namenih v zvezi z naložbami (člen 139(3)), natančnejše podatke določa podzakonski predpis, pri čemer pa ZTVP-1 borznoposredniške družbe ne zavezuje, da mora biti vsakokratna storitev za stranko primerna, ampak samo, da mora pri opravljanju storitev v vsem paziti na interese strank,	N	- ZTFI povzema določbe MiFID tudi glede obveznosti, da pri izvajanju investicijskih storitev od stranke pridobijo potrebne informacije o njihovem znanju in izkušnjah na investicijskem področju (člen 214), pri opravljanju investicijskega svetovanja ali gospodarjenja pa tudi o finančnem položaju in investicijskih ciljih (člen 214(1)), razen če gre (pod določenimi pogoji) samo za izvajanje ali posredovanje naročil (člen 215), pri čemer tudi določa obveznost borznoposredniške družbe, da vsakokrat oceni primernost investicijske storitve in ponujenih finančnih instrumentov za stranko,	U
	- da vzpostavi dosje, ki vsebuje dokumente, sklenjene med podjetjem in stranko (člen 19(7)),	- ZTVP-1 zahteva, da borznoposredniška družba vse dokumente o poslovanju s posamezno stranko hrani ločeno (člen 174),	U	- ZTFI borznoposredniškim družbam nalaga, da vse dokumente o poslovanju s posamezno stranko vodijo ločeno (člen 202(5) do (7)),	U

	- da stranke primerno obveščajo opravljenih storitvah (člen 19(8)),	- ZTVP-1 borznoposredniške družbe zavezuje, da stranke obveščajo o prejemu naročila (člen 144), o odklonitvi sprejema naročila (člen 145), o izvršitvi naročila oziroma obračunu posla (člen 152) in o stanju naložb z obračunom poslov iz naslova upravljanja portfelja (člen 170),	U	- ZTFI obveznost poročanja strankam o opravljenih storitvah nalaga v členu 217, obvezna poročila strankam v zvezi z opravljanjem posameznih storitev pa nalaga v ločenih podpoglavjih in sicer obveznost potrdila o prejemu naročila (člen 224), o odklonitvi sprejema naročila (člen 225), o izvršitvi naročila oziroma obračunu posla (člen 236) in o stanju naložb z obračunom poslov iz naslova upravljanja portfelja (člen 242),	U
	- da izvedejo naročila strank pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši (člen 21(1)) ter da stranke predhodno obvestijo o njihovi politiki izvajanja naročil in da stranke vanjo privolijo (drugi odstavek člena 21(3)),	- ZTVP-1 določa, da mora borznoposredniška družba pri opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji v vsem paziti na interese strank (člen 139),	N	- ZTFI povzema ureditev ZTVP-1, da mora borznoposredniška družba v vsem paziti na interese strank (člen 213) in dodaja obveznost, da mora borznoposredniška družba opraviti vse razumne ukrepe, da se naročilo stranke izvrši pod pogoji, ki so zanjo najugodnejši (člen 226), kakor tudi, da jo mora seznaniti s politiko izvrševanja naročil in pridobiti njeno odobritev še pred izvedbo storitve (člen 227(3) in (4)), - ZTFI v členu 233 ohranja izvrševanje naročil strank s preudarkom, česar MiFID ne določa in ne omogoča več,	D
	- da stranki na njeno zahtevo dokažejo, da so njeno naročilo izvedle v skladu s politiko izvajanja naročil (člen 21(5)),	- ZTVP-1 določa pogoje za izvrševanje različnih vrst naročil (navadno, s preudarkom) in predvsem določa časovni vrstni red in	N	- ZTFI določa obveznost borznoposredniške družbe, da stranki na njeno zahtevo dokaže, da je njeno naročilo izvršila v skladu s politiko izvrševanja naročil (člen 229(3)),	U
	- da naročilo stranke izvedejo pošteno in hitro (člen 22).	- zahteva, da se naročilo za nakup oziroma prodajo tržnih vrednostnih papirjev izvede samo preko organiziranega trga (člen 146 (1)), po vrstnem redu prejema in takoj, ko je to mogoče, oziroma ko so izpolnjeni pogoji za izvedbo naročila (člen 147),	D	- ZTFI določa obveznost, da borznoposredniška družba sprejme ustrezne postopke in ukrepe za sprotno, pošteno in hitro izvrševanje naročil strank, po vrsti njihovega prejema (člen 231).	U
	Navedene obveznosti ne veljajo za poslovanje s primernimi strankami (člen 24).	ZTVP-1 ne pozna pojma primernih strank.	N	ZTFI že upošteva kategorijo primernih strank in enako kot MiFID določa, da zgoraj navedene obveznosti borznoposredniške družne ne veljajo za poslovanje s primernimi strankami (člen 235).	U

