

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV ZAKONODAJE NA RAZVOJ NEBANČNIH
BORZNOPOSREDNIŠKIH HIŠ V SLOVENIJI**

Ljubljana, junij 2008

NEJKA BOLČIČ GAJŠEK

IZJAVA

Študentka Nejka Bolčič Gajšek izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Draška Veselinoviča, in dovolim objavo dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani dne

Podpis:

Kazalo

Uvod	1
1 Zakonska podlaga trga kapitala v Sloveniji	2
1.1 Zakonodaja SFRJ	3
1.2 Zakon o trgu vrednostnih papirjev	3
1.2.1 Pooblašчени udeleženci trga vrednostnih papirjev	5
1.3 Prenova finančne zakonodaje	6
1.3.1 ZTVP-1	6
1.3.1.1 Ustanovitev in nadzor BPD	6
1.3.1.2 Obvladovanje tveganj in jamstvo za terjatve vlagateljev	8
1.3.1.2.1 Kapitalska ustreznost	8
1.3.1.2.2 Likvidnost	9
1.3.1.2.3 Izpostavljenost	10
1.3.1.2.4 Sistem jamstva za terjatve vlagateljev	10
1.3.2 Storitve BPD	11
1.3.3 Poslovanje z vrednostnimi papirji zunaj državnih meja	12
1.3.3.1 Delovanje pooblaščenih udeležencev na tujih trgih in tujih udeležencev v Sloveniji	12
1.3.3.1.1 Opravljanje storitev v zvezi z vrednostimi papirji zunaj območja Republike Slovenije	12
1.3.3.1.2 Opravljanje storitev tujih pooblaščenih udeležencev v Republiki Sloveniji	13
1.3.3.2 Ureditev naložb rezidentov in nerezidentov	13
1.4 Zakon o trgu finančnih instrumentov in implementacija direktive MiFID	14
2 Vpliv zakonodaje na nebančne borznoposredniške hiše	16
2.1 Potek združevanja in izstopanja nebančnih borznoposredniških družb iz članstva na borzi	16
2.2 Glavni vzroki za združevanje in izstop iz članstva na borzi	18
3 Analiza vrednosti prometa na Ljubljanski borzi 1999–2006	19
3.1 Skupni promet	19
3.2 Promet bančnih in nebančnih borznoposredniških hiš	21
3.3 Promet in koncentracija nebančnih borznoposredniških hiš	23
4 Analiza izkazov poslovnega izida nebančnih BPD od leta 1999 do leta 2006	24
4.1 Analiza prihodkov iz poslovanja in prihodkov iz financiranja	25
4.2 Analiza poslovnega izida iz financiranja in poslovnega izida iz poslovanja	27
5 Analiza poslovanja borzne hiše Poteza in borzne hiše Medvešek Pušnik	28
5.1 Poteza	29
5.1.1 Skupina Poteza	29
5.1.2 Poteza, borznoposredniška družba	31
5.1.3 Analiza poslovanja Poteze, borznoposredniške družbe	33
5.2 Medvešek Pušnik	36

5.2.1	Družbe v skupini	36
5.2.2	Medvešek Pušnik borznoposredniška družba, d. d.	38
5.2.3	Analiza poslovanja MP BPH v letih 1999–2006	40
5.3	<i>Glavne strategije uspešnih borznoposredniških hiš</i>	42
Sklep		44
Literatura in viri		46

Kazalo slik

Slika 1:	Število nebančnih BPD s članstvom na borzi konec leta	17
Slika 2:	Promet na organiziranem trgu kapitala od 1999 do 2006	19
Slika 3:	Delež bank in nebančnih borznoposredniških hiš v prometu na Ljubljanski borzi v obdobju 1999–2006	22
Slika 4:	Lorenzov grafikon koncentracije opravljenega prometa na Ljubljanski borzi med nebančnimi borzno- posredniškimi hišami v obdobju 1999–2006	24
Slika 5:	Agregatni finančni prihodki in promet nebančnih BPD v obdobju 1999–2006	26
Slika 6:	Agregatni prihodki iz financiranja, poslovni izid iz poslovanja in poslovni izid iz financiranja nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006	28
Slika 7:	Število zaposlenih in prihodki na zaposlenega v Potezi, borznoposredniški družbi, d. d., v obdobju 1999– 2006	32
Slika 8:	Prihodki iz poslovanja, prihodki iz financiranja in prihodki iz rednega delovanja Poteze borznoposredniške družbe, d. d., v obdobju 1999–2006	34
Slika 9:	Prihodki iz poslovanja, prihodki iz financiranja in prihodki iz rednega delovanja borznoposredniške hiše Medvešek Pušnik v obdobju 1999–2006	41

Kazalo tabel

Tabela 1:	Promet in število bank in nebančnih borzoposredniških hiš, ter delež vsake skupine v prometu	21
Tabela 2:	Glavni finančni kazalniki nebančnih borznoposredniških hiš iz agregiranih podatkov	26

Kazalo prilog

Priloga 1: Pregled zakonodaje trga vrednostnih papirjev in razmer na trgu _____	1
Priloga 2: Povprečni letni srednji tečaj Banke Slovenije EUR/SIT od leta 1999 do 2006 _____	2
Priloga 3: Promet borznih članov na Ljubljanski borzi v letih 1999–2006 in delež v celotnem prometu _____	3
Priloga 4: Graf Ginijevega koeficienta koncentracije opravljenega prometa na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev med nebančnimi borznoposredniškimi hišami _____	5
Priloga 5: Nebančne borznoposredniške hiše, vključene v analizo poslovnih izidov _____	6
Priloga 6: Agregatni finančni podatki za 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006 _____	7
Priloga 7: Poslovni izid iz poslovanja 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006 _____	8
Priloga 8: Poslovni izid iz financiranja 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006 _____	9
Priloga 9: Finančni podatki in analize Poteze borznoposredniške družbe v obdobju 1999–2006 _____	10
Priloga 10: Finančni podatki in analize borznoposredniške družbe Medvešek Pušnik v obdobju 1999–2006 _____	12

Uvod

Slovenija je z ustanovitvijo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev kot prva med takratnimi socialističnimi državami začela razvijati kapitalski trg. V začetni fazi razvoja trga kapitala ob koncu osemdesetih in začetku devedesetih let 20. stoletja so bile ekonomske razmere v Sloveniji naklonjene trgu kapitala. Vladalo je izjemno majhno zaupanje v slovenski bančni sistem, saj sanacija bančnega in zavarovalniškega sistema še ni bila izvedena. Trg kapitala je ponujal nove možnosti razvoja finančnih storitev in sodelovanja v procesu privatizacije. Percepcija trga kapitala kot simbola tržnega gospodarstva je pritegnila mnoga podjetja, da so se usmerila v posredništvo na trgu kapitala.

Pomanjkanje regulative in nerazvit trg kapitala sta omogočila, da je v začetku devetdesetih let 20. stoletja posle z vrednostnimi papirji lahko opravljala katerakoli pravna oseba. Možnost zaslužka s privatizacijo družbenega premoženja in enostavno ustanavljanje podjetij je pripeljalo do množičnega ustanavljanja borznoposredniških družb, ki jih je bilo leta 1993 več kot 60. Kapitalski trg je bil v tem obdobju premalo razvit, da bi lahko na njem učinkovito delovalo tako veliko borznoposredniških družb, zato so se te ukvarjale še z drugimi dejavnostmi, kar je manjšalo transparentnost njihovega delovanja.

S sprejemom Zakona o trgu vrednostnih papirjev leta 1994 je slovenski kapitalski trg pridobil potrebno regulativo, ki je omogočila transparentnejše delovanje trga kapitala in njegovih udeležencev. Zakon je imel velik vpliv na nebančne borznoposredniške družbe, saj je uredil njihovo delovanje. Namen diplomskega dela je analizirati vpliv razvoja zakonodaje s področja trga kapitala na razvoj nebančnih borznoposredniških hiš.

V drugem poglavju diplomskega dela analiziram razvoj zakonodaje s področja trga kapitala od leta 1989. Osredotočam se na zakonodajo, ki je urejala delovanje pooblaščenih udeležencev trga kapitala (bank in nebančnih borznoposredniških hiš). Pri vsakem zakonu izpostavljam bistvene novosti, ki so vplivale na razvoj nebančnih borznoposredniških hiš. Največji poudarek je na zakonodaji iz leta 1999, ko je prišlo do temeljite prenove zakonodaje finančnih trgov. V tretjem poglavju analiziram glavne vzode, s katerimi je zakonodaja vplivala na nebančne borznoposredniške hiše, in dogajanje v panogi zaradi sprememb zakonodaje.

Četrto, peto in šesto poglavje predstavljajo analitični del diplomskega dela in se nanašajo na obdobje od leta 1999 do 2006, ko je prišlo do velikih sprememb zakonodaje. Nova zakonodaja je prinesla jasnejše standarde poročanja, zato so za to obdobje na voljo zadostni in standardizirani podatki za analizo, ki jih za obdobje pred letom 1999 ni bilo mogoče zbrati.

V četrtem poglavju analiziram gibanje prometa na Ljubljanski borzi in njegovo razporeditev med borznoposredniškimi družbami, saj je opravljeni promet neposredno povezan s poslovnimi prihodki. Peto poglavje obsega analizo izkazov poslovnih izidov nekaterih nebančnih

borznoposredniških družb, s čimer ugotavljam glavne trende delovanja nebančnih BPH, ki so se oblikovali kot posledica zaostrovanja zakonodaje.

Nekatere borzne hiše so se zakonodajnim spremembam uspešno prilagodile in razvile svojo ponudbo ter s tem dokazale, da je kljub oteženim razmeram poslovanja v finančnem posredovanju mogoče preživeti in biti dolgoročno uspešen. Glavne strategije uspešnih borzno-posredniških hiš analiziram v šestem poglavju, na primeru borzno-posredniških hiš Poteza in Medvešek Pušnik.

V sklepu pa povzemam glavne ugotovitve diplomskega dela.

1 Zakonska podlaga trga kapitala v Sloveniji

Trg kapitala v Sloveniji se je začel razvijati leta 1989 z ustanovitvijo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, kjer se je najprej trgovalo predvsem z dolžniškimi vrednostnimi papirji. Ta začetek je pomenil popolno pionirstvo na tem področju ne samo v takratni Jugoslaviji, ampak tudi širše v takratnih komunističnih oziroma socialističnih državah (Veselinovič, 1995, str. 14).

Za uspešen razvoj kapitalskega trga ima odločilen pomen stabilno ekonomsko okolje in ustrezna pravna in institucionalna infrastruktura. Investitorji so namreč zelo občutljivi na politično in ekonomsko negotovost. Po Valantu (1995, str. 33) so odločilni institucionalni elementi za uspešen razvoj kapitalskega trga predvsem:

- a) **obstoj zadostnega števila finančnih posrednikov;**
- b) **primerno razviti računovodski, revizijski in disklozivni standardi**, ki omogočajo razpoložljivost, transparentnost in točnost finančnih informacij;
- c) **vzpostavitev racionalnega in vseobsegajočega zakonskega in regulativnega okvira**, ki onemogoča zlorabe in ščiti investitorje. To je pomembno za vzdrževanje integritete finančnega sistema in ohranjanja zaupanja investitorjev.

Število finančnih posrednikov je bilo v začetku delovanja trga kapitala več kot zadostno, saj so mnogi v novi dejavnosti videli poslovno priložnost ali možnost hitrega zaslužka. Institucionalna podlaga pa je bila sprva zelo šibka tako na področju računovodskih standardov, kot na področju regulativnega okvira za delovanje trga kapitala. Prvotna zakonodaja, ki je omogočila vzpostavitev trga kapitala (Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala) je leta 1994 zamenjal Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP), ki je podrobno uredil več vidikov trga kapitala. S podpisom pridružitvene listine k EU leta 1999 je v bil okviru uskladitve z evropskimi direktivami sprejet paket finančne zakonodaje, med drugim tudi Zakon o trgu vrednostnih papirjev-1 (ZTVP-1), ki na podlagi direktiv in pravne prakse nadgrajuje ZTVP. Po vstopu v EU se je nadaljeval proces prilagajanja evropski zakonodaji, leta 2007 pa je bil na podlagi evropske direktive o trgih finančnih instrumentov (MiFID)¹ sprejet Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), ki bo omogočil popolno integracijo slovenskega trga kapitala v evropske kapitalske tokove.

¹ Markets in Financial Instruments Directive

1.1 Zakonodaja SFRJ

Prva zakona, ki sta urejala trgovanje z vrednostnimi papirji v Sloveniji sta bila Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala. Omogočila sta ustanovitev Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, vendar sta bila za nadaljni razvoj trga kapitala povsem neustrezna, saj v nastajajočih gospodarskih razmerah nista ponujala ustrezne normativne osnove za infrastrukturo na področju poslovanja z vrednostnimi papirji (Komar - Jadek, 1995, str. 5).

Zakon o vrednostnih papirjih (1989) je urejal pogoje, način izdajanja in prenos delnic, obveznic, blagajniških zapisov, certifikatov in komercialnih zapisov. Za nadzor nad izdajo vrednostnih papirjev je zakon določil Komisijo za vrednostne papirje. Po odcepitvi Slovenije od SFRJ je nalogo nadzora nad trgovanjem vrednostnih papirjev opravljalo ministrstvo za finance. **Zakon o trgu denarja in trgu kapitala** (1989) je urejal ustanovitev trgov denarja in trgov kapitala, njihov status ter posle posredovanja v prometu denarja in vrednostnih papirjev.

Zakona ne vsebujeta nobenih zahtev po informiranosti udeležencev trga kapitala, prav tako tudi ne opredeljujeta načina nadzora nad sprotnim delovanjem trga kapitala in ne vsebujeta nobenih predpisov, ki bi se nanašali na poslovanje nebančnih borzoposredniških hiš. V takih pogojih je lahko posle z vrednostnimi papirji opravljala vsaka pravna oseba, registrirana za to dejavnost, brez nadzora pristojne organizacije.

1.2 Zakon o trgu vrednostnih papirjev

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP), ki je začel veljati 13. marca 1994, predstavlja pomemben korak k vzpostavitvi transparentnega, likvidnega in stabilnega trga vrednostnih papirjev. Zakon na novo ureja pogoje in način poslovanja z vrednostnimi papirji, da utrdi zaupanje investitorjev v vlaganje v vrednostne papirje. Namen zakonskih določb je omogočiti nadaljnji razvoj trga vrednostnih papirjev in zagotoviti njegovo stabilnost, kar je predpogoj za uveljavitev tržnega gospodarstva (Belič, 1994, str. 74).

Temeljna načela, na katerih temelji ZTVP so (Belič, 1994, str. 74):

- načelo nadzora nad izdajanjem in prodajo vrednostnih papirjev,
- načelo varstva investitorjev,
- načelo kontrole poslovanja borze in udeležencev na trgu,
- načelo enakega obravnavanja strank,
- načelo javnosti podatkov o poslovanju družb, ki se ukvarjajo s poslovanjem z vrednostnimi papirji.

Zakonodajalec je želel doseči večjo stopnjo informiranosti vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev, predvsem malih investitorjev, večjo pravno varnost in uskladiti našo zakonodajo z direktivami Evropske unije (Belič, 1994, str. 74). Zakon je postavil prvo celovito pravno podlago za delovanje in sodelovanje naslednjih institucij trga vrednostnih papirjev:

- **Borza vrednostnih papirjev**

Borza vrednostnih papirjev je po ZTVP samoregulativna delniška družba, ki je izključno v lasti članov borze. Njena temeljna funkcija je zagotavljanje likvidnosti, transparentnosti, varnosti in učinkovitosti poslovanja z vrednostnimi papirji, s katerimi se javno trguje. Aktivnim udeležencem na trgu zagotavlja ustrezne prostorske, tehnične, administrativne, regulativne in druge pogoje za organizirano in učinkovito srečevanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih (Premk, 1994, str. 44).

Borzo lahko ustanovijo borznoposredniške družbe in banke, ki imajo sedež v Republiki Sloveniji, za ustanovitev pa je potrebno dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Delničarji borze so lahko le njeni člani, ki tudi edini lahko poslujejo z vrednostnimi papirji, sprejetimi v kotacijo borze. Član borze je lahko le borznoposredniška družba ali banka, ki izpolnjuje pogoje², ki jih določi borza.

- **Klirinško depotna družba (KDD)**

KDD je bila na podlagi določil ZTVP ustanovljena 10. januarja 1995. Njena naloga je ugotavljanje in poravnavanje obveznosti na podlagi poslov z vrednostnimi papirji in zbirna hramba vrednostnih papirjev.

KDD skupaj z borzo tvori infrastrukturo trga vrednostnih papirjev. Zakon zato ne določa načina ugotavljanja in poravnavanja obveznosti, temveč napotuje na KDD in borzo, da določita sistem in pravila **ugotavljanja in poravnavanja obveznosti**. Plačevanje obveznosti na podlagi sklenjenih poslov se opravlja pri organizaciji za plačilni promet, ki opravlja prenos v skladu z obvestilom KDD o sklenjenem poslu. Pooblaščenim udeležencem morajo vplačevati sredstva v varnostni sklad KDD, iz katerega KDD črpa sredstva v primeru nezadostnega stanja na računu pri organizaciji za plačilni promet (Premk, 1994, str. 58).

Druga pomembna dejavnost KDD je **hramba vrednostnih papirjev**. Vrednostne papirje vsakega pooblaščenega udeleženca in drugih pravnih oseb mora KDD voditi z navzven razpoznavno oznako, ločeno od svojih in vrednostnih papirjev drugih pravnih oseb.

- **Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)**

ATVP je bila kot neodvisna institucija ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, ki je začel veljati 13. 3. 1994. Njena temeljna naloga je opravljanje nadzora in drugih nalog ter pristojnosti, določenih z zakoni in na njihovi podlagi izdanimi predpisi, da zagotovi spoštovanje teh predpisov ter tako ustvari pogoje za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje (Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2006,

² Posebna tehnična opremljenost za poslovanje prek Borznega informacijskega sistema (BIS), plačilo določenega zneska v borzni rizični sklad, plačilo enkratne članske pristojbine ipd. (Premk, 1994, str. 52).

2007, str. 4). ATVP pripravlja podzakonske akte za regulacijo trga vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, izdaja dovoljenja za poslovanje finančnih institucij po ZTVP in Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) in nadzira te institucije. Temeljno načelo pri opravljanju njenih nalog je delovanje v javnem interesu, da zaščiti investitorje in razvoj trga vrednostnih papirjev (Letno poročilo o delu za leto 1994, 1995, str. 1).

Sredstva za delovanje agencije se po ZTVP zagotavljajo iz taks za odločanje o posamičnih zadevah in nadomestil za opravljanje nadzora ter iz proračunskih sredstev Republike Slovenije. ATVP o svojem delu in o stanju na trgu vrednostnih papirjev poroča neposredno državnemu zboru, ki tudi nadzira poslovanje Agencije (Premk, 1994, str. 65).

- **Pooblašчени udeleženci trga vrednostnih papirjev**

Med pooblaščene udeležence trga vrednostnih papirjev spadajo banke in nebančne borzno-posredniške hiše. Za slednje je ZTVP prinesel precejšnjo spremembo, saj njihovo delovanje ni bilo posebno zakonsko urejeno.

1.2.1 Pooblašчени udeleženci trga vrednostnih papirjev

ZTVP odpravlja pravno praznino in ureja nadzor, izdajo dovoljenj za opravljanje poslov ter način poslovanja borzno-posredniških družb, za katere prej ni veljala nobena zakonska omejitev ali pogoj za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji na trgu kapitala (Premk, 1994).

Zakon določa, da morajo borzno-posredniške družbe (BPD) za **opravljanje poslov** z vrednostnimi papirji dobiti dovoljenje ATVP. BPD mora za pridobitev dovoljenja vložiti zahtevo pri ATVP, ki dovoljenje izda, če BPD izpolnjuje pogoje za opravljanje dejavnosti. ATVP izdaja dovoljenja po stopničastem sistemu, od najenostavnejše dejavnosti (posredovanje z vrednostnimi papirji) do najzahtevnejše (underwriting) (Premk, 1994, str. 24). Zakon taksativno našteva posle, s katerimi se lahko ukvarja pooblaščen udeleženec z vrednostnimi papirji, obenem pa določa, da se s temi posli ne sme ukvarjati nihče drug. Na posle, ki jih lahko BPD opravljajo, se veže tudi zakonsko predpisani minimalni kapital BPD, ki znaša od 7 milijonov SIT (45.938 EUR) do 100 milijonov SIT (656.259 EUR).³

Nadzor nad BPD opravlja ATVP, ki jo morajo BPD obveščati o svojem finančnem stanju, statusnih spremembah, kapitalskih udeležbah v drugih pooblaščenih udeležencih, spremembah v lastniškem kapitalu in o vsakem pojavu plačilne nesposobnosti. Agencija lahko borzni hiši zaradi hujših kršitev predpisov o poslovanju z odredbo začasno ali trajno odvzame dovoljenje za opravljanje posameznih ali vseh poslov v zvezi z vrednostnimi papirji (Belič, 1994, str. 74).

Pri opravljanju poslov za stranke se morajo BPD držati načela zvestobe stranki. Vse posle so dolžne opravljati s skrbnostjo dobrega strokovnjaka (Premk, 1994, str. 29). Posle na trgu vrednostnih papirjev smejo zato opravljati le borzni posredniki, ki so opravili poseben strokovni

³ Preračun v eure po povprečnem letnem srednjem tečaju Banke Slovenije za leto 1994 (1 EUR = 152,3789 SIT).

izpit, s katerim se preveri strokovna sposobnost za opravljanje teh poslov. Borzne hiše morajo v svojih aktih zagotoviti varovanje poslovnih skrivnosti in preprečevanje zlorab poslovnih skrivnosti (Belič, 1994, str. 74).

Že obstoječe borzne hiše so se morale zakonskim zahtevam prilagoditi in dobiti dovoljenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji do 31. 12. 1994, sicer jih je sodišče izbrisalo iz sodnega registra (Belič, 1994, str. 74).

1.3 Prenova finančne zakonodaje

Prehod v zaključno fazo procesa lastninjenja, izvedba pokojninske reforme in podpis pridružitvenega sporazuma k EU so pripeljali do potreb po koreniti prenovi pravnega okvira finančnih trgov leta 1999. Od uveljavitve pridružitvenega sporazuma (2. 1. 1999) je bila Slovenija vezana na konkretne roke za zagotovitev prostega pretoka kapitala (Čas & Jamnik, 1999, str. 9). Paket nove zakonodaje je za Slovenijo pomenil začetek usklajevanja finančne zakonodaje s pravnim redom Evropske unije.

Na področju finančnih trgov so bili sprejeti naslednji zakoni (Čas & Jamnik, 1999, str. 9):

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)
- Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP)
- Zakon o deviznem poslovanju (ZDP)
- Zakon o bančništvu (ZBan)
- Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID)
- Zakon o davku na dodano vrednost (ZDDV)

Na razvoj borznoposredniških družb sta najbolj vplivala ZTVP-1 in ZDP, zato ju v nadaljevanju podrobneje obravnavam.

1.3.1 ZTVP-1

Najpomembnejši zakon, ki ureja področje delovanja BPD po letu 1999 je ZTVP-1. Zakon izhaja iz načel preglednosti delovanja trgov vrednostnih papirjev, varnega in skrbnega poslovanja, poštenega trgovanja in načela nadzora. ZTVP-1 podrobneje ureja obvladovanje tveganj borzno posredniških družb ter pravila o varnem in skrbnem poslovanju, razširja pristojnosti ATVP in na novo opredeljuje kršitve pri trgovanju z vrednostnimi papirji (Markovič Čas, 1999).

1.3.1.1 Ustanovitev in nadzor BPD

Po ZTVP-1 (1999) je lahko borznoposredniška družba organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Če ni v ZTVP-1 drugače določeno se za borznoposredniške družbe uporabljajo določbe Zakona o gospodarskih družbah (ZGD). Delnice BPD so lahko le

imenske delnice. Vplačane so lahko samo v denarju in morajo biti v celoti vplačane pred vpisom ustanovitve v sodni register.

Pred vpisom v sodni register mora BPD dobiti **dovoljenje ATVP** za opravljanje storitev z vrednostnimi papirji. Zahtevi za izdajo dovoljenja mora priložiti z zakonom določeno dokumentacijo, ki dokazuje skladnost z zakonskimi predpisi glede organizacije in delovanja BPD (ZTVP-1, 1999). Če ATVP ugotovi, da BPD izpolnjuje pogoje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, izda dovoljenje za opravljanje teh storitev, v katerem natančno navede, za katere storitve dovoljenje velja.

Nadzor nad BPD opravlja ATVP, da preveri, če borznoposredniške družbe spoštujejo pravila o obvladovanju tveganj, o varnem in skrbnem poslovanju in drugo zakonodajo, ki se nanaša na delovanje borznoposredniških družb (ZTVP-1, 1999). Načini izvajanja nadzora so:

1. spremljanje in preverjanje poročil in obvestil, ki jih agenciji posredujejo borznoposredniške družbe in druge osebe;
2. opravljanje pregledov poslovanja borznoposredniških družb;
3. izrekanje ukrepov nadzora po ZTVP-1.

Zakon natančno določa, o katerih dejstvih in okoliščinah mora borzna hiša poročati ATVP. Poleg teh poročil mora borzna hiša na zahtevo agencije posredovati poročila o vseh zadevah, pomembnih za opravljanje nadzora oziroma izvrševanje drugih nalog in pristojnosti agencije.

Agencija izda odredbo o odpravi kršitev in določi rok za odpravo kršitev v naslednjih primerih (ZTVP-1, 1999):

- član uprave BPD nima dovoljenja ATVP;
- BPD ne izpolnjuje kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojev, ki jih določi ATVP; BPD opravlja storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, za katere ni dobila dovoljenja agencije, ali opravlja dejavnosti, ki jih po zakonu ne sme opravljati;
- BPD krši pravila o obvladovanju tveganj, pravila varnega in skrbnega poslovanja, pravila o vodenju poslovnih knjig in poslovnih poročil ter revidiranju letnih poročil, obveznost poročanja in obveščanja ali druga pravila o trgu vrednostnih papirjev.

Agencija BPD začasno prepove opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, če:

- BPD ne ravna v skladu z odredbo o odpravi kršitev;
- BPD ni organizirala poslovanja tako, da je mogoče kadarkoli preveriti ali je poslovala v skladu s pravili o obvladovanju tveganj in pravili skrbnega in varnega poslovanja.

Prepoved opravljanja storitev velja do odprave kršitve oziroma do pravnomočnosti odločbe o odvzemu dovoljenja.

Agencija odvzame dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji v naslednjih primerih:

- če BPD krši dolžnost varovanja zaupnih podatkov, prepoved manipulacije ali prepoved uporabe notranjih informacij,
- če je bilo dovoljenje pridobljeno z navajanjem neresničnih podatkov;
- če BPD ne izpolnjuje pogojev o obvladovanju tveganj;
- če BPD krši odločbo o začasni prepovedi opravljanja storitev;
- če tudi ob odreditvi dodatnega ukrepa BPD ne odpravi kršitev;
- če so bili navedeni razlogi za odvzem dovoljenja za pridobitev kvalificiranega deleža osebi, ki je neposredno ali posredno obvladujoča oseba BPD.

1.3.1.2 Obvladovanje tveganj in jamstvo za terjatve vlagateljev

ZTVP-1 je prinesel pomembno novost, in sicer opredelitev obvladovanja tveganj borznih hiš, ki ga prejšnji zakon ni urejal. Namen te novosti je preprečiti, da bi zaradi tveganj, ki jim je pri opravljanju svoje dejavnosti izpostavljena borznoposredniška družba, trpela ali bila ogrožena varnost vlagateljev (Markovič Čas, 1999). Borzna hiša mora zato zagotoviti **kapitalsko ustreznost** in **likvidnost** ter upoštevati pravila o **izpostavljenosti** do drugih oseb. Kot del obvladovanja tveganj je v ZTVP-1 vključen tudi **sistem jamstva za terjatve vlagateljev** v primeru stečaja katere od BPD.

1.3.1.2.1 Kapitalska ustreznost

Borznoposredniška hiša mora zagotoviti, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste storitev z vrednostnimi papirji, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh storitev (ZTVP-1, 1999). ZTVP-1 našteva postavke, ki se upoštevajo pri izračunu kapitala zaradi ugotavljanja kapitalske ustreznosti BPD ter odbitne postavke pri izračunu kapitala.

Zakon določa minimalni obseg kapitala, ki ga mora dosegati BPD glede na različna tveganja, ki jim je pri svojem delovanju izpostavljena. Kapital mora biti vedno enak vsoti:

- **kapitalskih zahtev za trgovanje,**
- **kapitalskih zahtev za valutna tveganja in**
- **kapitalskih zahtev za storitve.**

Ne glede na to pa kapital ne sme biti manjši od 150 milijonov SIT (774.337 EUR), oziroma 25 milijonov SIT (129.056 EUR), če BPD ne opravlja dejavnosti trgovanja z vrednostnimi papirji in prvih prodaj z obveznostjo odkupa (ZTVP-1, 1999).

Kapitalske zahteve za trgovanje so po ZTVP-1 zahteve za kritje morebitnih izgub zaradi tveganj, ki jim je BPD izpostavljena pri trgovanju z vrednostnimi papirji za svoj račun in pri opravljanju storitev prvih prodaj z obveznostjo odkupa. BPD mora zagotoviti ustrezen kapital za

posebna in splošna tveganja spremembe cen vrednostnih papirjev ter za tveganja izpolnitve nasprotne stranke (Sklep o kapitalski ustreznosti BPD, 2000).

Kapitalske zahteve za trgovanje se izračunajo tako, da se vrednosti vrednostnih papirjev, katerih imetnik je BPD, ter terjatev in obveznosti BPD iz poslov z vrednostnimi papirji, pomnožijo z ustreznimi utežmi za tehtanje posebnih in splošnih tveganj spremembe cen vrednostnih papirjev, tveganj izpolnitve nasprotne stranke in tveganj velike izpostavljenosti do posamezne osebe ter z njo povezanih oseb (ZTVP-1, 1999).

Kapitalske zahteve za valutna tveganja so zahteve za kritje morebitnih izgub zaradi valutnih tveganj, ki jim je BPD izpostavljena pri svojem poslovanju. Izračunajo se tako, da se vrednost tistih sredstev BPD, katerih vrednost je odvisna od tečaja ustrezne tuje valute, pomnožijo z utežmi za tehtanje tveganj spremembe tečaja tuje valute (ZTVP-1, 1999).

Kapitalske zahteve za storitve so zahteve za kritje morebitnih izgub zaradi tveganj, ki jim je BPD izpostavljena pri opravljanju storitev v zvezi z vrednostnimi papirji in drugih poslov, razen tistih, ki so zajeti pod kapitalskimi zahtevami za trgovanje. Izračunajo se tako, da se vse aktivne bilančne in zunajbilančne postavke, ki niso vključene v kapitalske zahteve za trgovanje (Sklep o kapitalski ustreznosti BPD, 1999), pomnožijo z utežmi za tehtanje tveganj izpolnitve nasprotne stranke in drugih tveganj, ki jim je pri opravljanju storitev izpostavljena BPD (ZTVP-1, 1999).

V Sklepu o kapitalski ustreznosti BPD (2000) ATVP določa, da ji mora BPD poročati o kapitalu in izpolnjevanju kapitalskih zahtev po stanju na zadnji dan meseca v osmih dneh.

1.3.1.2.2 Likvidnost

ZTVP-1 predpisuje, da mora BPD gospodariti z viri in naložbami tako, da je v vsakem trenutku sposobna izpolniti vse dospele obveznosti. Za zavarovanje pred likvidnostnim tveganjem mora oblikovati in izvajati politiko rednega upravljanja z likvidnostjo, ki obsega:

1. načrtovanje pričakovanih znanih in morebitnih denarnih odtokov ter zadostnih denarnih pritokov zanje;
2. redno spremljanje likvidnosti;
3. sprejemanje ustreznih ukrepov za preprečitev oziroma odpravo vzrokov nelikvidnosti.

V okviru spremljanja tveganj mora BPD vsak dan izračunavati obseg likvidnosti in količnike likvidnosti sredstev. Količnik likvidnosti BPD je definiran kot razmerje med likvidnimi sredstvi ter dospelimi in kmalu dospelimi obveznostmi. Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti, ki ga mora zagotavljati BPD (2000), natančno definira izračun omenjenih kategorij. BPD dosega najmanjši obseg likvidnosti, če znaša količnik likvidnosti vsaj 1.

BPD mora ATVP nemudoma poročati o nastopu nesposobnosti poravnanja dospele denarne obveznosti ob njihovi dospelosti. Če ATVP pri opravljanju nadzora ugotovi plačilno

nesposobnost BPD, ji lahko začasno prepove opravljanje vseh ali posameznih storitev v zvezi z vrednostnimi papirji (ZTVP-1, 1999).

Vsak mesec mora BPD oddati ATVP poročilo o količnikih likvidnosti in obsegih likvidnosti za vse dni prejšnjega meseca.

1.3.1.2.3 Izpostavljenost

Izpostavljenost BPD do posamezne osebe je po Sklepu o izpostavljenosti BPD (2000) vsota vseh terjatev in pogojnih terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe ter vrednosti kapitalskih deležev BPD v tej osebi. Stodvajseti člen ZTVP-1 določa, da izpostavljenost BPD do posamezne osebe in s to osebo povezanih oseb ne sme presegati višine 25 % kapitala BPD. Velika izpostavljenost je izpostavljenost do določene osebe, ki presega višino 10 % kapitala BPD. Vsota vseh velikih izpostavljenosti ne sme presegati 800 % kapitala BPD.

ATVP v Sklepu o izračunu izpostavljenosti BPD predpisuje način vrednotenja in vključevanja posameznih postavk pri izračunu izpostavljenosti in podrobnejša merila za upoštevanje skupine oseb, ki za BPD pomenijo eno samo tveganje.

1.3.1.2.4 Sistem jamstva za terjatve vlagateljev

ZTVP-1 določa, da BPD s sedežem v Republiki Sloveniji jamčijo za izplačilo zajamčenih terjatev pri BPD, nad katero so sprožili stečajni postopek. Terjatev vlagatelja je skupno stanje vseh denarnih sredstev fizične ali pravne osebe do BPD na podlagi pogodbe o borznem posredovanju, pogodbe o vodenju računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, pogodbe o hrambi vrednostnih papirjev, izdanih kot pisnih listin, ali pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji. Zajamčena terjatev je stanje terjatev vlagatelja do 5.100.000 SIT (26.327 EUR) na dan začetka stečaja nad BPD. Zakon določa osebe, izvzete iz sistema jamstva za terjatve vlagateljev (ZTVP-1, 1999).

Banka Slovenije v Sklepu o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev predpiše pogoje za uresničitev zajamčenih terjatev ter način izračuna višine likvidnih naložb, ki jih morajo BPD imeti.

Če pride stečaja ene od BPD, morajo ostale jamčiti za izplačilo zajamčenih terjatev sorazmerno z deležem, ki ga zajamčene terjatve posamezne družbe zavzemajo v vsoti zajamčenih terjatev vseh BPD. Za zagotavljanje likvidnih sredstev, potrebnih za izplačilo terjatev vlagateljev, mora BPD v vrednostne papirje Banke Slovenije ali Republike Slovenije vložiti sredstva v višini povprečnega dvodnevne prometa člana borze z največjim skupnim prometom na organiziranem trgu v prejšnjem koledarskem letu, pomnoženega z deležem v prometu, ki ga je BPD dosegla v prejšnjem koledarskem letu (Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah, 2001).

Z dnem začetka stečaja BPD, prevzame Banka Slovenije v svojem imenu in za račun BPD obveznosti izplačila zajamčenih terjatev BPD. Banka Slovenije (BS) določi banko skrbnico, ki skupaj z BPD ugotovi stanje zajamčenih terjatev in izplača vlagateljem sredstva za zajamčene terjatve, ki jih zagotovi Banka Slovenije. Ta zagotovi sredstva tako, da naloži borznim hišam, vključenim v sistem jamstva za terjatve vlagateljem, da vplačajo ustrezen del denarnih sredstev, potrebnih za izplačilo zajamčenih terjatev (ZTVP-1, 1999).

1.3.2 Storitve BPD

ZTVP-1 nekoliko bolj kot prejšnji zakon definira storitve, ki jih lahko opravljajo BPD in v poglavju o opravljanju dejavnosti v zvezi z vrednostnimi papirji taksativno našteva subjekte, ki se smejo ukvarjati s trgovanjem z vrednostnimi papirji. To so (Markovič Čas, 1999):

- BPD, ki za opravljanje teh storitev dobi dovoljenje ATVP;
- Podružnica tuje BPD, ki za opravljanje teh storitev dobi dovoljenje ATVP;
- BPD države članice EU, ki v skladu z zakonom ustanovi podružnico na območju Republike Slovenije oziroma je pooblaščen neposredno opravljati storitve v zvezi z vrednostnimi papirji na območju RS;
- Banka, ki za opravljanje teh storitev pridobi dovoljenje Banke Slovenije.

Poleg teh oseb nihče drug ne sme opravljati storitev v zvezi z vrednostnimi papirji.

Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, kot jih določa ZTVP-1 so:

1. posredovanje naročil
2. borzno posredovanje
3. trgovanje za svoj račun
4. gospodarjenje z vrednostnimi papirji
5. posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji
 - izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa
 - izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa
 - storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje
6. pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji
 - investicijsko svetovanje
 - vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev
 - hramba vrednostnih papirjev
 - storitve v zvezi s prevzemi

Storitev posredovanja naročil in trgovanje za svoj račun sta bila uvedena z Novelo Zakona o trgih vrednostnih papirjev ZTVP-1A. Ta novela je uvedla tudi sprejemanje naročil za odkup investicijskih kuponov vzajemnih skladov in posredovanje teh naročil DZU ter prodajo investicijskih kuponov vzajemnih skladov v skladu z določbami ZISDU-1. BPD, ki so že pred uveljavitvijo ZTVP-1A opravljale trgovanje za svoj račun, so morale do 20. 2. 2005 vložiti zahtevo za opravljanje trgovanja za svoj račun (Markovič Čas, 2004).

1.3.3 Poslovanje z vrednostnimi papirji zunaj državnih meja

Leta 1999 sta mednarodno poslovanje z vrednostnimi papirji uredila dva nova zakona. Področje ustanavljanja in delovanja BPD v tujini in tujih BPD v Sloveniji je uredil ZTVVP-1, področje portfolio naložb rezidentov v tujini in nerezidentov v Sloveniji pa Zakon o deviznem poslovanju.

1.3.3.1 Delovanje pooblaščenih udeležencev na tujih trgih in tujih udeležencev v Sloveniji

Ob upoštevanju direktiv EU ZTVVP-1 postavlja temeljne zahteve za poslovanje tujih BPD v Sloveniji in slovenskih v tujini (Čas & Jamnik, 1999). Tako je bil narejen korak k liberalizaciji slovenskega trga kapitala in uspešnemu vključevanju v EU.

1.3.3.1.1 Opravljanje storitev v zvezi z vrednostimi papirji zunaj območja Republike Slovenije

ZTVVP-1 ločuje opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji na območju države članice EU in opravljanje storitev v tujini, to je v državah, ki niso članice EU.

Na **območju države članice EU** lahko BPD opravlja storitve z vrednostnimi papirji prek podružnice ali neposredno, če izpolnjuje pogoje, določene s predpisi te države članice. BPD lahko opravlja le storitve, za katere je pridobila dovoljenje ATVP. Ne glede na to, ali bo BPD v državi članici delovala neposredno ali prek podružnice, mora o tem obvestiti ATVP in ji posredovati v zakonu opredeljene podatke. ATVP prejeto obvestilo s prilogami posreduje pristojnemu nadzornemu organu države članice in o tem obvesti BPD (ZTVVP-1, 1999).

Nadzor nad podružnico v BPD v državi članici EU opravlja ATVP, lahko pa zaporosi pristojni nadzorni organ države članice, da opravi pregled poslovanja podružnice, če se postopek nadzora pospeši. Če podružnica BPD krši predpise države članice, sprejme ATVP ukrepe nadzora v skladu z ZTVVP-1. Če odvzame dovoljenje za poslovanje z vrednostnimi papirji matični družbi, mora ATVP o tem nemudoma obvestiti pristojne nadzorne organe držav članic, v katerih BPD opravlja storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (ZTVVP-1, 1999).

BPD lahko opravlja storitve v zvezi z vrednostnimi papirji **v tujini** samo prek podružnice. BPD, ki namerava odpreti podružnico v tujini, mora o tem obvestiti ATVP in obvestilu priložiti zakonsko določene podatke. Agencija lahko zahtevo zavrne, če je glede na predpise države, kjer namerava BPD ustanoviti podružnico, verjetno, da bo ovirano izvrševanje nadzora (ZTVVP-1, 1999).

1.3.3.1.2 Opravljanje storitev tujih pooblaščenih udeležencev v Republiki Sloveniji

Pri opravljanju storitev tujih pooblaščenih udeležencev v Sloveniji ZTVVP-1 ločuje BPD iz držav članic EU (BPD države članice) od BPD, ki imajo sedež v drugih državah (tuje BPD).

BPD, ki je v državi članici upravičena opravljati storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, lahko jih opravlja tudi v Sloveniji, bodisi neposredno bodisi prek podružnice. **BPD države članice** lahko začne poslovati prek podružnice v Sloveniji po izteku dvomesečnega roka od dne, ko ATPV prejme od pristojnega nadzornega organa države članice obvestilo o značilnostih podružnice. Neposredno lahko BPD države članice posluje v Republiki Sloveniji, ko ATPV prejme omenjeno obvestilo (ZTVP-1, 1999). V zakonu so navedene določbe ZTVP-1, ki veljajo za BPD države članice, ki opravlja storitve v Sloveniji.