	<p>Poleg tega MiFID zahteva, da morajo države članice zagotoviti, da investicijska podjetja:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ves čas svojega poslovanja izpolnjujejo pogoje, ki so bili zahtevani ob avtorizaciji (člen 16), 	<p>Zahteva po stalnem izpolnjevanju vseh obveznosti, ki so sicer pogoj za izdajo dovoljenja, jasno izhaja iz celotne vsebine ZTVP-1, predvsem pa iz določb, ki ATVP podeljujejo pristojnost za izvrševanje nadzora nad izpolnjevanjem zahtev.</p>	U	<p>ZTFI v 8. poglavju določa odgovornost in pristojnost ATVP, da opravlja nadzor nad vsemi subjekti, ki jim izda dovoljenje, ne glede na to, ali poslujejo samo doma ali tudi v tujini.</p>	U
	<ul style="list-style-type: none"> - ob posredovanju izvršitev storitev drugemu investicijskemu podjetju ostanejo odgovorna za popolnost in točnost posredovanih informacij in da se to drugo podjetje na te informacije lahko zanese (člen 20), 	<p>Odgovornost borznoposredniških družb glede posredovanja pravih informacij glede posredovanih naročil je jasna, vendar pa ZTVP-1 zavezuje borznoposredniške družbe tudi glede pravih izvršitev naročila.</p>	N	<p>ZTFI določa obveznosti in odgovornosti borznoposredniške družbe glede popolnosti in točnosti posredovanih informacij v primeru, da posreduje naročilo stranke drugi borznoposredniški družbi in hkrati da se lahko zanese na pravilnost posredovanih informacij v primeru, da prejme tako naročilo s strani druge borznoposredniške družbe (člen 219).</p>	U
	<ul style="list-style-type: none"> - uvedejo in izvajajo politiko izvajanja naročil, ki jim omogoča, da za naročila strank dobijo najboljše možne rezultate (člen 21(2)), 	<p>ZTVP-1 ne določa nobene politike izvajanja naročil, določa le, da se mora naročilo stranke izvesti takoj, ko so izpolnjeni pogoji za izvršitev naročila, oziroma po vrstnem redu prejetih naročil (člen 147).</p>	N	<p>ZTFI v členu 227 določa, da mora borznoposredniška družba vzpostaviti politiko izvrševanja naročil za vsako vrsto finančnih instrumentov z namenom zagotavljanja, da se naročila izvršijo pod pogoji, ki so za stranko najugodnejši.</p>	U

	<p>- da pristojni organ obveščajo o spremembah oseb, ki vodijo podjetje (člen 9(2)) in o spremembah imetnikov kvalificiranih deležev (člen 10(5)) ter da v nasprotnem primeru sprejmejo ustrezne ukrepe za prenehanje takega položaja (člen 10(6)); pristojni organ pa mora imeti do tri mesece časa, da nasprotuje nameravani pridobitvi.</p>	<p>ZTVP-1 določa, da je za vsako nadaljnjo pridobitev kvalificiranega deleža potrebno pridobiti predhodno dovoljenje ATVP (člen 82(2)), o vsaki odtujitvi pa je treba obvestiti ATVP (člen 82(3)); v nasprotnem primeru se uvedejo ukrepi (odvzem glasovalnih pravic imetniku kvalificiranega deleža – člen 84). ATVP pa je treba obvestiti tudi o sklenitvi delničarskega sporazuma.</p> <p>ZTVP-1 v izvedbenem predpisu o poročanju določa obveznost, da je treba o vsaki spremembi uprave borznoposredniške družbe obvestiti ATVP in pridobiti predhodno dovoljenje. ZVTP-1 podrobno določa dolžnosti članov uprave (člen 87) in sankcije za kršitve, to je odvzem dovoljenja za opravljanje funkcije člana uprave (člen 88).</p> <p>ZTVP-1 zelo podrobno ureja tudi postopek za izdajo dovoljenja za pridobitev kvalificiranega deleža (člen 83 in členi 369 do 375), sankcije za kršitev in odvzem dovoljenja imetniku kvalificiranega deleža (člen 84) in postopek v zvezi s pridobitvijo dovoljenja za člana uprave (člen 86 in členi 369 do 375).</p> <p>ZTVP-1 določa tudi pogoje za imenovanje članov nadzornega sveta borznoposredniške družbe in njihove dolžnosti (členi 88. a do 88. c) ter obveznosti članov uprave glede obveščanja nadzornega sveta borznoposredniške družbe (člen 87. a).</p>	U	<p>ZTFI se glede pogojev za pridobitev ali odsvojitve kvalificiranega deleža sklicuje na člene 44 do 59 ZBan-1 (člen 155 ZTFI). Ureditev je strožja kot po ZTVP-1, saj določa obveznost pridobitve predhodnega dovoljenja že za 10% delež in poleg tega določa tudi strožje pogoje za pridobitev dovoljenja. ZTFI pa poleg obvestila o sklenitvi delničarskega sporazuma zahteva tudi pridobitev dovoljenja za t. i. kvalificirani delničarski sporazum.</p> <p>ZTFI se glede pogojev za pridobitev dovoljenja za člana uprave oziroma izvršnega direktorja sklicuje na člene 44 do 59 ZBan-1 (člen 155 ZTFI). Enako kot v ZTVP-1 so podrobno določene dolžnosti članov uprave oziroma izvršnih direktorjev (člena 66 in 67 ZBan-1) in sankcije za nespoštovanje, odvzem dovoljenja (členi 68 do 70 ZBan-1).</p> <p>Postopek za izdajo dovoljenja za pridobitev kvalificiranega deleža, sankcije za kršitev in odvzem dovoljenja imetniku kvalificiranega deleža so sedaj podrobneje določene v ZBan-1 in se smiselno uporabljajo za investicijska podjetja.</p> <p>ZTFI določa tudi pogoje in dolžnosti za člane nadzornega sveta (členi 71 do 74 ZBan-1), ki se uporabljajo tudi za člane upravnega odbora, ki niso izvršni direktorji (člen 60(2) ZBan-1). Urejena je tudi obveznost poročanja članov uprave nadzornemu svetu (člen 67 ZBan-1).</p>	U
--	--	---	---	--	---