Nadzor nad podružnico na območju Republike Slovenije opravlja pristojni nadzorni organ države članice. Pregled poslovanja lahko opravi tudi ATPV, da ugotovi usklajenost delovanja BPD s slovensko zakonodajo. ATPV lahko BPD države članice izreče začasno ali trajno prepoved opravljanja storitev, če so izpolnjeni pogoji, ki jih ZTVP-1 določa kot podlago za začasni oziroma trajni odvzem dovoljenja. Pred izrekom ukrepa mora ATPV obvestiti pristojni nadzorni organ države članice (ZTVP-1, 1999).

Tuja BPD lahko opravlja storitve v RS samo prek podružnice, za kar mora dobiti dovoljenje ATPV. ZTVP-1 določa podatke, ki jih mora BPD predložiti zahtevi za izdajo dovoljenja za ustanovitev. ATPV lahko zahteva, da tuja BPD na ozemlju Republike Slovenije deponira določen denarni znesek ali finančno premoženje kot jamstvo za poravnavo obveznosti iz poslov, sklenjenimi na območju RS. ATPV izda dovoljenje, če ugotovi, da je podružnica finančno, upravljalno, organizacijsko, kadrovsko in tehnično usposobljena za poslovanje. Če meni, da bo glede na predpise države, v kateri ima BPD sedež, ovirano izvajanje nadzora nad podružnico, lahko ATPV zavrne zahtevo za izdajo dovoljenja (ZTVP-1, 1999).

1.3.3.2 Ureditev naložb rezidentov in nerezidentov

Poleg ZTVP-1 se pri poslovanju s tujino BPD ravna po Zakonu o deviznem poslovanju (ZDP), ki je bil leta 1999 sprejet po večletnih pripravah in med drugim ureja področje kapitalskih tokov in deviznega poslovanja med rezidenti in nerezidenti. Pred sprejetjem ZDP je bilo omenjeno področje urejeno v več ločenih zakonih, kar je povzročalo veliko nepreglednost (Čas & Jamnik, 1999, str. 9). Zakonodaja, ki je izhajala še iz jugoslovanskih časov, je bila zastarela in v neskladju s potrebami stopnje razvitosti gospodarstva in finančnega sektorja (More, 1999, str. 63).

V nasprotju z drugo finančno zakonodajo, sprejeto leta 1999, ki je sledila cilju popolne transpozicije evropskih direktiv, ZDP ni bilo možno popolnoma uskladiti z evropskim pravnim redom. Ob tedanji stopnji makroekonomske nestabilnosti in siceršnji razvitosti ter stabilnosti finančnega sistema bi to namreč ogrozilo monetarno in tečajno stabilnost (More, 1999, str. 63). Zato je zakon postavil podlago za postopno liberalizacijo kapitalskih tokov ter deviznega poslovanja med rezidenti in nerezidenti.

ZDP je omogočil **naložbe rezidentov v tuje vrednostne papirje**. Te so bile do tedaj prepovedane, izjeme so bile le neposredne naložbe in naložbe bank. Rezidenti so sprva lahko

neomejeno kupovali samo vrednostne papirje, ki jih izdajajo države članice OECD in mednarodne finančne institucije, ter druge prvovrstne vrednostne papirje z ustrežno boniteto po oceni vsaj dveh mednarodno priznanih agencij za ocenjevanje tveganja (ZDP, 1999). Pozneje je Banka Slovenije v svojih sklepih omejitve spuščala, februarja 2003 je bilo na podlagi 78. člena ZDP rezidentom omogočeno, da poslujejo z vrednostnimi papirji v tujini neposredno, oziroma brez domačega pooblaščenega udeleženca, kar je odstranilo vse omejitve pri vlaganju rezidentov v tuje vrednostne papirje.

Za **nerezidente** je ZDP (1999) določal, da lahko vpisujejo in vplačujejo oziroma kupujejo ter prodajajo vrednostne papirje v Republiki Sloveniji samo prek pooblaščenega udeleženca, ki mora o vseh naložbah nerezidentov v vrednostne papirje v Republiki Sloveniji in o odtujitvah teh naložb poročati Banki Slovenije. Poslujejo lahko samo prek skrbniškega računa pri pooblaščeni banki, na katerega morajo nakazati vsa sredstva za poravnavo posla (Sklep o načinu in pogojih pod katerimi nerezident kupuje vrednostne papirje v Republiki Sloveniji, 1999). Leta 2002 so se z odpravo vseh skrbniških računov popolnoma sprostile potfeljske naložbe nerezidentov v vrednostne papirje v RS.

1.4 Zakon o trgu finančnih instrumentov in implementacija direktive MiFID

S sprejetjem Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) so bile v slovensko zakonodajo vnešene štiri evropske direktive (Zakon o trgu finančnih instrumentov - ZTFI, 2007):

- direktiva o trgih finančnih instrumentov (MiFID)
- direktiva o harmonizaciji zahtev za pregledost informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih (transparentna direktiva)
- direktiva o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij
- direktiva o kapitalski ustreznosti podjetij in kreditnih institucij

Na slovenski trg kapitala največje spremembe prinaša direktiva MiFID, ki pomeni višjo stopnjo harmonizacije investicijskih storitev in transakcij s finančnimi instrumenti v EU (Morela, 2007, str. 18). MiFID je eden izmed temeljev akcijskega načrta za finančne storitve v EU. Njen namen je spodbuditi konkurenco na evropskih finančnih trgih in zagotoviti visoko raven zaščite investitorjev v Evropi (Direktiva o trgih finančnih instrumentov (»MiFID«), 2007).

ZTFI je bil sprejet 12. julija 2007 in začel veljati 11. avgusta 2007. Sedmo poglavje zakona (Pravila poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev in poslov) je začelo veljati 1. novembra 2007, skupaj z direktivo MiFID (5., 6. in 8. poglavje, ki se nanašajo na upravljanje BPD s tveganji). Poslovne knjige in letno poročilo BPD ter nadzor nad opravljanjem investicijskih storitev in poslov pa veljajo od vključno 1. 1. 2008 (ZTFI, 2007). Zakon uvaja direktivo MiFID, ne pa tudi ukrepov za izvajanje direktive, ki so določeni s strani ATVP (Bruckmüller & Repolusk, 2007). Agencija je novembra 2007 izdala več kot 40 podzakonskih aktov, v katerih je natančneje opredelila pogoje delovanja trga finančnih instrumentov.

Novi zakon prinaša pomembne novosti predvsem na področju delovanja borznoposredniških družb in varstva vlagateljev. Z uveljavitvijo enotnega potnega lista bodo lahko investicijska podjetja dovoljenje za opravljanje investicijskih storitev, ki ga pridobijo v eni državi članici EU, uporabila v drugi državi članici (Direktiva o trgih finančnih instrumentov (»MiFID«), 2007). Pri trgovanju v EU bodo BPD imele pravico do izbire sistemov izračuna in poravnave poslov v drugih državah EU (Petavs, 2006, str. 18).

ZTFI vlagatelje razvršča v tri kategorije: neprofesionalni vlagatelji, profesionalni vlagatelji in primerne nasprotne stranke. Profesionalni vlagatelji so stranke, ki imajo ustrezno strokovno znanje in izkušnje, da lahko same sprejemajo investicijske odločitve in ocenijo tveganja, povezana z njimi. BPD same določijo osebe, ki ustrezajo pogojem za profesionalnega vlagatelja, in jim niso dolžne zagotavljati tako visokega nivoja varstva kot neprofesionalnim vlagateljem. Za profesionalne vlagatelje BPD ni treba voditi dokumentacije in opravljati storitev ločeno po posameznih strankah. Stranka lahko kadarkoli zahteva, da se jo obravnava kot neprofesionalnega vlagatelja. Primerne nasprotne stranke so finančne institucije držav članic EU in se štejejo za profesionalne vlagatelje (Lipnik, 2007, str. 2).

Neprofesionalnim vlagateljem je ZTFI zagotovil večjo varnost pri vlaganju. Preden BPD začne opravljati investicijsko svetovanje mora za te stranke pridobiti natančne informacije o znanju in izkušnjah, finančnem položaju in naložbenih ciljih stranke. BPD morajo stranke dobro poučiti o storitvah, ki jih opravljajo zanjo, jo seznaniti z razmerami na trgu in jo poučiti o splošnih in specifičnih tveganjih z opravljenimi storitvami. Poskrbeti morajo za preglednost stroškov storitev in predstaviti strankam potencialne konflikte interesov. BPD mora nepoučeno stranko opozoriti na storitev ali produkt, ki je zanjo neprimerna (Smrekar & Weiss, 2007, str. 2).

ZTFI zavezuje BPD, da naročila strank izrecno izvajajo pod najugodnejšimi pogoji za stranko, česar prejšnja zakonodaja ni natančno urejala (Smrekar & Weiss, 2007, str. 2). BPD mora ukrepati tako, da naročilo izvrši pod najugodnejšimi pogoji za stranko, presojano s stališča pomembnih dejavnikov, kot so dosežena cena, stroški izvršitve, hitrost izvršitve, vrednost izvršitve, velikost naročila in podobno. Zakon z decentralizacijo izvrševanja naročil za stranke povečuje možnost za izvajanje najboljše izvršitve in odpravlja obveznost sklepanja poslov prek borze (Morela, 2007, str. 12). BPD bodo lahko upravljale večstranske sisteme trgovanja (MTF) in tako same organizirale elektronski trg za prodajo in nakup vrednostnih papirjev (Smrekar, 2007, str. 4). Novost za BPD je tudi širjenje storitev, ki jih le-te lahko opravljajo, saj poleg storitev, dovoljenih po ZTVP-1, lahko opravljajo tudi faktoring, forfeitanje, lizing, izdajanje garancij in drugih jamstev ter dodatne finančne storitve po ZBan (ZTFI, 2007).

Zaradi obsežnejšega področja delovanja BPD in varstva vlagateljev ZTFI zaostre nadzor in zahteve po poročanju BPD. Zakon uvaja boljši pregled poslovanja in izenačenje BPD z bankami glede upravljanja tveganj in objave letnih poročil. BPD bodo morale voditi evidence o vseh investicijskih storitvah in poslih, ki jih opravljajo, ter najmanj pet let po koncu leta, v katerem je bil sklenjen posel, hraniti vso dokumentacijo in podatke o vseh poslih s finančnimi instrumenti, ki jih je opravila bodisi za svoj račun bodisi za račun strank (ZTFI, 2007). Dodatna birokracija,

povezana z natančneje predpisano obravnavno strank, vzpostavitev infrastruktur za evidentiranje poslov in poročanje transakcij prek elektronskega sistema prinaša dodatne stroške za BPD (Smrekar & Weiss, 2007, str. 2). Zaradi poznega sprejetja zakona so imele BPD na voljo zelo malo časa za prilagajanje, visoki stroški pa bodo verjetno prisilili manjše BPD v združevanje. Za podjetja, ki se želijo ukvarjati z investicijskim svetovanjem kot glavno dejavnostjo in bi jim bilo zaradi majhnosti nemogoče dosegati zakonske zahteve za BPD, zakon uvaja institut male borznoposredniške družbe. To so družbe, katerih letni prihodki ne presegajo 750.000 EUR in se ukvarjajo samo s prenosom naročil in investicijskim svetovanjem. Male BPD so izvzete iz zahtev direktive MiFID za BPD (Bruckmüller & Repolusk, 2007).

2 Vpliv zakonodaje na nebančne borznoposredniške hiše

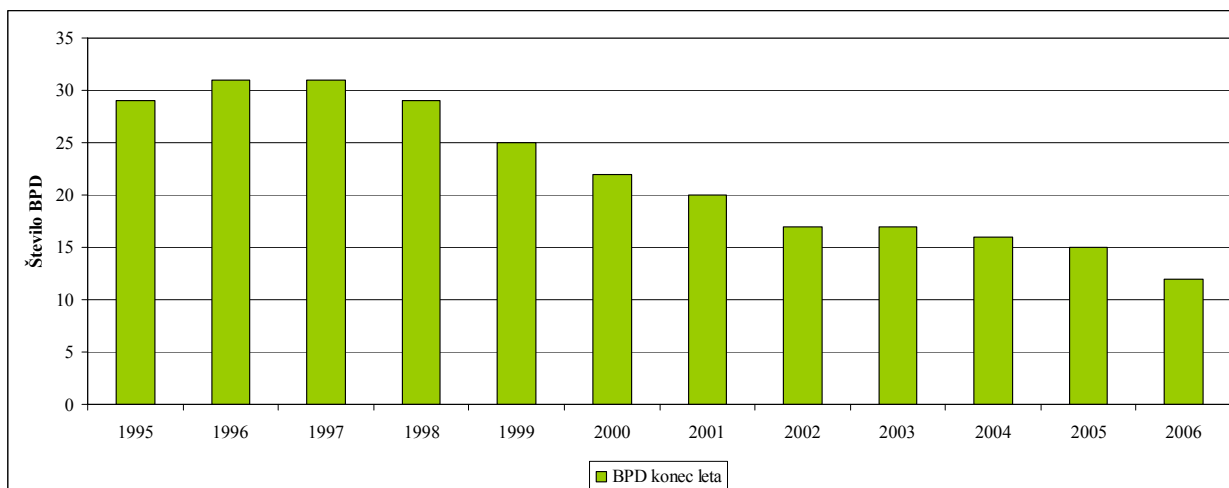
Zaradi zagotavljanja transparentnega delovanja trgov in varnosti vlagateljev se je razvoj zakonodaje kapitalskega trga gibal proti vedno ostrejšemu nadzoru borznoposredniških družb. Nebančne borznoposredniške družbe, ki niso bile sposobne ustrezati zakonodaji so zapuščale panogo, ostajale pa so uspešne borzne hiše, kar je pripeljalo do pestre ponudbe storitev in višanja dodane vrednosti za stranke.

2.1 Potek združevanja in izstopanja nebančnih borznoposredniških družb iz članstva na borzi

V začetni razvojni fazi trga kapitala ob koncu osemdesetih in v začetku devetdesetih let so bile ekonomske razmere v Sloveniji zelo nakolnjene trgu kapitala. Vladalo je izjemno majhno zaupanje v slovenski finančni sistem, saj sanacija bančnega in zavarovalniškega sistema še ni bila izvedena. Izrazit optimizem glede možnosti, ki jih je ponujala sprememba ekonomskega in političnega sistema ter zaznavanje trga kapitala kot simbola svobodnega tržnega gospodarstva (Mramor, 2000, str. 390) sta pritegnila mnoga podjetja v novo perspektivno panogo.

Do uveljavitve Zakona o trgu vrednostnih papirjev leta 1994 je posle z vrednostnimi papirji na trgu kapitala lahko opravljala katerakoli pravna oseba, saj ni bilo nobene zakonske omejitve ali pogoja za opravljanje takšne dejavnosti (Premk, 1994, str. 23). Tako je do konca leta 1993 število članov borze naraslo na 62. Za takratno stanje kapitalskega trga, ki se je šele oblikoval, je bilo tolikšno število udeležencev odločno preveliko in nesmiselno. To se je izkazalo s sprejetjem ZTVP, saj je do konca leta 1994 zaradi nezmožnosti zadovoljevanja zakonskih zahtev število pooblaščenih udeležencev padlo na 46.

Slika 1: Število nebančnih BPD s članstvom na borzi konec leta



Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev; Lastne analize

Kot je razvidno iz Slike 1, je število nebančnih borznih hiš od leta 1995 do 1999 le rahlo upadalo. V tem obdobju je sicer prihajalo do izstopov borznih hiš iz članstva na borzi, vendar so na trg prihajale nove, zato je število leta 1996 celo naraslo. Do resnejšega obrata navzdol je prišlo leta 1999, ki mu je sledilo triletno obdobje izstopanja BPD iz članstva na borzi.

V letu 1999 je prenehalo s storitvami v zvezi z vrednostnimi papirji pet nebančnih borznih hiš, od tega štiri na lastno zahtevo, eni pa je bilo odvzeto dovoljenje zaradi kršitve Zakona o trgu vrednostnih papirjev. V naslednjih treh letih je sledil odstop osmih borznih hiš. Večina se jih je odločila, da se ne bodo prilagodile zahtevam novega Zakona o trgu vrednostnih papirjev, saj dolgoročno ne bi mogle dosegati dobička.

Borzne hiše so po izstopu iz članstva račune svojih strank prenesle na druge borzne člane. Nekatere, predvsem manjše borzne hiše, so se združile z drugim borznim članom in tako dosegle racionalizacijo stroškov in omogočile strankam širšo paleto storitev, ki je prej zaradi svoje velikosti niso mogle ponuditi. Druge borzne hiše pa so se s spremembo statuta preusmerile v druge finančne dejavnosti, predvsem naložbeno in davčno svetovanje.

Po letu 2002 se je trend padanja umiril, do večjega padca pa je prišlo leta 2006, ko je po odhodu treh članov borze, število nebančnih borzno-posredniških hiš padlo s 15 na 12. Razlogi za izstop so bili tokrat precej različni. Ena od borznih hiš se je pripojila banki lastnici, ki je postala član borze, drugi je bilo zaradi nedovoljenih ravnanj na trgu odvzeto dovoljenje za trgovanje, tretja pa se je odločila za spremembo dejavnosti zaradi zaostrenih pogojev na trgu.

Od preloma tisočletja se je število nebančnih borznih hiš več kot prepolovilo. Prilagajanje zaostrenim zahtevam, ki jih je postavila direktiva MiFID in na njeni podlagi sprejeti ZTFI, ter večja konkurenca zaradi integracije evropskih kapitalskih trgov bosta verjetno pripeljala do nadaljnje konsolidacije borzno-posredniških hiš.

2.2 Glavni vzroki za združevanje in izstop iz članstva na borzi

Večina BPD se pred sprejetjem ZTVVP-1 ni preživljala z borznim posredovanjem in upravljanjem premoženja, temveč z nakupom poceni delnic kakega podjetja za svoj račun, ki so jih nato dražje prodali (Pinterič, 2002, str. 41). Eden od ciljev predlagatelja ZTVVP-1 je bil s strogimi zahtevami zmanjšati število majhnih BPD, ki so trgovale predvsem za svoj račun (Markovič Čas, 1999). Strokovnjaki so opredelili tri poglobitve razloge za konsolidacijo borznoposredniških hiš po letu 1999. To so visoki fiksni stroški, koncentracija bančništva in uveljavitev ZTVVP-1 (Novak, 2001, str. 9).

BPD imajo opravka s petimi skupinami stalnih stroškov, to so stroški borze, stroški KDD, stroški ATVP, stroški obvezne članarine stanovskega združenja in neborzni poslovni stroški (najemnine poslovnih prostorov in plače zaposlenih). BPD, ki začnejo poslovanje, mora plačati stroške licenc in drugih dovoljenj, ki so enkratni in nepovratni (Kocuvan, 2001 str. 9). Z manjšanjem števila borznih članov so se višali stroški za obstoječe člane, saj so nekateri fiksni stroški zgoraj omenjenih organizacij ostajali enaki. Za doseganje dobička pri visokih fiksnih stroških je treba izkoriščati ekonomijo obsega, ki je manjše borzne hiše niso mogle dosežati.

ZTVVP-1 je BPD postavil ostre organizacijske, kadrovske in tehnične zahteve (Petavs, 2001), saj je določil, da mora imeti borzna hiša vsaj dva borzna posrednika in dva člana uprave, ki imata visoko izobrazbo. Dvočlanska uprava je za borzno hišo pomenila eno dobro plačano delovno mesto več, kar je za manjše BPD z malo zaposlenimi, prineslo povečanje stroškov dela (Petavs, 2000a, str. 12).

Zakon je bil sprejet med stagnacijo na borzi, ki je mnoge borzne hiše prisilila, da so delovale v smeri čim manjših stroškov in se niso organizacijsko in kadrovske razvijale. Ob novih zahtevah, ki jih je prinesel ZTVVP-1, te borzne hiše niso bile zmožne dolgoročno uspešno poslovati. Uvedba obveznega poročanja o likvidnosti, kapitalski ustreznosti in izpostavljenosti je od mnogih borznih hiš zahtevala zaposlitev dodatne delovne sile za pripravo vsakodnevnih poročil ATVP in Banki Slovenije (Petavs, 2000a, str. 12). Bančne BPD so bile pri prilagajanju novemu zakonu v prednosti, saj so večinoma že ustrezale zahtevam zaradi strogih pogojev, ki jih bankam predpisuje Zakon o bančništvu.

Poleg zvišanja osnovnega kapitala, ki so mu lahko zadostile vse borzne hiše, je zakon vpeljal kapitalsko ustreznost borznih hiš. BPD so morale za tveganja, ki so posledica trgovanja za lasten račun, zagotoviti dodaten kapital. BPD, ki so se preživljale predvsem s trgovanjem za lasten račun, so morale zadostiti visokim kapitalskim zahtevam, česar manjše niso bile sposobne.

Leta 2002 je za borzne hiše začela veljati enaka jamstvena shema kot pri bankah (Petrovič, 1999, str. 16). V primeru stečaja borzne hiše so ostale jamčile za terjatve strank borzne hiše v stečaju. Za ta primer so morale v določenem obsegu vložiti sredstva v vrednostne papirje Banke Slovenije.

Vse navedeno je za manjše in slabše organizirane borzne hiše pomenilo večanje stroškov in težje poslovanje. Čeprav so v začetku ATVP za licence zaporosile vse borzne hiše (nekatero so se celo dokapitalizirale, da so ustrezale kapitalskim zahtevam), se je v nekaj letih izkazalo, da je bil za manjše borzne hiše to le poskus izboljšanja pogajalskega položaja pri pogajanjih o povezovanju z drugimi (Petavs, 2000b, str. 12).

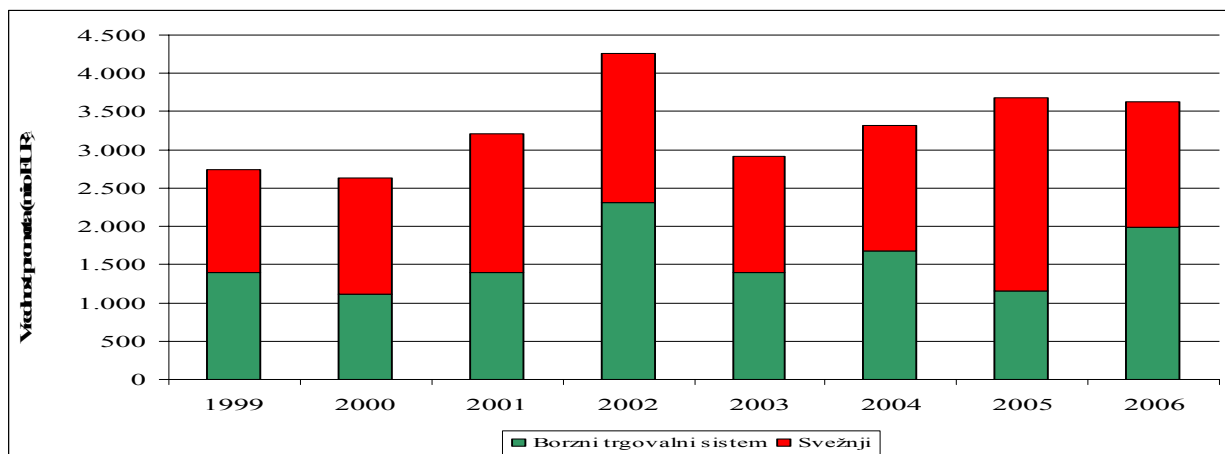
Visoki stroški infrastrukture in izpolnjevanja predpisanih pogojev so spodbudili združevanje borznih hiš (Petavs, 2001). Manjše borzne hiše si niso mogle več privoščiti specializiranega delovanja. Da bi si povečale prihodek, so morale razširiti ponudbo in ponuditi celovite storitve (Novak, 2001). Za zapiranje se večinoma niso odločali, saj je bila ta možnost zaradi odpravnin zaposlenim in drugih stroškov zelo draga. Pri združevanju je prihajalo do težav zaradi velikih razlik med borznimi hišami, ki jih je bilo težko spraviti na skupni imenovalec. Mnoge manjše borzne hiše niso mogle ob združitvi veliko ponuditi. Največjo vrednost so imele za prevzemnika zveste stranke in strokovno znanje, ki ga manjše hiše, osredotočene zgolj na nalaganje lastnega kapitala, niso imele (Petavs, 2000a, str. 12). Večje borzne hiše so preživele zaradi močnega strokovnega zaledja, za združitve pa so se odločale zaradi povečanja prometa in trga ter nižanja fiksnih stroškov s pomočjo ekonomij obsega. Med seboj so se združevale tudi manjše borzne hiše, ki so komaj zadostile kadrovskim pogojem. Z združitvijo so si znižale fiksne stroške, pri tem pa jim ni bilo treba odpuščati kadrov. Borzne hiše, katerih lastnik je bila banka, so svoje poslovanje prenesle na banko, ki je tako zaokrožila svojo ponudbo (Novak, 2001).

3 Analiza vrednosti prometa na Ljubljanski borzi 1999–2006

3.1 Skupni promet

Dejavniki v finančnem sektorju in na finančnem trgu, ki vplivajo na gibanje prometa na borzi, vplivajo tudi na prihodke borznih hiš, saj njihova provizija znaša določen odstotek od prometa. V nadaljevanju bom analizirala glavne vzroke za nihanje prometa na Ljubljanski borzi. Podatki so zaradi boljše predstave preračunani iz slovenskih tolarjev v evre po povprečnem letnem srednjem tečaju Banke Slovenije (Priloga 2).

Slika 2: Promet na organiziranem trgu kapitala od 1999 do 2006



Vir: Letna statistična poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2006; Lastne analize

V letu 1999 je promet na organiziranem trgu znašal 2,742 mio EUR, kar je 47,3-odstotno povečanje glede na prejšnje leto. Do njega je prišlo predvsem zaradi trgovanja z delnicami pidov in poslov s svežnji. Slednji so se povečali za 93,4 % in zaradi velikega števila prevzemov znašali skoraj polovico vsega prometa na borzi. Z zakonom o dematerializiranih vrednostnih papirjih je prišlo do uvrstitve privatizacijskih delnic na trg, uvrščeni pa so bili tudi zadnji pidi. Na rast prometa s pidi je vplivala objava zakona o preoblikovanju pidov in napoved avkcije državnega premoženja za nevnovčene certifikate in s tem postopno zapiranje privatizacijske luknje (Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 1999, 2000).

V letu 2000 je prišlo do 4,1-odstotnega padca prometa. Razmere na kapitalskem trgu so bile kljub dobrim poslovnim rezultatom neugodne. Počasno zapolnjevanje privatizacijske vrzeli in odpiranje trga kapitala ter neizpolnjena pričakovanja o privatizaciji državnih bank in Telekoma so negativno vplivale na tečaje na borzi (Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 2000, 2001). Majhna rast prometa je bila tudi posledica varčevalnih navad gospodinjev, saj so pretežno varčevala v bankah in le malo v vzajemnih skladih ter vrednostnih papirjih (Jesensko poročilo 2000, 2000). Trg kapitala je bil predvsem vzvod za koncentracijo lastništva, ki je potekala prek prevzemov in združitvev. Povečanje prevzemov je vidno tudi v rasti trgovanja s svežnji.

V letu 2001 so se predvsem v bančnem sektorju nadaljevale močne prevzemne dejavnosti in koncentracija. Začelo se je preoblikovanje pidov v holdinge in navadne delniške družbe. Po stagnaciji v letu 2000 je promet porasel za 22 %, kar je bila posledica prevzemov, ki so bili vrednostno nekajkrat večji kot v prejšnjih letih. Zaradi odprave skrbniških računov se je promet nerezidentov več kot podvojil, kar je vodilo v optimizem med domačimi vlagatelji. Indeksi ljubljanske borze so rasli (Letno statistično poročilo v letu 2001, 2002).

Velik porast prometa (za 32 %) leta 2002 je bil posledica živahnega dogajanja okrog prevzema Leka. Obrestne mere so padale, kar je povzročilo rast tečajev obveznic, veliko rast pa so imeli tudi tečaji delnic. Varčevalci so se iz bank preusmerjali v vzajemne sklade, saj je bila zaradi nizkih obrestnih mer v bankah in rastočega kapitalskega trga tam večja možnost zaslužka. Pozitivno je na trg vplivala tudi zapolnitev privatizacijske vrzeli, ki ji je sledila rast pidov (Jesensko poročilo 2002, 2002).

Leta 2003 je promet padel za 31 %, pod vrednost iz leta 2001, čeprav so zaradi dobrih poslovnih rezultatov rasli tečaji delnic in zaradi nadaljnjega zniževanja obrestnih mer naraščali tečaji obveznic. Počasi so se spreminjale tudi varčevalne navade prebivalstva, kar se kaže v manjši rasti varčevanja v bankah in velikih prilivih v vzajemne sklade (Jesensko poročilo 2003, 2003). Neugodne gospodarske razmere v svetu zaradi vojne v Iraku so malo vplivale na slovenski trg (Letno poročilo družbe Perspektiva d.d. za leto 2003, 2004). Padec prometa je bil večinoma posledica zastoja prevzemne dejavnosti, ki je bila najnižja od leta 1999 – promet z delnicami je padel kar za 48,3 %.

Leta 2004 je Slovenija vstopila v EU. Za nekatera podjetja so se zaradi konkurence zaostri pogoji poslovanja (Letno poročilo družbe Perspektiva d.d. za leto 2004, 2005). Tečaji delnic so rasli zaradi dobrih poslovnih rezultatov, medtem ko je promet z obveznicami kljub padanju obrestnih mer upadel. Promet se je povečal za 14 %, zaradi preoblikovanja pidov v delniške družbe pa je bil večji delež delnic.

Promet prek BTS je leta 2005 upadel za 31 %, precejšnje povečanje trgovanja s svežnji pa je povzročilo rast prometa glede na prejšnje leto. Zamenjave v mnogih upravah so povzročile negotovost na kapitalskem trgu, poleg tega pa se je iz organiziranega trga umaknilo kar 24 delnic (Letno poročilo družbe Perspektiva d.d. za leto 2005, 2006). Tečaji delnic in glavni indeksi so padli.

V letu 2006 je kljub veliki rasti tečajev zaradi 35-odstotnega padca prometa s svežnji promet nekoliko upadel. Tečaji delnic so še naprej rasli, nadaljeval se je tudi priliv sredstev v vzajemne sklade, promet prek BTS pa se je dvignil nad raven iz leta 2004. Zaradi dvigovanja obrestnih mer v Evropski centralni banki (ECB) so se obrestne mere v Sloveniji po dolgem času prvič zvišale, kar je povzročilo padec cen obveznic (Letno poročilo družbe Perspektiva d.d. za leto 2006, 2007).

V obravnavanem obdobju so do vključno leta 2002 na trg vrednostnih papirjev vplivali pretežno tranzicijski dejavniki, trg vrednostnih papirjev pa je imel predvsem vlogo konsolidacije podjetij. V obdobju do leta 2003 do 2006 pa se kaže večji vpliv makroekonomskih gibanj in poslovnih rezultatov podjetij.

3.2 Promet bančnih in nebančnih borzoposredniških hiš

V Sloveniji lahko posle z vrednostnimi papirji opravljajo banke in nebančne borzoposredniške hiše. Po spremembi zakonodaje leta 1999 so se banke znašle v prednosti, saj jim zaradi strogih pogojev poslovanja, ki jih predpisuje Zakon o bančništvu, ni bilo treba izvajati večjih prilagoditev, da bi ustrezale zahtevam ZTVVP-1. Število bančnih borzoposredniških hiš se zato po letu 1999 ni bistveno spreminjalo.

Tabela 1: Promet in število bank in nebančnih borzoposredniških hiš, ter delež vsake skupine v prometu

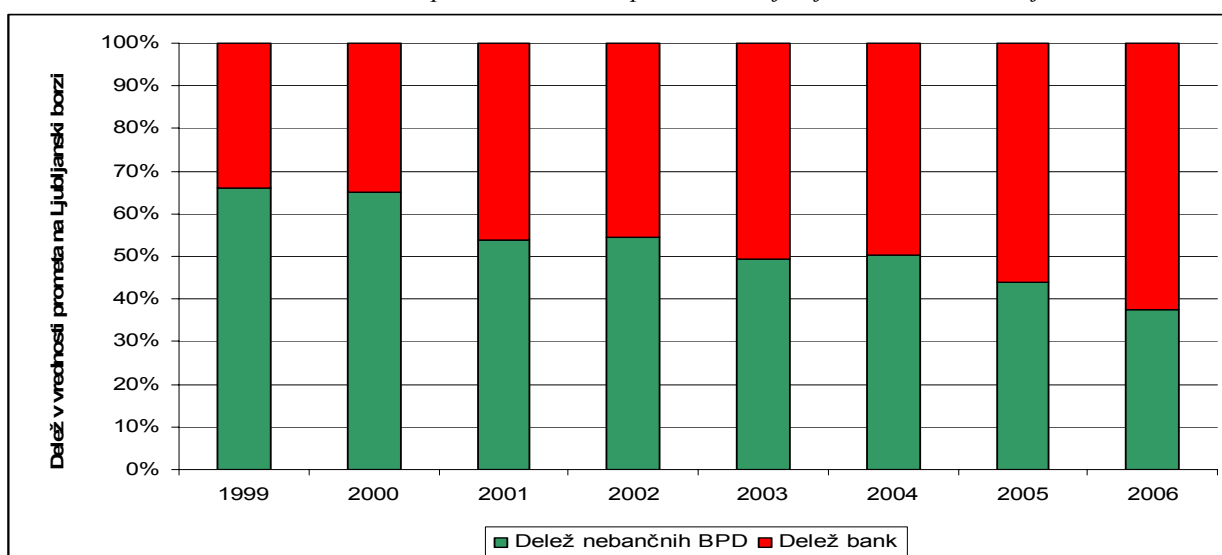
Leto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Promet bank (mio EUR)	931	917	1.479	1.933	1.471	1.652	2.059	2.258
Promet nebančnih BPD (mio EUR)	1.812	1.713	1.731	2.320	1.440	1.669	1.621	1.363
Število bank	10	11	11	11	10	11	11	11
Število nebančnih BPD	29	25	22	20	17	18	16	15
Delež bank v prometu (%)	33,93	34,87	46,07	45,45	50,54	49,76	55,95	62,36
Delež nebančnih BPD v prometu (%)	66,07	65,13	53,93	54,55	49,46	50,24	44,05	37,64

Vir: Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastni izračuni

Banke s storitvami v zvezi z vrednostnimi papirji svojo ponudbo finančnih storitev dopolnjujejo, medtem ko je za nebančne borzne hiše to edina dejavnost. Zaradi boljše strokovne podpore imajo banke večji delež strank, za katere opravljajo storitev upravljanja premoženja, kot nebančne BPD. Predvsem manjše borzne hiše si zaradi omejenih sredstev ne morejo privoščiti dovolj strokovnega kadra za kakovostno upravljanje premoženja, zato se osredotočajo na posredovanje in ostale storitve z vrednostnimi papirji.

Iz Tabele 1 in Slike 3 je razvidno, da je delež nebančnih BPD v prometu na Ljubljanski borzi padel s 66,07 % leta 1999 na 37,64 % leta 2006, kar je več kot 40-odstotni padec. Do prve večje prerazporeditve prometa v prid bankam je prišlo leta 2001, ko je delež nebančnih borznih hiš padel za več kot deset odstotnih točk. Konec leta 2000 je potekel rok za prilagoditev ZTVP-1, ki s svojimi zahtevami zvišuje stroške borznih hiš. Delež v prometu na borzi se je znižal sedemnajstim od dvaindvajsetih nebančnih borznih hiš (Priloga 3). Čeprav je do padcev prišlo tudi pri bankah, so bili ti manjši, dve banki pa sta svoj delež v skupnem prometu povečali za več kot tri odstotne točke.

Slika 3: Delež bank in nebančnih borznoposredniških hiš v prometu na Ljubljanski borzi v obdobju 1999–2006



Vir: Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004, Poročili o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastne analize

Večji padci v deležu prometa so sledili še v letih 2003, 2005 in 2006. V letih 2003 in 2006 je do padca prišlo zaradi večjega znižanja prometa pri eni od večjih nebančnih borznih hiš. Leta 2006 pa je zaradi pripojitve Mariborske borzne hiše (MBH) k Novi Kreditni banki Maribor (NKBM) in vključitve NKBM kot članice v trgovanje na borzi prišlo do delne prerazporeditve.

Velika prerazporeditev deleža v prometu od nebančnih borznoposredniških hiš k bankam je posledica zmanjševanja števila nebančnih borznih hiš in aktivnejšega trgovanja večjih bank, saj je leta 2006 pet bank z največjim prometom opravilo kar 44 % celotnega prometa na borzi (glej Prilogo 3).

3.3 Promet in koncentracija nebančnih borznoposredniških hiš

Ko so nebančne borzne hiše izstopale iz članstva na borzi, so se njihovi tržni deleži razporejali med banke in druge nebančne borzne hiše. Čeprav se je z zmanjševanjem števila borznih hiš, manjšal tudi njihov delež prometa na borzi, ni prišlo do večjih neenakosti med manjšimi in večjimi borznimi hišami. Dvajset odstotkov nebančnih BPD, ki so dosegale največji promet, je v obdobju od leta 1999 do 2006 imelo skupaj med 42- in 52-odstotni delež v skupnem prometu nebančnih BPD. Očitnega trenda povečevanja deleža prometa večjih borznih hiš ni mogoče opaziti.

Nebančne borzne hiše, ki so v opazovanem obdobju ustvarile največ prometa so **Perspektiva, Ilirika, Publikum, Poteza in MBH**. Skupaj je njihov delež v celotnem prometu na borzi po letih nihal med 25 % in 29 %, z izjemo leta 2006, ko je padel na 18 %. To je bila posledica prenehanja delovanja MBH, ki se je priključila NKBM, in zmanjšanja deleža borzne hiše Perspektiva, ki se je iz trgovanja prek borznega trgovalnega sistema preusmerila na trgovanje preko segmenta Trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL), kjer je delovala kot uradni vzdrževalec likvidnosti za nekatere državne vrednostne papirje.

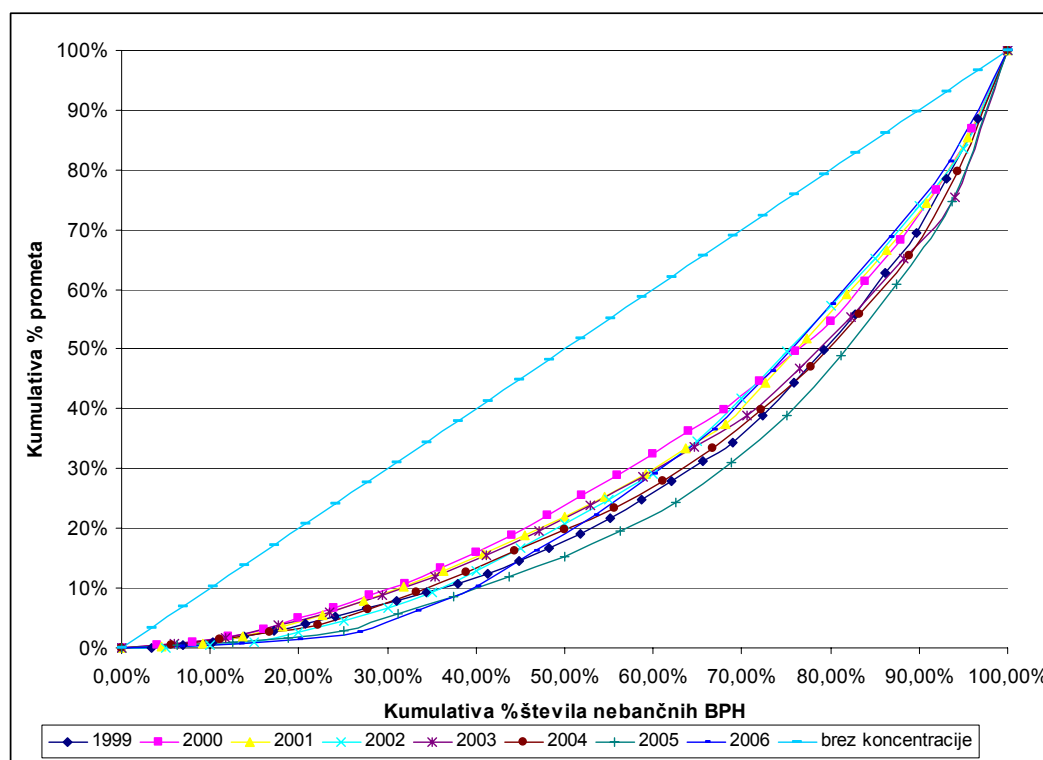
Z borze so odhajale predvsem manjše borzne hiše, ki se niso mogle prilagoditi zaostrenim pogojem na trgu, ki jih je prinesla nova zakonodaja. Kljub temu da so stranke po prenehanju pretežno prehajale k drugim nebančnim borznim hišam, je skupni tržni delež borznih hiš padal, saj so zaradi zahtev zakona manj trgovale za svoj račun, poleg tega pa so za stranke pretežno opravljale posredovanje, kjer gre za manjše vsote kot pri upravljanju premoženja. To storitev so večinoma opravljale banke.

Eden od ciljev zakonodaje je bil zmanjšati število nebančnih borznih hiš, ki jih je bilo leta 1999 glede na velikost slovenskega trga kapitala preveč. Strokovnjaki so opozarjali, da bo zaradi prevelikega krčenja prišlo do pomanjkanja konkurence na trgu in tako slabše ponudbe storitev z vrednostnimi papirji (Novak, 2001, str. 9). To se ni zgodilo, saj se je z umikanjem borznih hiš s trga, njihov tržni delež v veliki meri prenesel na banke, med ostale borzne hiše pa se je razdelil precej enakomerno, kar je omogočilo konkurenco enako močnih nebančnih BPD. Kljub polovičnemu zmanjšanju števila nebančnih borznih hiš je bila koncentracija prometa ves čas podobna.