Raz- vrščanje strank	MiFID glede na različne obveznosti investicijskih podjetij do strank, ureja razvrščanje strank v tri kategorije: - Stranke – to so katerekoli pravne ali fizične osebe, za katere investicijsko podjetje opravlja investicijske storitve, - Poklicne stranke – to so stranke, ki izpolnjujejo določena merila in - Primerne pogodbene stranke – to so stranke, za katere ne velja obveznost investicijskih podjetij glede zaščite vlagateljev.	ZTVP-1 ne ureja razvrščanja strank in s tem povezanih različnih obveznosti borznoposredniških družb.	N	ZTFI že povzema ureditev iz MiFID in loči profesionalne, neprofesionalne in primerne stranke. V členu 207 določa pogoje, pod katerimi se stranka šteje za profesionalno stranko, in možnost, da se profesionalna stranka obravnava kot neprofesionalna. Namreč razlika je v obsegu varstva strank (vlagateljev). V členu 208 pa ZTFI določa pogoje tudi za osebe, ki lahko zahtevajo, da se obravnavajo kot profesionalne stranke. Obravnava pa tudi primerne stranke (člen 235). S tem je v celoti povzeta politika razvrščanja strank po MiFID.	U
Vežani zastopni- ki	MiFID v členu 23 državam članicam omogoča, da v svojih predpisih investicijskim podjetjem dovolijo imenovanje vezanih zastopnikov. Vežani zastopnik lahko opravlja določene investicijske storitve v imenu samo enega investicijskega podjetja, ki ostane neomejeno in brezpogojno odgovorno za njegova dejanja ali opustitve. Če države članice dovolijo imenovanje vezanih zastopnikov, potem morajo vzpostaviti javni register vezanih zastopnikov in predpisati pogoje za njihovo imenovanje.	ZTVP-1 zastopnikov ne ureja. Po ZTVP-1 ni dovoljeno, da ima borznoposredniška družba zastopnika.	N	ZTFI ureja pojem vezanega zastopnika kot pojem odvisnega borznoposredniškega zastopnika (člen 21). Odvisni borznoposredniški zastopnik je pravna ali fizična oseba, ki lahko ponuja določene investicijske storitve strankam oziroma potencialnim strankam ter sprejema in posreduje navodila ali naročila strank v zvezi s temi storitvami in prodaja finančne instrumente ali svetuje strankam v zvezi s temi investicijskimi storitvami oziroma finančnimi instrumenti. Te dejavnosti pa lahko opravlja le na podlagi neomejene in nepogojne odgovornosti investicijskega podjetja, ki ga zastopa. Podrobneje pogoje za poslovanje določa ZTFI v členih 238 in 239, pri čemer pa ZTFI izrecno ne določa, da lahko odvisni borznoposredniški zastopnik zastopa le eno investicijsko podjetje, vendar to smiselno izhaja iz navedenih določb. ZTFI v členu 237 tudi določa vzpostavitev registra vezanih zastopnikov, ki ga vodi ATVP.	U