Za prikaz koncentracije prometa med nebančnimi BPD sem uporabila Lorenzov grafikon in izračunala Ginijev koeficient koncentracije. **Lorenzov grafikon** prikazuje koncentracijo pojava v populaciji, uporaba relativnih frekvenc populacije in relativnih subtotalov opazovane spremenljivke pa izloči vpliv velikosti populacije, zato so Lorenzove krivulje med leti medsebojno primerljive. Bližje kot je Lorenzova krivulja diagonali kvadrata, manjša je koncentracija pojava (Arh & Pfajfar, 2002, str. 245), saj diagonala prikazuje enakomerno porazdelitev totala med enotami populacije. Kot je razvidno iz Slike 4, je v celotnem opazovanem obdobju polovica borznih hiš z manjšim prometom na leto opravila med 15 % in 25 % skupnega prometa nebančnih borznih hiš, kar kaže na srednje močno koncentracijo.

Koncentracija prometa med nebančnimi BPD se v opazovanem obdobju ni bistveno spreminjala. To sem dokazala tudi z izračunom **Ginijevega koeficienta** koncentracije. Koeficient izraža razmerje med ploščino lika, ki ga opisujeta diagonala kvadrata in Lorenzova krivulja, ter ploščino trikotnika pod diagonalo kvadrata. Iz Ginijevega koeficienta koncentracije je razvidno, da je med nebančnimi borzno-posredniškimi hišami v opazovanem obdobju vladala srednje močna koncentracija opravljenega prometa na borzi, saj se koeficient giblje med vrednostima 0,4 in 0,5. Leta 2000 se je koncentracija glede na Ginijev koeficient zmanjšala, verjetno zato, ker so vse BPH imele začetne težave pri prilagajanju novi zakonodaji. V nadaljevanju koeficient počasi raste, kar kaže na povečevanje koncentracije, saj so se večje hiše v nadaljevanju bolje prilagajale tržnim razmeram in zakonskim zahtevam, kljub temu pa ne prihaja do velikih razlik v koncentraciji, kot je razvidno iz grafa v Prilogi 4. Večji padec leta 2006 je posledica umika MBH, ki je imela na trgu precejšen delež.

Slika 4: Lorenzov grafikon koncentracije opravljenega prometa na Ljubljanski borzi med nebančnimi borzno-posredniškimi hišami v obdobju 1999–2006



Vir: Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004; Poročili o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastne analize

4 Analiza izkazov poslovnega izida nebančnih BPD od leta 1999 do leta 2006

Spremembe zakonodaje so vplivale na poslovanje nebančnih BPD, ki je prikazano v njihovih izkazih poslovnega izida. Izkaz poslovnega izida je temeljni računovodski izkaz, v katerem je resnično in pošteno prikazan poslovni izid za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja. Z analizo izkaza poslovnega izida ugotavljamo učinkovitost in uspešnost delovanja

organizacije v obračunskem obdobju (Turk, Kavčič, Kokotec – Novak, Koželj & Odar, 2004, str. 460).

Za analizo sem zbrala izkaze poslovnega izida 25 nebančnih borznoposredniških hiš in jih agregirala v kumulativne podatke za segment nebančnih borznoposredniških hiš. Namen analize je, da pokaže trende razvoja v panogi, ki so bili posledica prilagoditve zakonodajnim zahtevam. Nova zakonodaja je za borzne hiše povečala stroške z uvajanjem strožjih zahtev za obvladovanje tveganj. Neučinkovitim borznim hišam so se zmanjšali tudi prihodki, saj se je z uvedbo dovoljenja za trgovanje za lasten račun in dodatnih kapitalskih zahtev tovrstno trgovanje podražilo. Borzne hiše so opuščale prej donosno trgovanje za lasten račun, s čimer so se jim manjšali prihodki iz poslovanja.

V analizo sem vključila izkaze poslovnega izida za obdobje od leta 1999 do leta 2006, saj za čas pred tem obdobjem zaradi pogostih sprememb v članstvu na borzi in neurejene zakonodaje ni na voljo primerljivih podatkov. Za večjo jasnost so podatki preračunani v evre po povprečnih letnih srednjih tečajih Banke Slovenije (Priloga 2). V agregirane podatke so vključene vse nebančne borzne hiše, ki so bile v določenem letu članice Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, z izjemo petih, za katere ni bilo na voljo podatkov. To so Intara, Centralna BPD, Ebrokers, IT Modra hiša in Dolenjska BPD. Navedene borzne hiše so bile na trgu prisotne le na začetku opazovanega obdobja. V celotnem prometu nebančnih borznih hiš v opazovanem obdobju je skupni promet vseh petih borznih hiš znašal 4 %. Seznam nebančnih BPD, vključenih v analizo, je v Prilogi 5.

V nadaljevanju bom analizirala gibanje pomembnih računovodskih kategorij v opazovanem obdobju.

4.1 Analiza prihodkov iz poslovanja in prihodkov iz financiranja

Poslovni prihodki so prihodki od prodaje proizvodov oziroma trgovskega blaga in materiala ter opravljenih storitev v obračunskem obdobju (Turk et al., 2004, str. 345). Za borzno hišo so poslovni prihodki sestavljeni iz prihodkov od prodaje storitev, za katere je pridobila dovoljenje ATVP in drugih poslovnih prihodkov, ki jih sestavljajo prevrednotevalni prihodki in prihodki od odprave rezervacij.

Skupni poslovni prihodki vseh analiziranih borznih hiš so v obravnavanem obdobju nihali v enaki smeri kot opravljeni letni promet na borzi, kot je razvidno iz Slike 5. To je razumljivo, saj večinski delež poslov borznoposredniških hiš še vedno predstavlja domači trg, poslovni prihodki pa so sestavljeni predvsem iz provizij od trgovanja za stranke.

Finančni prihodki so prihodki od naložbenja. Pojavljajo se v zvezi z dolgoročnimi in kratkoročnimi finančnimi naložbami ter terjatvami (Turk et al., 2004, str. 346). Borzne hiše imajo velike finančne prihodke predvsem na račun lastnih naložb na trgu vrednostnih papirjev, nekatere pa imajo tudi precejšnje prihodke iz danih posojil.

Finančni prihodki nebančnih borznih hiš so v obravnavanem obdobju močno upadli predvsem zaradi zakonodaje, ki je borzne hiše glede obvladovanja tveganj izenačila z bankami. Lastne naložbe v vrednostne papirje povečujejo izpostavljenost borznih hiš, zato je zakon predpisal dodatne kapitalske zahteve. Trgovanje za lasten račun borznim hišam ni več omogočalo donosnega poslovanja, saj so velika vlaganja s seboj prinesla stroške. Kljub očitnemu trendu padanja finančnih prihodkov (Slika 5) je prišlo zaradi vpliva tržnih razmer na vlaganje v določenih letih do porasta. To se je zgodilo leta 2002, ko je na kapitalski trg ugodno vplivala prodaja Leka, in leta 2006, ko je zaradi ugodnih razmer na trgu osrednji indeks SBI imel 38,5-odstotno rast.

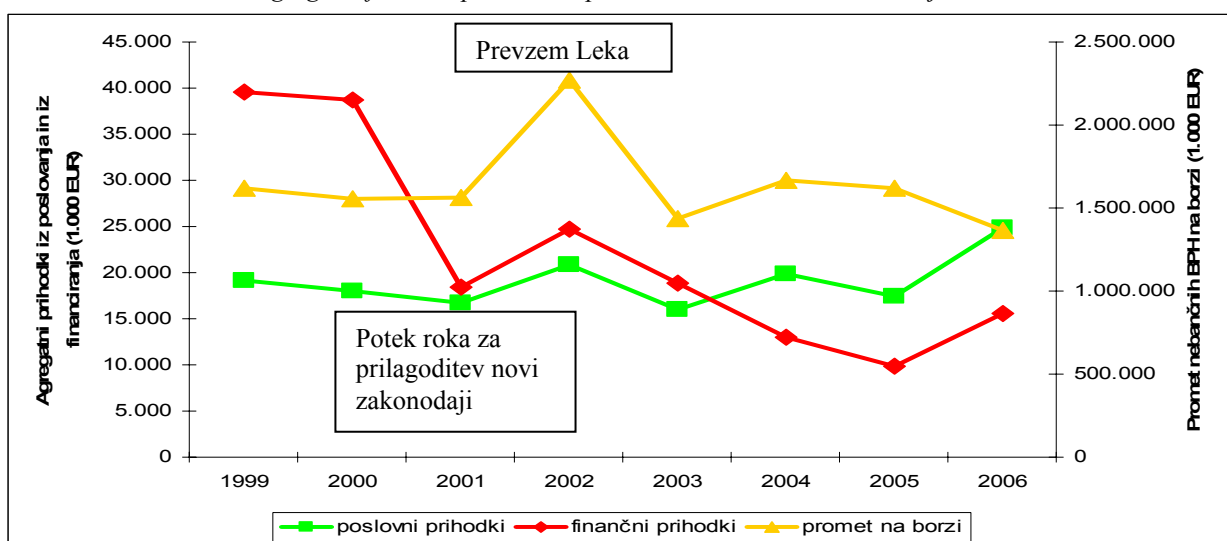
Tabela 2: Glavni finančni kazalniki nebančnih borznoposredniških hiš iz agregiranih podatkov

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Delež poslovnih prihodkov	33 %	32 %	48 %	46 %	46 %	60 %	64 %	62 %
Delež finančnih prihodkov	67 %	68 %	52 %	54 %	54 %	40 %	36 %	38 %
Delež poslovnega izida v prihodkih	-5 %	-18 %	-8 %	-4 %	-24 %	-7 %	-23 %	6 %
Delež finančnega izida v finančnih prihodkih	18 %	28 %	39 %	53 %	68 %	66 %	60 %	56 %

Vir: www.gvin.com, 2008; Lastne analize

Delež finančnih prihodkov se je v celotnih prihodkih agregatno močno zmanjšal. S 67 % leta 1999 je leta 2006 padel na 38 % (Tabela 2). Padec je bil največji leta 2001, ko je glede na prejšnje leto delež finančnih prihodkov padel za 14 odstotnih točk. Dogodek sovpada z rokom za prilagoditev ZTVP-1, ki se je iztekel 31. 12. 2000. Po tem datumu so morale borzne hiše ustrezati strožjim kapitalskim zahtevam. Namen zakonodajalca je bil prisiliti borzne hiše, da se ukvarjajo s svojo osnovno dejavnostjo posredovanja naročil strank in upravljanja njihovega premoženja. Kot je razvidno iz podatkov, je bil zakon uspešen, saj se je trgovanje za lasten račun precej zmanjšalo.

Slika 5: Agregatni finančni prihodki in promet nebančnih BPD v obdobju 1999–2006



Vir: www.gvin.com, 2008; Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004, Poročili o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastne analize (Priloga 3 in Priloga 6)

4.2 Analiza poslovnega izida iz financiranja in poslovnega izida iz poslovanja

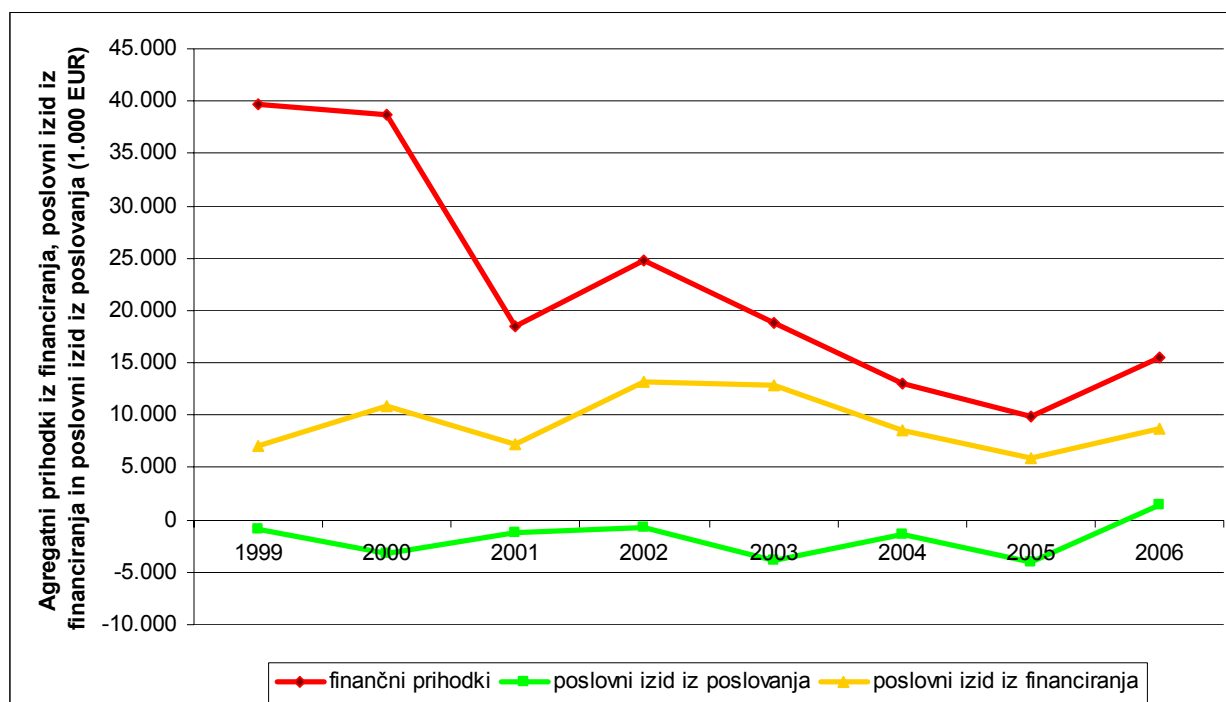
Poslovni izid iz poslovanja je razlika med poslovnimi prihodki in poslovnimi odhodki (Turk et al., 2004, str. 367). Med poslovne odhodke spadajo stroški blaga, materiala iz storitev, stroški dela, odpisi vrednosti in drugi poslovni odhodki. **Poslovni izid iz financiranja** je razlika med prihodki iz financiranja in odhodki iz financiranja.

Skupni poslovni izid iz poslovanja za vse obravnavane borzne hiše je v opazovanem obdobju negativen, z izjemo zadnjega leta. To kaže na nezmožnost slovenskih borznih hiš, da bi se preživljale zgolj s storitvami v zvezi z vrednostnimi papirji, ki jih opravljajo za svoje stranke. V opazovanem obdobju je imela vsako leto vsaj polovica nebančnih BPD negativne poslovne izide iz poslovanja. Borzne hiše so boljše rezultate dosegale leta 2002, ko je na trg ugodno vplival prevzem Leka, leta 2004, ko je Slovenija vstopila v EU, in leta 2006, ko je zaradi ugodnih razmer na trgu imelo pozitivni izid iz poslovanja 7 od 15 nebančnih borznih hiš (Priloga 7).

V proučevanem obdobju večina BPD ni dosegala dobrih poslovnih rezultatov. Najbolj uspešni sta bili borzni hiši Medvešek Pušnik in Perspektiva, ki sta delovali pozitivno skoraj v celotnem obdobju. Od borznih hiš, ki so izstopile iz članstva na borzi, je pozitiven poslovni izid iz poslovanja izkazoval le Cogito. Uspešno prilagajanje zakonodaji in zahtevam na trgu se kaže tudi v rezultatih borzne hiše Poteza, ki je pozitivne izide iz poslovanja dosegala šele zadnja tri leta, vendar je opazen očiten trend rasti poslovnega izida (Priloga 7).

Večina borznih hiš je poslovala pozitivno zaradi visokih pozitivnih **poslovnih rezultatov iz financiranja**, s katerimi so BPD pokrivalo izgube iz poslovanja. V poslovnih rezultatih iz financiranja v opazovanem obdobju ni značilnega trenda. Borzne hiše so se padanju prihodkov iz financiranja prilagodile z učinkovitejšim delovanjem, kar se kaže v nižanju odhodkov iz financiranja. Kot je razvidno iz Slike 6, do leta 2003 prihodki iz financiranja močno padajo, poslovni izid iz financiranja pa rahlo narašča. Delež, ki ga poslovni izid iz financiranja zavzame v prihodkih iz financiranja (Tabela 2) se je z 18 % leta 1999 zvišal na 68 % leta 2003, nato pa zopet začel padati do vrednosti 56 % leta 2006. Učinkovitost finančnega poslovanja je precej večja kot leta 1999, razlog za padec po letu 2003 pa je dejstvo, da so borzne hiše dosegle najvišjo možno stroškovno učinkovitost in se padanju prihodkov iz financiranja niso mogle več prilagajati z optimizacijo odhodkov (Priloga 8).

Slika 6: Agregatni prihodki iz financiranja, poslovni izid iz poslovanja in poslovni izid iz financiranja nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006



Vir: *www.gvin.com*, 2008, *Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004*, *Poročili o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastne analize (Priloga 6)*

Poleg razmer na trgu je na poslovne rezultate nebančnih borznoposredniških hiš bistveno vplivala zaostrena zakonodaja, kar se kaže predvsem v zmanjšanju prihodkov iz financiranja in povečanju učinkovitosti finančnega poslovanja v opazovanem obdobju.

5 Analiza poslovanja borzne hiše Poteza in borzne hiše Medvešek Pušnik

Nekatere borzne hiše so kljub zaostreni zakonodaji delovale uspešno in se sproti prilagajale spremembam na trgu. Z natančno načrtano strategijo, usmerjeno v zadovoljstvo stranke, so uspeli svoje tržne deleže povečati in razširiti svojo ponudbo, s čimer so si zagotovile dolgoročno preživetje in razvoj ter pripomogle k razvoju slovenskega trga kapitala in približevanju Slovenije zahodnim trgom.

Za analizo poslovanja sem izbrala dve večji nebančni borzni hiši, ki sta z različnimi strategijami svoje poslovanje nenehno dopolnjevali in izboljševali ter sta našli v spremenjeni zakonodaji priložnost za razvoj. **Poteza** se je usmerila v upravljanje premoženja in tako v zadnjih petih letih postala vodilna nebančna borznoposredniška hiša v Sloveniji. Borzna hiša **Medvešek Pušnik** pa se je specializirala za trgovanje na tujih trgih, predvsem na trgih Zahodne Evrope, in prva ponudila na trgu sklade s tujimi vrednostnimi papirji.

Na podlagi analize letnih poročil bom pokazala razvoj omenjenih borznih hiš od leta 1999, povzela njuno strategijo in glavne razloge, zakaj sta dosegali uspehe, ko so se mnoge borzne hiše preusmerjale na druga področja poslovanja.

5.1 Poteza

Borznoposredniška družba Poteza je s poslovanjem začela leta 1989 kot družba z omejeno odgovornostjo in bila tako ena izmed prvih borznih hiš v Sloveniji. Leta 1992 je postala članica Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, leta 1995 pa se je preoblikovala v delniško družbo (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2001, 2002).

Poslanstvo Poteze, borznoposredniške družbe, je upravljanje premoženja v najširšem pomenu besede. Svojim strankam omogočajo učinkoviteje diverzificirati, upravljati in povečevati premoženje (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2006, 2007). Že leta 1998 je kot strateški cilj družbe navedeno, da se uveljavi kot uspešna finančna institucija na področju investicijskega bančništva (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 1998, 1999). Ta cilj je družba s postavljanjem in izpolnjevanjem pravih strateških ciljev tudi dosegla.

5.1.1 Skupina Poteza

Za uspešno delovanje na finančnem trgu je treba strankam zagotoviti čim bolj komplementarno storitev. Zato je borzna hiša Poteza oblikovala skupino, ki poleg osnovnih storitev z vrednostnimi papirji svojim strankam ponuja celovito storitev s področja investicijskega bančništva.

Poteza Skupina je holdinško podjetje z deležem v naslednjih organizacijah (Organizacija podjetja Poteza Skupina, d.d., 2008):

- Poteza borzno posredniška družba, d. d.
- Poteza Naložbe, d. o. o.
- Skupina Prva, zavarovalniški holding, d. d.
- Poteza Partners, d. o. o.
- Poteza projektno svetovanje, d. o. o.
- Interenergo, d. o. o.
- Poteza, nepremičninsko svetovanje, d.o.o.

Skupina se je razvila iz Poteze, borznoposredniške družbe. Leta 2000 je zaradi uskladitve z zahtevami novega Zakona o trgu vrednostnih papirjev ustanovila **Potezo Naložbe, d. o. o.**, podjetje za naložbe in financiranje. Novi zakon je predpisal dodatne kapitalske zahteve za lastna vlaganja, ki jih Poteza BPD ni mogla stroškovno učinkovito izpolnjevati, saj je bila v letu 1999 več kot tretjina vrednostnih papirjev v upravljanju pri Potezi BPD v lasti družbe. S prenosom 4,3 milijarde SIT (8,6 milijonov EUR) premoženja na družbo Poteza Naložbe je Poteza BPD izločila iz podjetja večino lastnih naložb in v skladu s sklepom o kapitalski ustreznosti zagotovila zadosten kapital za obvladovanje posebnih in splošnih tveganj spremembe cen vrednostnih papirjev, obrestnega tveganja in tveganja zamude izpolnitve ter tveganja neusklajenosti plačila in izročitve (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2000, 2001).