Zahteve glede tržne preglednosti in vzdrževanja integritete trga	MiFID v posebnem oddelku od držav članic zahteva, da zagotovijo, da so sprejeti ustrezni ukrepi, ki pristojnim organom omogočajo, da spremljajo dejavnosti investicijskih podjetij za zagotovitev, da ravnajo pošteno, pravično in profesionalno ter na način, ki spodbuja integriteto trga (člen 25(1)), in v tem kontekstu od držav članic zahteva:	ZTVP-1 nima določb, ki bi zavezovale borznoposredniške družbe glede integritete trga.	N	ZTFI obveznosti borznoposredniških družb glede preglednosti in celovitosti trga ureja po vzoru MiFID v posebnem poglavju 7.3. Borznoposredniško družbo zavezuje, da pri opravljanju investicijskih storitev ravna vestno, pošteno in z ustrežno profesionalno skrbnostjo ter na način, ki podpira in spodbuja celovitost trga (člen 274). ZTFI v tem smislu zahteva, da:	U
	- da od investicijskih podjetij zahtevajo, da pristojnemu organu poročajo o podrobnostih vseh transakcij s finančnimi instrumenti, s katerimi se sicer trguje na reguliranem trgu, in to ne glede na to, ali so bile opravljene na reguliranem trgu ali ne, in sicer najkasneje do zaključka naslednjega delovnega dne (člen 25(3)),	ZVTP-1 borznoposredniških družb ne zavezuje, da ATVP poročajo o sklenjenih transakcijah na organiziranem trgu, ampak k temu zavezuje borzo (251(1), točka 1).	N	- borznoposredniške družbe poročajo ATVP o vseh transakcijah s finančnimi instrumenti, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, in to ne glede na to, ali so bili posli sklenjeni na ali izven organiziranega trga, in sicer najkasneje do zaključka naslednjega delovnega dne (člen 275),	U
	- da od investicijskih podjetij zahtevajo objavo informacij o takih transakcijah, ki so bile izvedene izven reguliranih trgov (člen 28),	Poročanje o poslih sklenjenih izven organiziranega trga ni potrebno, razen če dobro poučeni investitorji sklenejo tak posel in če njihova vrednost presega določeno vrednost, potem mora dobro poučen investitor o takem poslu obvestiti borzo.	N	- borznoposredniške družbe morajo razkriti podatke o poslih, sklenjenih zunaj organiziranega trga ali MTF (člen 276),	U
	- da od investicijskih podjetij zahtevajo, da najmanj pet let pristojnemu organu na razpolago hranijo zahtevane podatke v zvezi z vsemi transakcijami s finančnimi instrumenti ter da morajo te evidence vsebovati tudi vse podrobnosti glede istovetnosti strank ter drugih informacij zahtevanih z namenom preprečevanja pranja denarja v skladu z Direktivo 91/308/EGS(člen 25(2)),	ZTVP-1 zahteva, da borznoposredniške družbe vodijo evidenco strank in evidenco naročil in poslov z vrednostnimi papirji. Podrobneje vsebine evidenc določa podzakonski akt o opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ki tudi določa, da mora borznoposredniška družba evidence hraniti najmanj deset let.	D	- borznoposredniške družbe vodijo evidence in dokumentacijo, in sicer ZTFI to ureja med organizacijskimi zahtevami in borznoposredniškim družbam nalaga, da vodijo in hranijo dokumentacijo o vseh investicijskih storitvah in poslih tako, da je kadar koli mogoče preveriti potek posameznega posla (člen 202(1) in (2)); pri čemer ZTFI nalaga vodenje evidence strank in vodenje evidence naročil in poslov s finančnimi instrumenti (člen 202(3) in (4)), podobno torej kot že ZTVP-1, in zahteva, da se te evidence, skupaj s podatki zahtevanimi po predpisih o preprečevanju pranja denarja, hranijo pet let,	U

	- da od sistematičnih internalizatorjev zahtevajo, da objavijo zavezujoče ponudbe za delnice, ki so sprejete v trgovanje na reguliranem trgu in za katere obstaja likvidni trg (člen 27),	ZTVP-1 ne pozna pojma sistematični internalizator.	N	- da sistematični internalizatorji glede delnic, ki so sprejete v organizirano trgovanje in za katere obstaja likvidni trg, objavijo zavezujoče ponudbe (ZTFI določa njihovo vsebino in pogoje); glede drugih delnic, za katere ni likvidnega trga, pa da ponudbe razkrijejo na zahtevo stranke (ZTFI to ureja v posebnem podpoglavju 7.3.3, členi 288 do 293),	U
	- da od investicijskih podjetij in upravljavcev trga, ki upravljajo MTF, zahtevajo vsaj, da objavijo trenutne ponudbene nakupne in prodajne cene ter globino trgovskih interesov pri teh cenah, ki se prek njihovih sistemov oglašujejo za delnice, sprejete v trgovanje na reguliranem trgu (člen 29) in kasneje še ceno, obseg in čas izvedenih transakcij (člen 30).	ZTVP-1 ne pozna MTF.	N	- da upravljavci MTF razkrijejo zadostne informacije, ki omogočajo uporabnikom sprejem investicijske odločitve (ZTFI določa tudi vsebino teh informacij ter zahteva preglednost informacij o poslih, sklenjenih v MTF (vsaj ceno, količino in čas sklenitve posla)); pri čemer ZTFI ureja posebna pravila za MTF v podpoglavju 7.3.2, členi 280, 286 in 287.	U
Pravice investicijskih podjetij na podlagi enotne licence, to je avtorizacije v domači državi članici	MiFID določa pravice investicijskih podjetij, da na podlagi dovoljenja izdanega v domači državi članici: - svobodno opravljajo investicijske storitve, ki so zajete v dovoljenju, na ozemlju držav članic gostiteljic (člen 31(1)) ali - opravljajo investicijske storitve, ki so zajete v dovoljenju, na ozemlju držav članic gostiteljic preko ustanovitve podružnice (člen 32(1)). MiFID določa še postopek notifikacije, to je prijavo pri domačem nadzornem organu, ki nato o tem obvesti pristojni nadzorni organ države članice gostiteljice.	ZTVP-1 loči med domačimi borznoposredniškimi hišami, ki želijo izvajati storitve v drugih državah članicah gostiteljicah (člen 96) in pa borznoposredniškimi družbami iz drugih držav članic, ki želijo storitve izvajati v Sloveniji (člen 101(1)). Domače borzno posredniške družbe lahko v državah članicah gostiteljicah izvajajo storitve v zvezi z vrednostnimi papirji bodisi neposredno (člen 98) bodisi preko podružnice (člen 97). ZTVP-1 določa postopek obveščanja ATVP in postopek in roke notifikacije s strani ATVP pristojnemu organu države članice gostiteljice. ZTVP-1 določa, da lahko borznoposredniška družba, ki je v državi članici upravičena opravljati vse oziroma posamezne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, te storitve opravlja tudi na območju Slovenije, bodisi preko podružnice bodisi neposredno (člen 101(1)).	U	Enako kot ZTVP-1 tudi ZTFI loči med domačimi investicijskimi podjetji, ki želijo storitve izvajati v drugih državah članicah gostiteljicah in pa investicijskimi podjetji iz drugih držav članic, ki želijo storitve izvajati v Sloveniji. Domače borznoposredniške družbe lahko v drugih državah članicah izvajajo investicijske storitve bodisi neposredno bodisi preko podružnice (člen 161(2)). ZTFI določa postopek obveščanja ATVP in postopek in roke notifikacije s strani ATVP pristojnemu organu države članice gostiteljice. ZTFI ureja opravljanje investicijskih storitev tujih investicijskih podjetij, ki so pridobila dovoljenje za opravljanje dejavnosti v drugi državi članici, in določa, da lahko na podlagi enotne licence opravljajo investicijske storitve v Sloveniji, bodisi preko podružnice bodisi neposredno (člen 178(1)).	U

	<p>MiFID državam članicam gostiteljicam v tem okviru nalaga, da investicijskim podjetjem, ki uresničujejo pravice na podlagi enotne licence in izvajajo investicijske storitve na njihovem ozemlju bodisi neposredno bodisi preko podružnice:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ne naložijo nobenih dodatnih zahtev (drugi odstavek člena 31(1)) , 	<p>Ni posebnih določb.</p>	<p>N</p>	<p>Ni posebnih določb.</p>	<p>N</p>
	<ul style="list-style-type: none"> - brez dodatnih zahtev omogočijo pravico do članstva ali do dostopa do reguliranih trgov, vzpostavljenih na njihovem ozemlju, bodisi neposredno ali tako da postanejo oddaljeni člani reguliranega trga oziroma da imajo oddaljen dostop (člen 33), 	<p>ZTVP-1 določa, da mora borza za člana borze pod enakimi pogoji kot domače borzoposredniške družbe sprejeti tudi borzoposredniško družbo države članice oziroma njeno podružnico, ki ima pravico opravljati storitve v zvezi z vrednostnimi papirji v Sloveniji (člen 229(4)).</p>	<p>D</p>	<p>ZTFI določa, da lahko borzni člani postanejo pod enakimi pogoji domača in tuja investicijska podjetja, ki imajo pravico opravljati investicijske storitve v Sloveniji (člena 358(1) in 360).</p>	<p>U</p>
	<ul style="list-style-type: none"> - pod enakimi pogoji omogočijo dostop do sistemov centralne pogodbene stranke, obračuna in poravnave na njihovem ozemlju za namene zaključka ali organiziranja zaključka transakcij finančnih instrumentov (člen 34), 	<p>ZTVP-1 tudi določa, da mora klirinškodpotna družba sprejeti za člana osebo, ki izpolnjuje pogoje določene v pravilih poslovanja (člen 265(2)). Ne določa pa, da morajo za borzoposredniške družbe iz drugih držav članic veljati enaki pogoji kot za domače borzoposredniške družbe.</p>	<p>D</p>	<p>ZTFI določa, da lahko člani centralne klirinškodpotne družbe postanejo pod enakimi pogoji domača in tuja investicijska podjetja, ki imajo pravico opravljati investicijske storitve v Sloveniji, in nalaga, da morajo pravila centralne klirinškodpotne družbe določati pregledna in nediskriminacijska pravila, ki temeljijo na objektivnih merilih za organizacijske, tehnične in kadrovske pogoje ter pogoje glede kapitalske ustreznosti in likvidnosti, ki jih morajo izpolnjevati člani (člena 446 in 447).</p>	<p>U</p>
	<ul style="list-style-type: none"> - ne smejo preprečiti, da bi sklenili ustrezeni dogovor s centralno pogodbeno stranko ali klirinško hišo in sistemom poravnave druge države članice z namenom poskrbeti za obračun in/ali poravnavo nekaterih ali vseh trgovskih poslov, ki jih v okviru njihovih sistemov sklenejo udeleženci trga. 	<p>Ni posebnih določb.</p>	<p>N</p>	<p>ZTFI v členu 460 borzi nalaga, da mora borznemu članu na njegovo zahtevo omogočiti, da poravnavo svojih obveznosti na podlagi borznih poslov opravlja prek drugega poravnalnega sistema države članice od tistega, ki ga je izbrala borza. Za MTF enako določa člen 282.</p>	<p>U</p>