Družba se ukvarja z naložbami družbe v lastnem imenu in za lasten račun, z investicijami v lastniške in dolžniške vrednostne papirje podjetij ali države ter z upravljanjem nepremičnin. (Organizacija podjetja Poteza Skupina, d.d., 2007). Leta 2006 je podjetje Poteza Naložbe ustanovilo sklad tveganega kapitala, v katerem so združeni domači in tuji investitorji. Naložbena strategija sklada predvideva investiranje v mlada in inovativna podjetja z velikim potencialom rasti, ki pa imajo omejen dostop do finančnih virov (Letno poročilo družbe Poteza Naložbe, d.o.o., za leto 2006, 2007).

Poleg Poteze Naložbe so bile v skupini ustanovljene še štiri družbe za svetovanje pri upravljanju skladov zasebnega kapitala. **Poteza Partners**, d. o. o., ustanovljena leta 2003 ponuja investicijsko svetovanje skladu Poteza Adriatic Fund, ki vlaga predvsem v hitro rastoče trge Jugovzhodne Evrope. Podjetje **Interenergo**, d. d., ustanovljeno leta 2006, svetuje pri upravljanju energetskega sklada, ki vlagajo v izgradnjo energetskih objektov za izrabo pretežno obnovljivih energetskih virov. Leta 2007 je bilo ustanovljeno podjetje **Poteza projektno svetovanje**, d. o. o., ki zaprtim naložbenim skladom ponuja primarni pregled naložbenih potencialov, izdelavo industrijskih poročil in naložbenih predlogov ter strukturiranje naložb. Podjetje svetuje skladu Poteza Innovation and Growth fund. Podjetje **Poteza nepremičninsko svetovanje**, d. o. o., je bilo ustanovljeno leta 2007 za sodelovanje z nepremičninskim skladom Poteza Real Estate Fund (Organizacija podjetja Poteza Skupina, d.d., 2008). Sklad bo namenjen izključno dobro poučenim vlagateljem in bo primarno vlagal v nepremičninske projekte Jugovzhodne Evrope (Poteza ustanavlja nepremičninski sklad, 2007).

Poteza je izkoristila reformo pokojninskega sistema v Sloveniji, ki se je začela januarja 2000, ko je začel veljati Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Ta ureja prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, ki je dopolnitev obveznemu pokojninskemu zavarovanju (Letno poročilo družbe Prva pokojninska družba, d.d., za leto 2006, 2007). Poteza je konec leta 2000 soustanovila Prvo pokojninsko družbo, d. d., katere ponudba je obsegala dodatno pokojninsko zavarovanje in upravljanje kritnih skladov. Avgusta 2007 je Prva pokojninska družba, d. d., prenehala delovati in se preoblikovala v zavarovalniški holding z imenom **Prva Group plc**. Zavarovalne pogodbe dodatnega pokojninskega zavarovanja je Prva prenesla na hčerinsko družbo Prva osebna zavarovalnica, d. d., ki se ukvarja tudi z nezgodnim, zdravstvenim in življenjskim zavarovanjem. Poleg Prve osebne zavarovalnice skupina Prva Group plc. obvladuje še pokojninske zavarovalnice v Makedoniji, Srbiji, Albaniji, Ukrajini, Romuniji, Črni gori in na Kosovu (Prva Group, 2007). Tako je Poteza razširila področje svojega delovanja na finančnem trgu na zavarovalništvo in zaokrožila svojo ponudbo ter se začela mednarodno uveljavljati.

Poteza Skupina se je leta 2004 preoblikovala v holdinško družbo, ki združuje in ponuja podporo vsem povezanim družbam v skupini Poteza. S svojimi podpornimi storitvami opravlja za hčerinske družbe dejavnosti, ki bi sicer od njih zahtevale zaposlitev dodatne delovne sile ali zunanjih pogodbenih partnerjev. Podporne službe, ki jih Poteza Skupina, d. d., združuje so: uprava, finance in kontroling, upravljanje s človeškimi viri (HRM), trženje, pravna služba in računovodstvo (Letno poročilo družbe Poteza Skupina, d.d., za leto 2006, 2007). Opravljanje

storitev za vse podporne službe omogoča pri navedenih funkcijah izkoriščanje ekonomije obsega, poleg tega pa skupne službe omogočajo boljši pregled nad poslovanjem skupine.

5.1.2 Poteza, borznoposredniška družba

Borznoposredniška družba Poteza se je z uspešnim zasledovanjem zastavljene strategije iz manjše borzne hiše razvila v eno izmed največjih borznih hiš v Sloveniji z razvejanim portfeljem, strokovno delovno silo in pestro ponudbo finančnih storitev. Zaradi strategije, usmerjene v upravljanje premoženja, je bila ena od njihovih prioritet, da si zagotovijo usposobljeno delovno silo. Med njihove prednosti spada tudi razvejana mreža poslovalnic, dobra informacijska podpora in ponudba različnih finančnih storitev doma in v tujini.

Po uveljavitvi nove zakonodaje leta 1999 je Poteza, BPD, izločila večino svojih naložb, da se je prilagodila kapitalskim zahtevam. Že pred spremembo zakonodaje je družba sledila politiki krepitve kapitala pri delitvi dobička, zato ni izplačevala dividend, pač pa je ves dobiček zadržala kot rezerve ali nerazporejeni dobiček (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 1998, 1999).

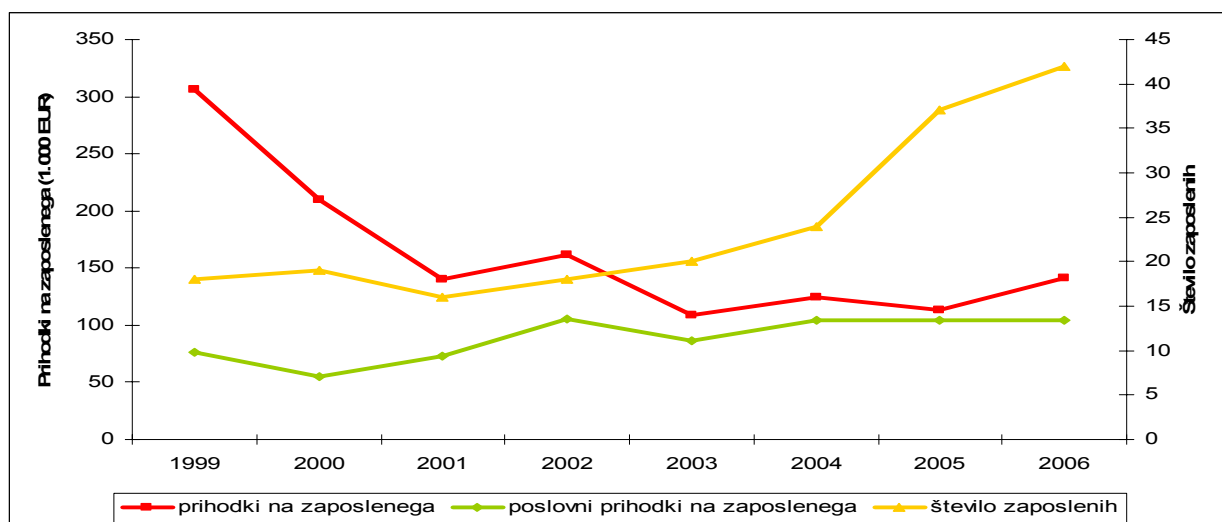
Poteza svoje storitve ponuja v **široki mreži lastnih in pogodbenih poslovalnic**, kar povečuje njihovo dostopnost strankam. V sodelovanju s Pošto Slovenije ponujajo sprejemanje naročil za nakup in prodajo vrednostnih papirjev v več kot 230 poslovalnicah po Sloveniji (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2000, 2001). Prvotno so prek Pošte Slovenije trgovali pretežno s certifikatnimi delnicami, po upadu prodaje delnic od certifikatov pa so uvedli tudi druge produkte (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2003, 2004).

Z razvijanjem družbe in širjenjem poslovanja je Poteza postopoma odpirala lastne poslovalnice po Sloveniji. Leta 2001 so po odhodu Dolenjske borznoposredniške družbe iz članstva na borzi prevzeli njihove stranke in odprli poslovalnico v Novem mestu, kjer so ponudili storitve za dolenjsko regijo (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2001, 2002). Mrežo poslovalnic so razširili leta 2004, ko so prevzeli stranke Autocommerce borznoposredniške hiše (AC BPH), ki je prenehala s članstvom na borzi (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2004, 2005). Leta 2008 ima Poteza poslovalnice z vso ustrežno infrastrukturo v petih krajih po Sloveniji (Ljubljana, Novo mesto, Maribor, Koper, Celje), s čimer geografsko pokrivajo večino slovenskega trga.

Strategijo prilagajanja storitve posameznim strankam in ponudbe kakovostnega upravljanja premoženja Poteza izpolnjuje s posvečanjem velike pozornosti **usposobljenosti zaposlenih**. Leta 1998 so ustanovili oddelek za finance in investicijsko bančništvo ter zaokrožili kadrovsko strukturo z najemom mladih, specializiranih kadrov s področja investicijskega bančništva (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 1998, 1999). Z vstopom na tuje trge so dodatno izobrazili obstoječe kadre za poslovanje v tujini, okrepili pa so tudi pravni oddelek in oddelek poslovnih financ. Leta 2002 so štiri informatike prezaposlili na Potezo Skupino, kjer so sodelovali na projektih. Tako so del podpornih dejavnosti preložili na matično družbo in se

osredotočili na glavno dejavnost upravljanja premoženja za stranke. Vsako leto v okviru Skupine organizirajo izobraževanja zaposlenih na področju strokovnih znanj, organizacije in jezikov za sodelovanje s tujimi trgi (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2004, 2005). Zaradi hitre rasti poslovanja se nenehno širijo, tako je število zaposlenih od leta 2002 do leta 2006 naraslo s 16 na 42, leta 2008 pa ima Poteza BPD 63 zaposlenih, kar pomeni 50-odstotno povečanje delovne sile v dveh letih. Kot je razvidno iz grafa na Sliki 7 so skupni prihodki na zaposlenega do leta 2003 padali, nato pa so se ustalili. Do padca je prišlo predvsem zaradi finančnih prihodkov, saj so kljub povečevanju zaposlenih poslovni prihodki na zaposlenega rasli. To pomeni, da je večanje obsega poslovanja presegalo rast števila zaposlenih. Širitve so potekale predvsem na področju borznega posredništva in analitike, ki je nujna za donosno upravljanje portfeljev. Za zadovoljstvo zaposlenih skrbijo z rednimi meritvami klime v podjetju in ukrepi za izboljšave, saj je zadovoljen kader tudi uspešen kader (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2003, 2004).

Slika 7: Število zaposlenih in prihodki na zaposlenega v Potezi, borznoposredniški družbi, d. d., v obdobju 1999–2006



Vir: Letna poročila družbe Poteza, BPD, d. d., 1999–2006; Lastne analize

Leta 2003 je Poteza, BPD, s prenovno poslovnih procesov in z vzpostavitvijo sistema upravljanja s strankami (CRM) začela projekt **racionalizacije poslovanja**. Tako je omogočila dodatno upravljanje s tveganji ter izboljšanje in optimiziranje odnosov ter komunikacijo s strankami (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2003, 2004). Sistem CRM omogoča spremljanje potreb strank, tako da lahko Poteza prilagaja storitve zahtevam strank in tako ponudi konkurenčno storitev na trgu. Boljši pregled nad poslovanjem s strankami izboljšuje tudi upravljanje s tveganji, saj prek CRM-sistema podjetje lahko transparentno spremlja svoje delovanje.

Po uveljavitvi novega Zakona o deviznem poslovanju je bila Poteza med prvimi borzno-posredniškimi družbami, ki so svojim strankam ponudile možnost **trgovanja s tujimi vrednostnimi papirji**. Leta 2000 je že poslovala na tujih trgih, promet, dosežen na teh trgih pa se je v naslednjih nekaj letih močno povečal. Leta 2001 so trgovali na večini zahodnih

kapitalskih trgov, konec leta pa so investitorjem omogočili dostop do dodatnih naložbenih možnosti, kot so tuji vzajemni skladi in produkti z garantiranim donosom (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2001, 2002). Z letom 2004 so vzpostavili infrastrukturo tudi na trgih Južne Evrope ter omogočili vlaganje v izvedene finančne instrumente na zahodnih trgih. Tako so zaokrožili trgovanje na tujih trgih. Začeli so z agresivnim trženjem borznega posredovanja v tujini, saj so lahko strankam ponudili cenovno konkurenčne in analitsko podprte storitve (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2004, 2005).

Že v prvem letu je delež prometa na borzah Južne Evrope znašal več kot 40 % celotnega prometa v tujini, v naslednjih letih pa se je še povečeval. Enako velja za skupni promet na tujih borzah, ki je do leta 2006 dosegel že 59 % celotnega prometa, ki ga je borzna hiša opravila z vrednostnimi papirji (Priloga 9).

Za stranke borznih hiš je velika prednost hitro izpolnjevanje naročil, kar omogoča učinkovita **informacijska podpora**. Leta 2000 je Poteza razvila informacijsko podporo poslovanja in jo nato konstantno nadgrajevala. Vzpostavili so spletne strani družbe in začeli razvijati sistem elektronskega sprejemanja naročil P4net (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2000, 2001), ki je začel delovati leta 2001 (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2002, 2003). Omogoča neposreden vpogled v dogajanje na Ljubljanski borzi v realnem času. Strankam omogoča neposredno oddajanje naročil in spremljanje stanja lastnega portfelja na domačem trgu ter dostop do analize podjetij in predstavitve vrednostnih papirjev (P4Net, 2007). S to storitvijo je Poteza strankam zagotovila preglednejše in neodvisnejše poslovanje.

Leta 2005 je Poteza v sodelovanju z dansko banko Saxo začela delati na projektu TradePort. To je platforma, ki članom omogoča neposredno trgovanje z osnovnimi in izvedenimi instrumenti na tujih trgih. Stranke lahko trgujejo s široko paleto finančnih instrumentov (delnice, valute, CFD, standardizirane terminske pogodbe) na največjih svetovnih borzah (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2004, 2005). Uporabniki platforme imajo tudi dostop do tehničnih analiz in analiz tujih borznoposredniških hiš ter pregled nad svojim portfeljem vrednostnih papirjev. Sistem je bil vzpostavljen leta 2006 (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2005, 2006).

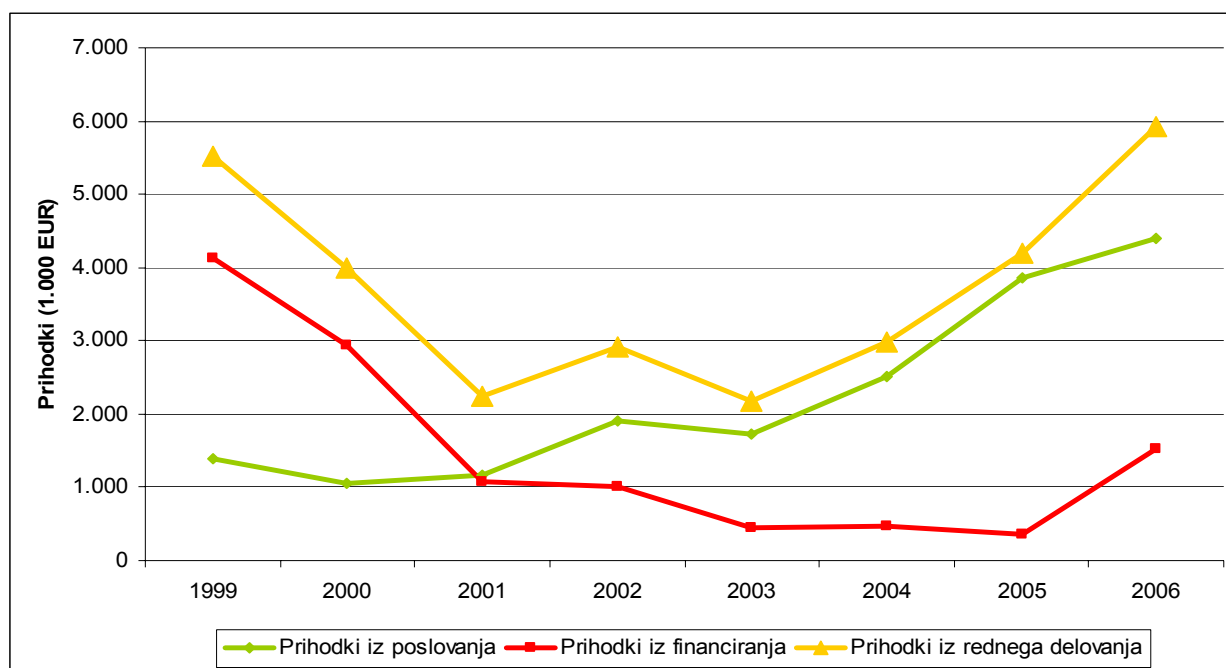
Zaradi večjega trgovanja s tujino je Poteza prenovila interni informacijski sistem, s čimer je olajšala delo v zaledni pisarni za tujino in odpravila ozka grla med back officeom in front officeom (Letno poročilo podjetja Poteza d.d., Ljubljana za leto 2005, 2006).

5.1.3 Analiza poslovanja Poteze, borznoposredniške družbe

Poteza je borznoposredniška hiša, pri kateri je iz rezultatov poslovanja najbolj jasno razviden prehod iz tranzicijske borzne hiše, ki veliko trguje za lasten račun, v mednarodno konkurenčno podjetje, ki se osredotoča na zagotavljanje kakovostnih in celovitih storitev za stranke. Strategija, usmerjena k strankam, je kljub zaostritvam zakonodajnih zahtev omogočila Potezi uspešno poslovanje.

Analiza poslovnih rezultatov v obdobju od 1999 do 2006 kaže prilagoditev Poteze na spremembe zakonodaje. Kot je razvidno iz Slike 8, **prihodki iz rednega delovanja** zaradi zniževanja prihodkov iz financiranja najprej padajo, po letu 2003 pa začnejo zaradi prihodkov iz poslovanja močno naraščati. Povečanje prihodkov leta 2002 je posledica ugodnih razmer na trgu zaradi prevzema Leka.

Slika 8: Prihodki iz poslovanja, prihodki iz financiranja in prihodki iz rednega delovanja Poteze borznoposredniške družbe, d. d., v obdobju 1999–2006



Vir: Letna poročila družbe Poteza BPD, d. d., 1999–2006; Lastne analize (priloga 9)

Prihodki iz poslovanja so po letu 2000 naraščali. V strukturi prihodkov iz poslovanja največji delež zavzemajo prihodki iz posredovanja. Opazen je trend intenzivnega usmerjanja Poteze na upravljanje premoženja strank, saj je ta storitev popolnejša in donosnejša od posredovanja.

Prihodki iz upravljanja premoženja so naraščali skokovito (Priloga 9). Prvi večji skok je bil porast v letu 2002, ko se je njihova vrednost pošesterila in so zavzeli 13,18 % v prihodkih iz poslovanja. Zaradi slabših pogojev na trgu so leta 2003 prihodki iz upravljanja padli. Poteza je leta 2004 okrepila analitsko podporo upravljanju, kar je vplivalo na velik porast prihodkov iz upravljanja, saj so leta 2005 in 2006 skokovito naraščali in leta 2006 dosegli 26,16-odstotni delež v prihodkih iz poslovanja. V obravnavanem obdobju je naraščalo tudi število strank na upravljanju. Od začetnih osmih portfeljev v upravljanju leta 1999 je leta 2006 število strank naraslo na 271. Leta 2004, ko je Poteza ponudila storitev portfeljskega investiranja v vrednostne papirje po vsem svetu, pa je bil porast največji.

Prihodki iz poslovanja so precej odvisni od prometa borzne hiše, saj je provizija navadno obračunana kot odstotek od opravljenega prometa. Celotni **promet** Poteze je v opazovanem obdobju naraščal. Na domačem trgu je naraščal do leta 2005, leta 2006 pa je zaradi večjega

trgovanja na tujih trgih padel. V zadnjih treh letih opazovanega obdobja je iz strukture prometa razvidna močna usmerjenost na tuje trge. Delež prometa v tujini pred letom 2004 ni presegel 2 %, nato pa je s skokovito rastjo do leta 2006 dosegel 59,35 % skupnega prometa (Priloga 9). To je posledica vlaganja v informacijsko in kadrovske podpora trgovanja na tujih trgih in agresivnega trženja finančnih storitev v tujini.

Tržni delež Poteze na Ljubljanski borzi nima očitnega trenda. Največji tržni delež so dosegli leta 2003, ko je znašal 5,09 %. Zaradi odhoda nebančnih borznoposredniških hiš iz članstva na borzi je delež Poteze med nebančnimi BPD v opazovanem obdobju precej zrasel. Od 3,24 % leta 1999 se je povečal na 10,28 % in nato po dveh letih padanja leta 2006 zrasel na 12,70 %, ko je Poteza postala druga največja nebančna borznoposredniška hiša v Sloveniji.

Gibanje **prihodkov iz financiranja** lepo prikazuje prilagoditev novi zakonodaji. Ti prihodki so zaradi zmanjševanja investiranja za lasten račun do leta 2001 močno upadli in se nato počasi nižali do leta 2005. Do večjega porasta je prišlo v letu 2006, ko so bili zaradi dviga tečajev dobički na domačem trgu visoki, borzna hiša pa je tudi precej povečala trgovanje za lasten račun v tujini. Delež prihodkov iz financiranja v prihodkih iz rednega delovanja je od leta 1999 do leta 2005 upadel s 74,93 % na 8,38 % (Priloga 9).