Pristojni organi za nadzor nad delovanjem investicijskih podjetij	MiFID državam članicam nalaga, da imenujejo pristojne organe (enega ali več) za izvajanje dolžnosti po tej direktivi ter da o tem obvestijo Komisijo in pristojne organe drugih držav članic (člen 48(1)).	Za nadzor nad trgi vrednostnih papirjev in udeleženci na teh trgih je pristojna ATVP, razen za banke, za katere je pristojna Banka Slovenije.	U	Ureditev ostaja enaka kot doslej: za nadzor nad trgi vrednostnih papirjev in udeleženci na teh trgih je pristojna ATVP, razen za banke, za katere je pristojna Banka Slovenije.	U
	Če je določenih več organov, morajo med seboj sodelovati (člen 49).	ZTVP-1 določa, da ATVP sodeluje z Banko Slovenije, kakor tudi z Agencijo za zavarovalni nadzor, ki je sicer pristojna za nadzor zavarovalnic (člen 181).	U	ZTFI tega področja ne ureja in se sklicuje na smiselno uporabo ZBan-1. ZBan-1 to ureja v členu 230.	U
	Za določene naloge MiFID v členu 48(2) državam članicam dovoljuje prenos pristojnosti z javnih organov pristojnih za nadzor na druge organe. Prenos pristojnosti za opravljanje nadzora pa je možen samo glede nadzora podjetij, ki opravljajo določene investicijske storitve, ampak se direktiva zanje kljub temu ne uporablja (člen 3), glede nadzora investicijskih podjetij, ki izvajajo samo investicijsko svetovanje (člena 16(3) in 17(3)) in glede nadzora dejavnosti vezanih zastopnikov (člen 23(4)).	ZTVP-1 ne ureja prenosa pristojnosti na druge organe.	X	ZTFI ne ureja prenosa pristojnosti na druge organe.	X
Upravne sankcije	MiFID v členu 51 državam članicam nalaga, da sprejmejo ustrezne predpise, na podlagi katerih se lahko proti odgovornim osebam sprejmejo ustrezni upravni ukrepi ali se jim naložijo upravne sankcije.	ZTVP-1 določa širok spekter upravnih ukrepov in sankcij. Ukrepi nadzora nad borzno-posredniško družbo so (člen 201): - odreditev odprave kršitev, - odreditev dodatnega ukrepa, - začasna prepoved opravljanja dejavnosti, - odvzem dovoljenja (pri čemer je možno izreči tudi samo javni opomin ali pogojni odvzem dovoljenja).	U	ZTFI enako kot ZTVP-1 določa širok spekter upravnih ukrepov in sankcij in se glede teh pravil sklicuje na smiselno uporabo ZBan-1. Ukrepi nadzora nad borzno-posredniško družbo po ZBan-1 so: 1. priporočilo in opozorilo, 2. odreditev odprave kršitve, 3. odreditev dodatnih ukrepov za uresničevanje pravil o upravljanju s tveganji, 4. odvzem dovoljenja, (člen 223(2), točke 1 do 4 ZBan-1). Dodatne nadzorne ukrepe določa ZTFI v členu	U

	Glede na to, da kazensko pravo ni predmet pravnega urejanja na ravni Skupnosti, kazenske sankcije niso določene.	Določene kršitve predstavljajo prekrške, za katere so odrejene visoke denarne kazni tako za pravne kot za odgovorne osebe.		302, in sicer: 1. začasna prepoved opravljati dejavnost, 2. prepoved razpolaganja s finančnimi instrumenti in denarnim dobroimetjem strank, 3. odreditev drugih ukrepov potrebnih za zagotovitev poslovanja v skladu s 7. poglavjem zakona in predpisi, izdanimi na njegovi podlagi. Določene kršitve predstavljajo prekrške, za katere so odrejene visoke denarne kazni tako za pravne kot za odgovorne osebe.	
Sodno varstvo	MiFID v členu 52 določa tudi osnovne procesne garancije, to je pravico do sodnega varstva zoper odločitve upravnega organa oziroma tudi v primeru molka organa (to je če upravni organ ne odloči v šestih mesecih).	Zagotovljeno je sodno varstvo zoper dokončne upravne odločbe ATPV, in sicer v upravnem sporu. ZTVP-1 ne določa molka organa, ker ga določajo splošni predpisi o upravnih postopkih.	U	ZTFI ureja sodno varstvo zoper dokončne upravne odločbe ATPV (posebno podpoglavje 14.2, členi 506 do 514), in sicer v upravnem sporu; enako kot ZTVP-1 ne določa molka organa, ker ga določajo splošni predpisi o upravnih postopkih.	U
Pravno varstvo vlagateljev	MiFID države članice zavezuje, da spodbujajo vzpostavitev učinkovitih pritožbenih postopkov in postopkov pravnega varstva za izvensodno poravnavo potrošniških sporov, ki izhajajo iz izvedbe investicijskih storitev s strani investicijskih podjetij. Države članice lahko to omogočijo tudi z uporabo obstoječih teles, če je to ustrezno. Države članice morajo zagotoviti, da nacionalni predpisi ne preprečujejo učinkovitega sodelovanja pri reševanju čezmejnih sporov (člen 54).	ZTVP-1 ne ureja možnega izvensodnega reševanja sporov. ZTVP-1 zahteva od borzno posredniških družb, da vzpostavijo učinkovito shemo izvensodnega reševanja sporov med njimi in svojimi strankami (člen 387. a).	D	ZTFI enako kot ZTVP-1 ne ureja izvensodnega reševanja sporov investicijskih podjetij s potrošniki, ampak od borzno posredniške družbe zahteva, da vzpostavi ali se vključi v učinkovito shemo zunaj sodnega reševanja sporov med družbo in njenimi neprofesionalnimi strankami, in sicer iz pogodb sklenjenih za naslednje storitve: borzno posredovanje, gospodarjenje ali vodenje računov (člen 294). ZTFI ne ureja ničesar glede izvensodnega reševanja čezmejnih sporov.	D

Sodelovanje med pristojnimi organi različnih držav članic	MiFID pristojne organe držav članic zavezuje k sodelovanju in s ciljem, da bi se to sodelovanje olajšalo in pospešilo, države članice zavezuje, da imenujejo za namene te direktive en sam pristojen organ kot kontaktno točko (člen 56(1)).	ZTVP-1 ureja mednarodno sodelovanje ATVP s pristojnimi nadzornimi organi iz drugih držav članic ali iz tujih držav ter z mednarodnimi organizacijami v členu 182. a, pri čemer pa ne določa kontaktne točke.	D	ZTFI v členu 24(2) določa, da je ATVP kontaktna točka Slovenije po členu 56(1) MiFID.	U
	Podrobneje MiFID sodelovanje med pristojnimi organi članic ureja še v členih 57, 58, 59 in 60. MiFID državam članicam nalaga, da se zagotovi sodelovanje nadzornih organov držav članic pri nadzornih dejavnostih, to je pri preverjanju na kraju samem ali pri preiskavi (člen 57) in pri izmenjavi informacij (člen 58). Ureja pa tudi možnost zavrnitve sodelovanja (člen 59).	ZTVP deloma ureja sodelovanje med nadzornimi organi držav članic v poglavju, v katerem ureja poslovanje domačih borznoposredniških družb v drugih državah članicah (člen 99) in pa v poglavju, v katerem ureja poslovanje tujih borznoposredniških družb v Sloveniji (člen 103).	D	ZTFI se pri urejanju sodelovanja med nadzornimi organi držav članic sklicuje na ZBan-1, in sicer sta v tem kontekstu pomembni določbi člena 278 ZBan-1 (ki ureja sodelovanje ATVP z nadzornim organom države članice, v kateri domače investicijsko podjetje opravlja investicijske storitve na podlagi enotne licence) in 283 ZBan-1 (ki ureja sodelovanje ATVP z nadzornim organom države članice, kjer je sedež investicijskega podjetja, ki v Sloveniji opravlja storitve na podlagi enotne licence), ki določata, da mora ATVP zagotoviti vse informacije, s katerimi razpolaga in ki so potrebne za spremljanje poslovanja take družbe, zlasti z vidika kapitalne ustreznosti in upravljanja tveganj. Še dodatno pa področje sodelovanja ureja ZTFI v členih 305 do 308, in sicer glede sodelovanja pri nadzoru, ali investicijska podjetja spoštujejo zahteve, ki jih določa MiFID.	U
	Pomembna je še zlasti določba člena 60, ki določa obvezno posvetovanje v primeru izdaje dovoljenja hčerinskemu podjetju investicijskega podjetja, ki je že pridobilo dovoljenje v drugi državi članici. Enako velja še za nekatere podobne primere.	ZTVP-1 določa obvezno posvetovanje v enakih primerih (člen 93), kot to določa MiFID, ter poleg tega še glede pridobitve kvalificiranega deleža s strani osebe, ki je v drugi državi članici že pridobila dovoljenje.	U	ZTFI ne ureja obveznega posvetovanja. ZTFI zgolj v členu 305 določa, da mora ATVP sodelovati z nadzornimi organi drugih držav članic, kadarkoli je to potrebno zaradi izvajanja njenih pristojnosti in odgovornosti glede nadzora nad ravnanjem v skladu s 7. in 9. poglavjem ZTFI (člen 305(1)).	N