Velik upad prihodkov iz financiranja do leta 2001 je posledica izločitve večjega dela lastnih portfeljev v družbo Poteza Naložbe, d. o. o. Zmanjševanje investiranja za lasten račun je razvidno tudi iz deleža vrednostnih papirjev borzne hiše v skupni vrednosti vrednostnih papirjev na računih, odprtih pri borzni hiši. Z izločitvijo Poteze Naložbe je ta delež od leta 1999 do leta 2000 padel s 35,99 % na 3,20 %. Skupna vrednost vrednostnih papirjev je zaradi širitve poslovanja borzne hiše in povečanega števila strank v opazovanem obdobju nenehno naraščala in se od leta 1999 do leta 2006 več kot podvajseterila. Delež vrednostnih papirjev v lasti borzne hiše Poteza pa je ves čas upadal, in je leta 2006 znašal le še 0,19 % celotnega portfelja (Priloga 9).

Poslovni izid iz rednega delovanja družbe Poteza je bil v celotnem opazovanem obdobju pozitiven, vendar se je njegova sestava bistveno spreminjala. **Poslovni izid iz financiranja** zaradi zmanjševanja lastnih vlaganj oziroma prihodkov iz financiranja kaže trend padanja. Upadanje poslovnega izida iz financiranja je bilo počasnejše kot upadanje prihodkov iz financiranja, kar kaže na povečano učinkovitost vlaganja lastnih sredstev. **Poslovni izid iz poslovanja** je od leta 2000 konstantno naraščal. Precejšnja izguba, ki jo je Poteza na začetku opazovanega obdobja pokrivala s poslovnim izidom iz poslovanja, se je leta 2004 prevesila v dobiček, ki je skokovito rasel do leta 2006 (Priloga 9).

Iz poslovnih rezultatov Poteze je razvidno, da se je z uspešnim poslovanjem prilagodila zakonskim spremembam in oblikovala strategijo, ki ji kljub zmanjšanemu vlaganju za lasten račun zagotavlja uspešno poslovanje s strankami.

5.2 Medvešek Pušnik

Borzna hiša Medvešek Pušnik je bila ustanovljena 18. januarja 1993 pod imenom Mibex Portfolio, d. d. Nastala je s skupnim vlaganjem podjetja Mibex, d. o. o., ki je bilo član Ljubljanske borze od leta 1991, in podjetja Portfolio, d. o. o., ki je od leta 1992 upravljalo portfelje vrednostnih papirjev. V začetku leta 1994 je družba v skladu z novo celotno podobo spremenila ime v Medvešek Pušnik, d. d. Decembra leta 1997 se je delnica družbe Medvešek Pušnik Borznoposredniška hiša (MP BPH), d. d., Ljubljana uvrstila v trgovanje na Ljubljanski borzi. Danes je družba Medvešek Pušnik edina nebančna borznoposredniška družba, katere delnice kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 1999, 2000).

Že od ustanovitve je glavna usmeritev družbe Medvešek Pušnik, da postane vodilna nebančna borznoposredniška hiša za upravljanje premoženja. Glavni dejavnosti družbe sta trgovanje na borzah vrednostnih papirjev, ki so članice Svetovne federacije borz (FIBV), za račun strank in trgovanje za svoj račun s poudarkom na upravljanju premoženja strank (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 1999, 2000).

5.2.1 Družbe v skupini

Skupino Medvešek Pušnik sestavlja šest družb, ki jih je ustanovljala krovna družba Medvešek Pušnik BPH, da bi razširila svojo ponudbo. Družbe v Skupini delujejo na različnih finančnih področjih in tako lahko strankam poleg storitev z vrednostnimi papirji Skupina Medvešek Pušnik ponudi celovito finančno storitev, od zavarovalništva do davčnega svetovanja.

Skupino Medvešek Pušnik sestavljajo naslednje družbe (Skupina Medvešek Pušnik, 2008):

- Medvešek Pušnik Borznoposredniška hiša, d. d. (krovna družba)
- Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d. d.
- Medvešek Pušnik davčno in korporacijsko svetovanje, d. o. o.
- Medvešek Pušnik, zavarovalno zastopniška družba, d. d.
- Medvešek Pušnik Nepremičnine, d. d.
- Medvešek Pušnik Računovodstvo in notranja revizija, d. o. o.

Leta 2002 je bila ustanovljena družba **Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d. d.** (MP DZU). Družba se je od ustanovitve razvila v prepoznavnega ponudnika vzajemnih skladov na slovenskem kapitalskem trgu in s tesnim sodelovanjem s krovno družbo veliko doprinesla k razvoju skupine.

MP DZU se ukvarja izključno z upravljanjem premoženja ter trženjem in prodajo svojih vzajemnih skladov. Prva sklada, MP-Global.si in MP-Plus.si, sta začela delovati avgusta 2003, po pridobitvi soglasja ATVP k prospektu, izvlečku prospekta in pravilom upravljanja. Sklada sta pomenila novost na slovenskem trgu, saj sta bila edina vzajemna sklada brez oznake »posebni« in sta lahko pretežno investirala na trgih zunaj Slovenije (nad 90 % naložb). Politika skladov je

vlaganje v vrednostne papirje podjetij z veliko tržno kapitalizacijo na trgih EU, Švice, Severne Amerike in Japonske. MP-Global.si je vlaganje v tujino približal malemu vlagatelju, saj mu je omogočil vlaganje v razpršen portfelj delnic največjih tujih trgov (Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d.d., za leto 2003, 2004).

Leta 2005 je MP DZU razširila svojo ponudbo s štirimi novimi skladi, ki vlagajo v različne trge in gospodarske panoge. MP-Asia.si je bil prvi vzajemni sklad z regijsko usmerjenostjo v Sloveniji, vlaga pa v delnice energetskega sektorja na azijskih trgih. Proti koncu leta sta bila ustanovljena še panožna sklada MP-Energy.si, ki vlaga v podjetja s področja surovin in energetskega sektorja, in MP-Tech.si, ki je usmerjen v sektor informacijske tehnologije. Družba je ponudila tudi prvi indeksni sklad v Sloveniji, MP-Eurostock.si, ki sledi indeksu 30 delnic evropskih delniških družb, ki ga je oblikovala MP DZU (Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d.d., za leto 2005, 2006). Konec leta 2006 je po treh letih delovanja MP DZU že ponujala 11 vzajemnih skladov. Od petih novih skladov sta dva panožna (MP-Water.si se osredotoča na delnice podjetij, katerih delovanje je povezano z izrabo vodnih virov, MP-Gold.si pa na delnice podjetij, ki se ukvarjajo z žlahtnimi kovinami) in trije regijski (MP-India.si, MP-Turkey.si in MP-Balkan.si, ki vlagajo v delnice trgov, po katerih so poimenovani) (Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d.d., za leto 2006, 2007).

MP DZU je imela konec leta 2006 v upravljanju več kot 23 milijard tolarjev (96 milijonov EUR), kar ji je zagotovilo 5,2-odstotni tržni delež na slovenskem trgu. V letu 2006 sta se sklada MP-Eurostock.si in MP-Balkan.si uvrstila v kotacijo na Ljubljanski borzi, kar je bila na slovenskem kapitalskem trgu novost. Cilj družbe je ponuditi sklade tujim vlagateljem, kar je dosegljivo tudi prek kotacije na borzi, ki je del širše finančne infrastrukture (Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d.d., za leto 2006, 2007).

Družba **Medvešek Pušnik davčno in korporacijsko svetovanje, d. o. o.**, je bila ustanovljena leta 2005 za dopolnitev ponudbe finančnih storitev in nadgraditev storitev na področju finančnega svetovanja s strokovnimi storitvami ter na področju korporacijskega in davčnega svetovanja. Družba izvaja projekte, kot so finančne analize, dokapitalizacija, emisije delnic, vrednotenje podjetij in podobno, kar jim omogoča, da storitve prilagajajo vsaki stranki posebej (Letno poročilo Skupine Medvešek Pušnik za poslovno leto 2005, 2006).

V letu 2007 je Skupina Medvešek Pušnik ustanovila dve novi družbi (**Medvešek Pušnik zavarovalno zastopniška družba (MP ZZD)** in **Medvešek Pušnik nepremičnine**) in tako postavila temelje za nadaljnjo širitev poslovanja. Slednja družba se ukvarja s posredovanjem pri prometu z nepremičninami. MP ZZD pa ponuja skupino naložbenih življenjskih zavarovanj MP-Life.si, ki so sestavljena iz naložb, vezanih na gibanje vrednosti enot premoženja izbranih vzajemnih skladov (Naložbena zavarovanja MP-Life.si, 2008).

Februarja 2008 je bila ustanovljena družba **Medvešek Pušnik Računovodstvo in notranja revizija, d. o. o.**, ki se bo ukvarjala z računovodskimi in notranjerevizijskimi storitvami (MP BPH: Ustanovitev nove hčerinske družbe, 2008).

Skupina Medvešek Pušnik je predvsem v zadnjih nekaj letih z ustanovitvijo novih hčerinskih družb zaokrožila ponudbo svojih storitev in se usmerila v zagotavljanje celovite ponudbe finančnih storitev na enem mestu, kar bo družbi zagotavljalo dolgoročno stabilno rast in razvoj.

5.2.2 Medvešek Pušnik borznoposredniška družba, d. d.

Borznoposredniška hiša Medvešek Pušnik se je tako kot Poteza med prvimi borznimi hišami v Sloveniji usmerila pretežno v poslovanje na tujih trgih. Zaostritve zakonodaje niso imele močnega vpliva na poslovanje družbe, saj je bila že od začetka delovanja usmerjena v upravljanje premoženja za stranke (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 1999, 2000). Razvoj družbe je bil od leta 1999 usmerjen v razširitev mreže poslovalnic po Sloveniji, predstavitev težišča poslovanja na tuje trge in graditev močne strokovne podpore z izobraževanjem zaposlenih.

Sprememba **zakonodaje** je zahtevala od družbe prilagoditve, ki so bile izvedene v zakonsko predpisanem roku. Leta 2000 je bil imenovan drugi član uprave, na skupščini pa je bil sprejet sklep za povečanje osnovnega kapitala z 80 na 160 milijonov SIT (780.000 EUR) (Medvešek Pušnik, 2000). Družba je leta 2001 povečala kapital iz nerazporejenega dobička, s čimer je zadostila zakonskim zahtevam za opravljanje vseh storitev z vrednostnimi papirji (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2001, 2002).

Da bi MP BPH okrepila svojo prisotnost na domačem trgu in povečala prepoznavnost družbe, je na začetku opazovanega obdobja začela s širitvijo **mreže lastnih poslovalnic** po Sloveniji. Poleg pogodbenih poslovalnic, kjer je bilo možno oddajati naročila, so odprli lastni poslovalnici v Novem mestu in Mariboru (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 1999, 2000). V naslednjem letu pa še v Celju in Slovenj Gradcu. S prevzemom nekaterih strank BPH Bona Fide pa je družba postala bolj prepoznavna na tudi na primorskem trgu, kjer so pozneje odprli dve novi poslovalnici (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2000, 2001). Na začetku mreža poslovalnic ni imela dobre informacijske podpore, zato je bila leta 2002 izvedena informatizacija poslovalnic (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2002, 2003). Leta 2003 je imela družba že deset poslovalnic po vsej Sloveniji, s čimer si je zagotovila dobro obvladovanje domačega trga (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2003, 2004). Do večje širitve je prišlo leta 2006, ko je MP BPH prevzela stranke in tri poslovalnice borzne hiše BPH, ko se je ta umaknila iz članstva na borzi (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2006, 2007).

Za uspešno poslovanje sta ključnega pomena inovativnost in razpoložljivost strateških znanj, zato v MP BPH nenehno dopolnjujejo svojo **kadrovsko strukturo** in skrbijo za izobraževanje kadrov. Zaradi velikega deleža upravljanja že od začetka poslovanja vlagajo v kakovostno

analitsko službo, ki pripravlja analize vrednostnih papirjev in gospodarskih kazalcev. Število redno zaposlenih je med letoma 1999 in 2006 zraslo z 8 na 34, poleg tega pa MP BPH zaposluje tudi honorarne sodelavce in študente (Priloga 10). Po vstopu na tuje trge so okrepili oddelek za upravljanje in izobraževali zaposlene za trgovanje s tujino. Družba svoje strokovne kadre angažira pri strokovnem komentiranju dogodkov na domačem in svetovnih trgih (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2003, 2004).

Širitev poslovanja je zahtevala notranjo reorganizacijo, zato so leta 2001 okrepili notranjo revizijo in analitski oddelek, optimizirali poslovanje zaledne pisarne in uvedli rutinsko obdelavo podatkov za tuje trge vrednostnih papirjev (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2001, 2002).

MP BPH je s poslovanjem na **tujih trgih** začela leta 2001 in v dveh letih težišče svojega poslovanja prestavila z domačega trga v tujino. Vzpostavili so oddelek trgovanja z vrednostnimi papirji na evropskih in ameriških borzah ter za podporo trgovanja s tujino in popoln pregled nad tujimi trgi uvedli informacijski sistem Bloomberg (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2002, 2003). Široka ponudba tujih vrednostnih papirjev je omogočila oblikovanje dolgoročno bolj vzdržnih portfeljev in rast poslovanja, saj je trgovanje na domačem trgu omejeno z njegovo majhnostjo in nizko transparentnostjo (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2003, 2004). Leta 2004 so začeli raziskovati trge v razvoju, kamor se je z oblikovanjem regijskih skladov pozneje usmerila prevsem MP DZU. Močna analitska in informacijska podpora omogočata MP BPH precejšnjo neodvisnost od dogajanja na domačem trgu. Leta 2006 so dopolnili svojo ponudbo z vstopom na trge Jugovzhodne Evrope, najprej prek skladov, pozneje pa so strankam omogočili tudi neposredno trgovanje (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2006, 2007).

MP BPH kot upravljalca premoženja veliko pozornosti namenja strankam, zato poleg osnovnih storitev skrbijo za dobro **obveščeno in izobraževano stranko**. Že na začetku opazovanega obdobja so na svoji spletni strani strankam omogočili, da si same oblikujejo portfelj, in jih obveščali o nakupnih in prodajnih priložnostih, če so to želele. Leta 2001 so začeli strankam pošiljati Naložbene informacije, v katerih stranke podrobno obveščajo o svoji dejavnosti in poslovanju (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2000, 2001). Med letoma 2001 in 2002 so izvedli projekt Slovenska varčevalna košarica, katerega namen je bil širši javnosti ponuditi informacije o možnosti investiranja v vrednostne papirje. V košarico so vključili uspešna podjetja, ki so bila po analizah podcenjena. Projekt je približal trgovanje na kapitalskem trgu manjšim investitorjem, ki niso imeli dovolj znanja za oblikovanje portfelja oziroma dovolj sredstev, da bi jih lahko dali v upravljanje (Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d.d., za poslovno leto 2002, 2003). Leta 2005 je MP BPH prva na slovenskem trgu uvedla publikacijo Vroča delnica, v kateri strankam razkriva delnice, s katerimi trguje za lasten račun. To povečuje transparentnost poslovanja družbe, vlagateljem pa med drugim daje možnost izobraževanja, saj publikacija vsebuje analizo podjetja in razloge za nakup oziroma prodajo delnice (Grilanc, 2005). Za boljšo informiranost strank organizira MP BPH investicijske večere, kjer strokovnjaki ponujajo udeležencem pregled dogajanja na kapitalskih trgih in možnost

razprave o svetovnem borznem dogajanju. Na svoji spletni strani MP BPH ponuja video- in avdio vsebine s komentarji aktualnosti v borzništvu. MP BPH z bogatimi informacijskimi vsebinami približa kapitalski trg širšemu obsegu strank in jim omogoča bolj informirano odločanje o vlaganju v vrednostne papirje.

5.2.3 Analiza poslovanja MP BPH v letih 1999–2006

Borzna hiša Medvešek Pušnik je poleg Perspektive edina nebančna borznoposredniška hiša, ki je dosegala pozitiven izid iz poslovanja v večjem delu opazovanega obdobja. Glavni razlog je strategija borzne hiše, ki je bila usmerjena v izvajanje zahtevnejših finančnih storitev za stranke, še preden je zakonodaja onemogočila preživetje borznih hiš, ki so trgovale pretežno za lasten račun. Tako MP BPH ni potrebovala drastičnih sprememb strategije za prilagoditev spremenjenim razmeram, temveč je samo sledila že prej načrtani poti.

V **prihodkih iz rednega delovanja** je razviden naraščajoč trend z vidnim odstopanjem navzgor leta 2002, zaradi ugodnih razmer na slovenskem trgu kapitala, ki so bile posledica prevzemnih dejavnosti. Po letu 2002 so prihodki padli na prejšnjo raven in do leta 2006 naraščali. Na gibanje prihodkov iz rednega delovanja so vplivali prihodki iz poslovanja in prihodki iz financiranja, ki so se gibali v nasprotnih smereh (Slika 9).

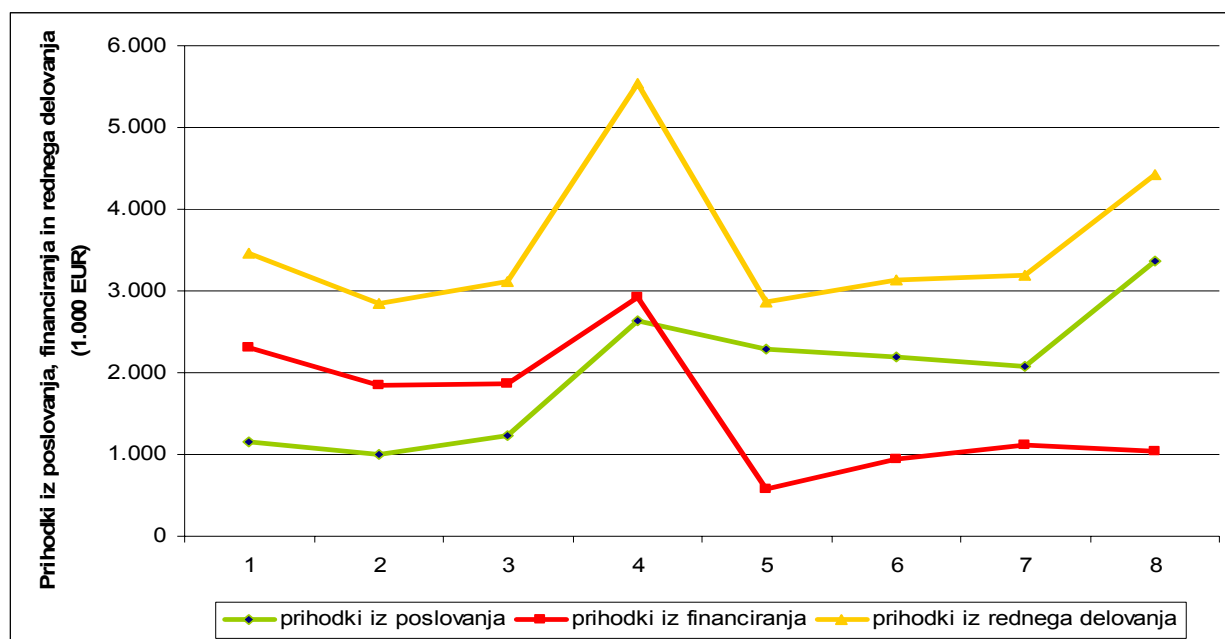
Prihodki iz poslovanja so leta 2002 močno narasli, nato pa rahlo padali do 2005. Do velikega porasta prihodkov iz poslovanja je prišlo leta 2006 zaradi ugodnih razmer na trgu in povečanja števila strank na posredovanju in upravljanju. (Slika 9)

Prihodki iz posredovanja so do leta 2003 močno narasli, nato pa zaradi povečanja prihodkov iz upravljanja premoženja nekoliko padli. Leta 2006 so prihodki iz posredovanja zaradi ugodnih tržnih razmer dosegli največjo vrednost v opazovanem obdobju. Število strank na posredovanju v opazovanem obdobju je postopno padalo, saj je se manjšalo število enkratnih strank, ki so poslovale s privatizacijskimi delnicami. Prihodki iz poslovanja na stranko so zato v celotnem obdobju naraščali (Priloga 10).

Prihodki iz upravljanja premoženja prikazujejo usmerjenost družbe Medvešek Pušnik v to dejavnost, saj so že leta 1999 znašali 19 % vseh poslovnih prihodkov. Prihodki so močno narasli leta 2002, ko so se glede na leto 2001 skoraj potrojili, predvsem zaradi prevzemnih dejavnosti, ki so povzročile splošen optimizem na slovenskem kapitalskem trgu. Po močnem padcu leta 2003 so se do leta 2006 dvignili skoraj na raven iz leta 2002. Delež prihodkov iz upravljanja je dosegel višek leta 2002 pri 48 %, v naslednjih letih pa se je ustalil pri eni tretjini poslovnih prihodkov. S porastom prihodkov iz upravljanja je bilo konsistentno tudi naraščanje števila strank pri upravljanju premoženja. Do največjega porasta je prišlo leta 2002, ko se je število strank povečalo za več kot 100 % (Priloga 10).