<p>Pooblastila in odgovornosti pristojnih organov držav članic gostiteljic</p>	<p>Po členu 32(7) pristojni organ države članice, v kateri se podružnica nahaja, prevzame odgovornost za zagotavljanje, da so storitve podružnice na njenem ozemlju skladne z obveznostmi iz členov 19 (zaščita vlagateljev), 21 (najboljša možna izvršitev naročila), 22 (obravnavanje naročil), 25 (integriteta trgov), 27 (pravila za sistematične internalizatorje) in 28 (razkritje po trgovanju izven reguliranega trga) ter z ukrepi sprejetimi v skladu z njimi.</p> <p>Pristojni organ države članice gostiteljice lahko po členu 61 od podružnic investicijskih podjetij, ki so pridobila dovoljenje za opravljanje dejavnosti v drugi državi članici, zahteva:</p> <ul style="list-style-type: none"> - da mu za statistične namene periodično poročajo o dejavnosti teh podružnic, - da mu zagotovijo informacije, ki so potrebne za spremljanje njihove skladnosti s standardi, ki jih določi država članica gostiteljica in ki se zanje uporabljajo v primerih iz člena 32(7), pri čemer pa te zahteve ne smejo biti strožje od tistih, ki jih za spremljanje njihove skladnosti z istimi standardi iste države članice nalagajo družbam s sedežem na njihovem ozemlju. <p>V tem okviru lahko tudi sprejme ustrezne ukrepe in o njih obvesti organ matične države članice.</p>	<p>ZTVP-1 določa, da ATPV vrši nadzor nad podružnico borznoposredniške družbe v državi članici gostiteljici (člen 99).</p> <p>ZTVP-1 določa obveznosti, ki veljajo za podružnice tujih borznoposredniških družb, ki opravljajo storitve v Sloveniji, in sicer:</p> <ul style="list-style-type: none"> - vse obveznosti v zvezi s pravili varnega in skrbnega poslovanja, - vse obveznosti glede vodenja poslovnih knjig in poslovnih poročil, - vse obveznosti glede prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij in - glede sprejema za člana borze, upoštevanja pravil organiziranega trga in prepovedi tržne manipulacije. <p>Vse razen zadnje alineje velja tudi za tuje borznoposredniške družbe, ki storitve v Sloveniji opravljajo neposredno.</p>	<p>N</p>	<p>ATVP je pristojna in odgovorna za nadzor nad investicijskim podjetjem države članice glede storitev in poslov, ki jih ta opravlja v Republiki Sloveniji, in nad podružnico investicijskega podjetja države članice, ustanovljeno v Republiki Sloveniji v obsegu, določenem v pododdelku 7.9.2 ZBan-1 (člen 297 ZTFI). Za nadzor se smiselno uporabljajo členi 222, 223 (1) in (2), točka 1 do 4, 224 do 252, 278 do 309 člen ZBan-1 (člen 301(2) ZTFI).</p> <p>Namesto člena 97 (2) in (3) ZBan-1, na katerega se sklicuje člen 285 ZBan-1, bo za investicijska podjetja veljala smiselna uporaba člena 178 (2) in (3) ZTFI (člen 301(9) ZTFI), ki določa:</p> <ul style="list-style-type: none"> - da se za investicijsko podjetje države članice, ki opravlja investicijske storitve in posle v Republiki Sloveniji neposredno, uporabljajo te določbe: <ol style="list-style-type: none"> 1. določbe 7. poglavja ZTFI (organizacijske zahteve, pravila varnega in skrbnega poslovanja, zaščita vlagatelja, celoten način izvrševanja naročil, vezani zastopniki, primerne pogodbene stranke, integriteta trgov idr.) in 2. določbe drugih zakonov, ki zaradi zaščite javnih koristi urejajo varstvo potrošnikov, preprečevanje pranja denarja oziroma druga področja in ki se uporabljajo za borznoposredniške družbe v Republiki Sloveniji (člen 178(2)) in - da se za investicijsko podjetje države članice, ki opravlja investicijske storitve in posle v Republiki Sloveniji prek podružnice, uporabljajo tudi te določbe: <ol style="list-style-type: none"> 1. drugi odstavek člena 210 in člen 213 ZBan-1 v zvezi s členom 196 ZTFI, 2. člen 462 ZTFI in 3. člena 194. in 195 ZBan-1 v zvezi s prvim odstavkom člena 193 ZTFI ter člen 234 ZBan-1 	<p>D</p>
---	--	--	-----------------	---	-----------------

				v zvezi s prvim odstavkom člena 301 ZTFI, v delu, v katerem se nanašajo na poročila in informacije, potrebne za statistične namene (člen 178(3) ZTFI).	
	Pristojni organi držav gostiteljic lahko izjemoma ukrepajo zoper investicijska podjetja, ki so pridobila dovoljenje za opravljanje dejavnosti v drugi državi članici, in na njihovem ozemlju zgolj svobodno opravljajo storitve, če: <ul style="list-style-type: none"> - se ukrepi pristojnega organa matične države članice izkažejo za neprimerne ali - če investicijsko podjetje kljub ukrepom matične države še naprej krši pravila. Enako velja glede nadzora ravnanja podružnic, ki ne sodijo v okvir člena 32(7).	Poleg tega ZTVP-1 določa, da ima poleg pristojnega organa države, v kateri je sedež tuje borznoposredniške družbe, tudi ATVP pravico opraviti pregled podružnice te družbe v Sloveniji (člen 103). Prav tako ima ATVP pravico izreči ukrepe za zagotovitev skladnosti poslovanja kakor tudi ukrep začasne ali trajne prepovedi opravljanja storitev v Sloveniji (člen 104). Ta pooblastila ATVP so v primerjavi z MiFID bistveno širša.	N	Glede možnih ukrepov ATVP zoper investicijska podjetja s sedežem v drugih državah članicah, ki v Sloveniji opravljajo storitve prek podružnice, se ZTFI ponovno sklicuje na ZBan-1. ZBan-1 ureja v členu 285 nadzor nad spoštovanjem pravil, določenih v členu 178 (2) in (3) ZTFI. Ostale možnosti nadzora, to je možnosti previdnostnih ukrepov, ki jih MiFID ureja v členu 62, ZTFI deloma ureja v členu 306. Ta pooblastila ATVP so sicer v primerjavi z ZTVP-1 ožja, vendar pa so glede na zahteve MiFID še vedno preširoka.	D

Vir: Direktiva 2004/39/ES, Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1), Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) in lastne primerjave.

POJASNILA:

N	ni usklajeno
U	usklajeno
D	delno usklajeno
X	ni izvedeno