Prihodki iz financiranja so naraščali do leta 2002, nato pa so zaradi razmer na trgu in prodaje delnic Kemofarmacije leta 2003 močno padli. Do 2006 so prihodki iz financiranja rahlo rasli, niso pa dosegli ravni iz leta 2001. Manjši poudarek na trgovanju za lasten račun je razviden iz padajočega deleža prihodkov iz financiranja v prihodkih iz rednega delovanja. Ta je padel s 66,71 % na 23,68 %, najnižjo točko pa je zaradi izrednega dogodka (prodaja delnic Kemofarmacije) dosegel leta 2003 (Priloga 10).

Slika 9: Prihodki iz poslovanja, prihodki iz financiranja in prihodki iz rednega delovanja borznoposredniške hiše Medvešek Pušnik v obdobju 1999–2006



Vir: Letna poročila borznoposredniške hiše Medvešek Pušnik 1999–2006; Lastne analize (Priloga 10)

Preusmeritev iz trgovanja za lasten račun je razvidna iz deleža vrednostnih papirjev družbe v skupnih portfeljih. Vrednost portfelja vrednostnih papirjev družbe je do leta 2002 močno padla, nato pa spet narastla na prejšnjo raven. Skupna vrednost portfeljev strank in družbe pa je v opazovanem obdobju močno naraščala. Delež vrednostnih papirjev borzne hiše je zato v prvih štirih letih strmo padel z 9,5 % na manj kot 1 %, nato pa se je ustalil okrog vrednosti pod 1,5 % (Priloga 10).

Poslovni izid iz rednega delovanja je z izjemo leta 2000 in leta 2005 ves čas naraščal. **Poslovni izid iz poslovanja** je razen v letih 2000 in 2005 v celotnem opazovanem obdobju pozitiven, kar kaže na dobro poslovno strategijo družbe. V omenjenih letih je bil zaradi izrazito neugodnih razmer na slovenskem kapitalskem trgu izid iz poslovanja negativen, kar kaže tudi podatek, da je v teh letih večina nebančnih borznoposredniških hiš imela negativne rezultate iz poslovanja (Priloga 7). Na pozitivne poslovne izide iz poslovanja je vplivala strategija usmerjanja na tuje trge, s katero je MP BPH razširila ponudbo storitev svojim strankam. **Poslovni izid iz financiranja** je dosegel najvišjo vrednost leta 2001, zaradi znižanja prihodkov iz financiranja leta 2003 močno padel, nato pa do leta 2006 naraščal. Delež poslovnega izida iz financiranja v prihodkih iz financiranja je od leta 2002 do leta 2006 narastel s 30 % na 70 %, kar kaže na stroškovno učinkovitejše poslovanje za lasten račun (Priloga 10).

Na prihodke družbe je predvsem v začetku opazovanega obdobja vplival njen promet na domačem trgu kapitala, saj se je na tuje trge močnejše usmerila leta 2003. **Promet** MP BPH se je prva tri leta opazovanega obdobja ohranjal na enaki ravni, leta 2002 pa se je zaradi ugodnih razmer na trgu skoraj podvojil. V naslednjih letih je skupna vredost prometa nihala, a se je ohranjala blizu ravni iz leta 2002, do česar je prišlo zaradi močne usmeritve na tuje trge, ki so zapolnili izpad v prometu na domačem trgu. Dve leti po preusmeritvi trgovanja na tuje trge, leta 2003, je MP BPH 62,5 % prometa opravila v tujini. Ta delež je v naslednjih letih padel na 39 %, deloma zaradi postopnega nižanja prometa na tujih trgih deloma pa zaradi povečanja prometa na domačih trgih leta 2006, ko je bil slovenski trg zaradi visokih rasti tečajev zanimiv za investitorje (Priloga 10).

Delež MP BPH v prometu na Ljubljanski borzi postopoma pada, saj je družba usmerjena pretežno na trgovanje v tujini. Odstopanje od padajočega trenda v letu 2002 in 2006 kaže na sposobnost družbe, da zna prilagoditi strategijo razmeram na trgu in povečati trgovanje na domačem trgu, ko na njem vlada bikovski trend.

Iz analize poslovnih rezultatov in strategije MP BPH je razvidno, da je k uspešnemu delovanju družbe pripomogla jasno začrtana razvojna pot, usmerjena k upravljanju premoženja za stranke in ponujanju storitev na tujih trgih. Z učinkovitim delovanjem se je družba brez težav prilagodila zahtevam zaostrene zakonodaje.

5.3 Glavne strategije uspešnih borznoposredniških hiš

Nebančne borzne hiše so se po prehodu Slovenije iz tranzicije morale prilagoditi normalno delujočemu kapitalskemu trgu ali pa se odločiti za izstop iz dejavnosti. Zaostritev zakonodaje je onemogočila nadaljnjo rast prek trgovanja za lasten račun, konec prve faze privatizacije pa je pomenil zmanjšanje števila certifikatnih delničarjev in enostavnih zaslužkov na račun podcenjenih delnic. V teh razmerah so uspešno poslovale le borzne hiše, ki so imele natančno opredeljeno strategijo, usmerjeno v zagotavljanje čimbolj kakovostne storitve za stranko.

Na podlagi dveh analiziranih uspešnih nebančnih borznih hiš naj povzemam glavne smeri razvoja borznih hiš:

Oblikovanje skupine – Na vedno bolj konkurenčnem trgu je ključnega pomena, da lahko borznoposredniška hiša stranki ponudi čimbolj celovito finančno storitev. Z oblikovanjem finančnega holdinga borzna hiša razširi svojo paleto storitev, kar ji omogoči, da pokriva več tržnih segmentov, ponuja svojim strankam celovito storitev in izkorišča ekonomije obsega pri režijskih stroških skupine. Več storitev (borzno posredovanje, skladi, davčno svetovanje, zavarovalništvo) na enem mestu za stranko pomeni dodano vrednost.

Usposobljen kader – Z razvojem finančnih trgov in novih finančnih instrumentov, ki so na voljo neprofesionalnim vlagateljem, borzni posredniki vedno bolj dobivajo vlogo svetovalca in analitika. Za ponujanje učinkovite storitve mora borzna hiša razvijati in izobraževati kadre, ki so sposobni slediti svetovnim tržnim trendom in se prilagajati hitrim spremembam na trgu, da lahko prehitijo konkurenco.

Obveščanje in izobraževanje strank – Ko borzne hiše širijo svojo ponudbo z novimi storitvami in finančnimi instrumenti, je pomembno stranke obvestiti o uvedbi novosti. Zato borzne hiše organizirajo seminarje, na katerih strankam predstavijo nove produkte. Uspešnejše borzne hiše izdajajo publikacije, v katerih obveščajo stranke o svojem delovanju.

Trgovanje v tujini – Z uvedbo direktive MiFID je EU postala popolnoma odprt trg, kar pomeni, da imajo vlagatelji direkten dostop do tujih trgov, kar za slovenske borznoposredniške hiše predstavlja hudo konkurenco. Zaradi omejene velikosti domačega trga večina vlagateljev želi del svojega portfelja vložiti v tujino. Prednost domačih borznih hiš pred tujimi je poznavanje preferenc vlagateljev, ki jim lahko ponudijo najustreznejšo finančno storitev.

Močna informacijska podpora – Bliskovita dogajanja na svetovnih trgih in sočasno trgovanje v več državah zahtevajo hiter dostop do podatkov o vrednostnih papirjih in vlagateljih, zato je pomembno, da ima borzna hiša pregleden in hiter informacijski sistem. Z njim lahko stranki ponudi hitro storitev, poleg tega pa tudi zadosti strogim informacijskim zahtevam, ki jih uvaja direktiva MiFID.

Široka mreža poslovalnic – Glede na to, da slovenske borznoposredniške družbe oskrbujejo predvsem domače stranke, jim številne poslovalnice, ki pokrivajo široko zemljepisno območje, omogočajo pokrivanje večjega dela trga. Nekatere borznoposredniške hiše so geografsko pokritost trga širile s prevzemi BPH, ki so se zaradi zaostrenih tržnih in zakonodajnih razmer umaknile iz članstva na borzi. Pomembnost mreže poslovalnic bo verjetno v prihodnje vse manjša, saj z informacijsko tehnologijo vlagatelji lahko dostopajo do trgov in borznih posrednikov prek spleta.

Tržne niše – Za uspešno delovanje na trgu je pomembna prepoznavnost borzne hiše. Z jasno načrtano strategijo si borzne hiše izberejo tržno nišo, ki jo bodo pokrivala, in glavno smer, v katero se bodo razvijale. Borzna hiša Poteza se je v zadnjih letih močno usmerila na tuje trge, Medvešek Pušnik BPH pa vlaga v razvoj upravljanja premoženja in ponudbo vzajemnih skladov.

Vse omenjene strategije so primeri učinkovitega in aktivnega prilagajanja spremembam v okolju. Najuspešnejše so bile tiste borzne hiše, ki se zakonodajnim spremembam niso le pasivno prilagodile, temveč so že pred sprejetjem zakona svojo dolgoročno strategijo usmerile v konkurenčnost na mednarodnih kapitalskih trgih.

Sklep

Razvoj slovenskega trga kapitala je med tranzicijo v veliki meri oblikovala regulativa tega področja. V začetku je pomanjkanje zakonske ureditve omogočalo netransparentno delovanje trga in tako zaviralo njegov razvoj, saj plitek in nepregleden kapitalski trg ni privlačen za vlagatelje. Po drugi strani pa je šibka zakonska podlaga spodbudila mnoga podjetja, da so postala pooblaščenimi udeleženci trga kapitala in s trgovanjem za lasten račun dosegala visoke donose. Odločno preveč posrednikov na kapitalskem trgu je zaviralno vplivalo na njegov razvoj, zato se je pojavila potreba po razvoju zakonodaje, ki je zaostrovala pogoje za delovanje pooblaščenih udeležencev na trgu kapitala (bank in nebančnih borznoposredniških hiš). Glavni namen zakonodaje je bil uvesti pregleden in pošten trg vrednostnih papirjev, dober nadzor nad njegovimi udeleženci in zagotoviti transparentnost.

Uvajanje regulative trga kapitala je pripeljalo do dveh večjih odhodov nebančnih borzno posredniških hiš iz članstva na borzi.

Prvi sovпада z uvedbo Zakona o trgu vrednostnih papirjev leta 1994, ki je omejil poslovanje pooblaščenih udeležencev zgolj na poslovanje z vrednostnimi papirji in uvedel nadzor nad pooblaščenimi udeleženci, ki so morali za nadaljnje opravljanje poslov dobiti dovoljenje ATVP. Precej nebančnih borznoposredniških družb ni uspelo pridobiti dovoljenja, ker niso mogle zadostiti zakonskim zahtevam, zato so se preusmerile v druge dejavnosti.

Drugi upad nebančnih borznoposredniških hiš sovпада s prenovno finančne zakonodaje leta 1999, ko je bil sprejet ZTVP-1. Novi zakon je zaostрил obvladovanje tveganj za pooblaščene udeležence. Borzne hiše so morale izpolniti zahteve po kapitalski ustreznosti in likvidnosti, obvladovati svojo izpostavljenost do tretjih oseb in se vključiti v shemo jamstva za terjatve vlagateljev. Namen zakona je bil, da doseže večjo varnost za vlagatelje in prisili borznoposredniške družbe, ki so se ukvarjale pretežno s trgovanjem za lasten račun, da se preusmerijo v svojo osnovno dejavnost posredovanja vrednostnih papirjev in upravljanja premoženja. Posledično se je v nekaj letih po uveljavitvi zakona število nebančnih BPD zmanjšalo za tretjino, saj predvsem manjše borzno-posredniške hiše niso mogle zadostiti zahtevam za obvladovanje tveganja in so se bodisi združile med seboj bodisi prenesle stranke na druge borzne hiše in se preusmerile v drugo dejavnost.

Posledica uvajanja nove zakonodaje in umikanja nebančnih borznoposredniških družb iz članstva na borzi je bilo manjšanje tržnega deleža nebančnih BPD v prometu na borzi. Od leta 1999 do 2006 so banke svoj tržni delež glede na nebančne borznoposredniške družbe podvojile. Banke so povečale obseg svojega poslovanja predvsem zaradi bolj usposobljenega kadra, ki si ga manjše nebančne BPD ne morejo privoščiti. Strokovni kader bankam omogoča izvajanje upravljanja premoženja, ki ima večjo dodano vrednost, medtem ko se nebančne BPD pretežno ukvarjajo s posredovanjem. Razporeditev prometa med nebančnimi borznimi hišami je z upadanjem ostajala približno enaka, kar kaže na to, da ni prišlo do koncentracije pri nekaj večjih borznih hišah, temveč so tudi nekatere manjše hiše našle svojo nišo in si zagotovile preživetje.

ZTVP-1 je borzne hiše prisilil v zmanjšanje trgovanja za lasten račun, kar je razvidno iz padanja deleža finančnih prihodkov v celotnih prihodkih. Borzne hiše so se morale preusmeriti na svojo osnovno dejavnost (posredovanje in upravljanje premoženja), česar večina ni bila zmožna. Le redke borzne hiše so po letu 1999 dosegale pozitivne poslovne rezultate iz poslovanja, večina jih je dobiček dosegla zaradi pozitivnega poslovnega rezultata iz financiranja. Pod vplivom strožje zakonodaje so borzne hiše postale bolj racionalne tudi pri lastnem vlaganju, kar je razvidno iz močnega povečanja dobičkovnosti prihodkov iz financiranja.

Na primeru borznih hiš Medvešek Pušnik in Poteza sem pokazala, kako so uspešne in k stranki usmerjene borzne hiše ob uporabi ustreznih strategij lahko kljub strogi zakonodaji dosegle rast. Ključne strategije so oblikovanje skupine in ponujanje celovite finančne storitve, razvoj usposobljenega kadra, ki stranki zagotavlja dodano vrednost, informiranje in izobraževanje strank, omogočanje trgovanja v tujini, močna informacijska podpora poslovanja, ki omogoča visoko odzivnost, široka mreža poslovalnic in zasedanje jasno opredeljene tržne niše.

Razvijanje konkurenčnih prednosti bo pomembno tudi v prihodnje. Z uveljavitvijo Zakona o trgu finančnih instrumentov je slovenska zakonodaja prevzela evropsko direktivo MiFID in tako postavila strožje zahteve glede informiranja strank BPD ter poročanja BPD. MiFID uvaja tudi enotni potni list, ki omogoča borznim hišam delovanje po vsej EU. S poenotenjem evropskih kapitalskih trgov se bo povečala konkurenca, in preživetje bo omogočeno le borzno posredniškim družbam z dobro postavljenimi cilji in strategijami. Strožji standardi poročanja BPD, upravljanja tveganj in obveščanja neprofesionalnim vlagateljev, ki jih uvaja ZTFI, bodo pomenili za borzne hiše vedno večje informacijske obremenitve in zahteve po izobraženem kadru, ki bo sposoben svetovati neprofesionalim vlagateljem. V prihodnosti bo zaradi obvladovanja stroškov verjetno prišlo do nadaljnjega združevanja BPD, stroge zahteve ZTFI pa bodo peljale tudi v reorganizacijo oddelkov borznega posredovanja znotraj bank.

Literatura in viri

1. Arh, F. & Pfajfar, L. (2002). *Statistika 1*. (7. izdaja) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Belič, D. (1994). Nova ureditev trga vrednostnih papirjev. *Gospodarski vestnik*, 9, 74.
3. Bruckmüller, M. & Repolusk, M. (2007). MiFID implementation. *International Financial Law Review*. Najdeno 25. oktobra 2007 na spletnem naslovu <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=24106&SID=692842&TYPE=20>.
4. Čas, M. & Jamnik, S. (1999). Pravni okvir trga vrednostnih papirjev v letih 1998–1999. V D. Veselinovič (ur.), *Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev Ljubljanske borze: 1998/1999*. (str. 9–14), Ljubljana: Gospodarski vestnik.
5. Direktiva o trgih finančnih instrumentov („MiFID“). *InfoSPLET št. 24*. Najdeno 23. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://www.infosvet.si/index.php?option=com_content&task=view&id=1239&Itemid=84.
6. Grilanc, V. (2005). Vroča delnica. *Medvešek Pušnik Naložbene informacije*, 3, 2.
7. Interni podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev.
8. *Izkazi poslovnega izida borznoposredniških družb iz Priloge 5 za obdobje 1999 - 2006*. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem mestu www.gvin.com.
9. *Jesensko poročilo 2000*. (2000). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
10. *Jesensko poročilo 2002*. (2002). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
11. *Jesensko poročilo 2003*. (2003). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
12. Kocuvan P. (15. 2. 2001). Število BPD se krči tudi zaradi stroškov. *Finance*, str. 9.
13. Komar - Jadek, D. (1995). Zakon o trgu vrednostnih papirjev. *Pravna praksa*, 331, 5.
14. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 1999*. (2000). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
15. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2000*. (2001). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
16. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2001*. (2002). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
17. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2002*. (2003). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
18. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2003*. (2004). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
19. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2004*. (2005). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
20. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2005*. (2006). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
21. *Letno poročilo družbe Medvešek Pušnik, d. d., za poslovno leto 2006*. (2007). Ljubljana: Medvešek Pušnik, d. d.
22. *Letno poročilo družbe Perspektiva, d. d., za leto 2003*. (2004). Ljubljana: Perspektiva.
23. *Letno poročilo družbe Perspektiva, d. d., za leto 2004*. (2005). Ljubljana: Perspektiva.
24. *Letno poročilo družbe Perspektiva, d. d., za leto 2005*. (2006). Ljubljana: Perspektiva.
25. *Letno poročilo družbe Perspektiva, d. d., za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Perspektiva.
26. *Letno poročilo družbe Poteza Naložbe, d. o. o., za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Poteza Naložbe.
27. *Letno poročilo družbe Poteza Skupina, d. d., za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Poteza Skupina.
28. *Letno poročilo družbe Prva pokojninska družba, d. d., za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Prva pokojninska družba.
29. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 1999*. (2000). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.

30. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2000.* (2001). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
31. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2001.* (2002). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
32. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2002.* (2003). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
33. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2003.* (2004). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
34. *Letno poročilo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev za leto 2004.* (2005). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
35. *Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d. d., za leto 2003.* (2004). Ljubljana: MP DZU.
36. *Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d. d., za leto 2005.* (2006). Ljubljana: MP DZU.
37. *Letno poročilo Medvešek Pušnik družbe za upravljanje (MP DZU), d. d., za leto 2006.* (2007). Ljubljana: MP DZU.
38. *Letno poročilo o delu za leto 1994.* (1995). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
39. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 1998.* (1999). Ljubljana: Poteza.
40. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 1999.* (2000). Ljubljana: Poteza.
41. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2000.* (2001). Ljubljana: Poteza.
42. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2001.* (2002). Ljubljana: Poteza.
43. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2002.* (2003). Ljubljana: Poteza.
44. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2003.* (2004). Ljubljana: Poteza.
45. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2004.* (2005). Ljubljana: Poteza.
46. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2005.* (2006). Ljubljana: Poteza.
47. *Letno poročilo podjetja Poteza, d. d., Ljubljana za leto 2006.* (2007). Ljubljana: Poteza.
48. *Letno poročilo skupine Medvešek Pušnik za poslovno leto 2005.* (2006). Ljubljana: Skupina Medvešek Pušnik.
49. *Letno statistično poročilo v letu 1999.* (2000). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
50. *Letno statistično poročilo v letu 2000.* (2001). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
51. *Letno statistično poročilo v letu 2001.* (2002). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
52. *Letno statistično poročilo v letu 2002.* (2003). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
53. *Letno statistično poročilo v letu 2003.* (2004). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
54. *Letno statistično poročilo v letu 2004.* (2005). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
55. *Letno statistično poročilo v letu 2005.* (2006). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
56. *Letno statistično poročilo v letu 2006.* (2007). Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
57. Lipnik, K. (3. 10. 2007). Lažje delo s profesionalnimi vlagatelji. *Finance*, 2.
58. Markovič Čas, A. (marec 1999) Predvidene zakonske spremembe na trgu vrednostnih papirjev. *Bančnik*. Najdeno 20. januarja 2007 na spletnem naslovu <http://www.skb.si/info/ban/info-ban-1999/info-ban1999-033.html>
59. Markovič Čas A. (2004). Spremembe in dopolnitve zakona o trgu vrednostnih papirjev. *Bančnik (priloga)*, 2, 1–4.

60. *Medvešek Pušnik Davčno svetovanje*. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem mestu <http://www.medvesekpusnik.si/mp.asp?Path=233>
61. More, M. (1999). Zakon o deviznem poslovanju. *Svetovalec, priloga Gospodarskega vestnika*, 20, 63
62. Morela, J. (21. 3. 2007). Direktiva MiFID prinaša finančno revolucijo. *Finance*, 18.
63. MP BPH: Ustanovitev nove hčerinske družbe. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem mestu <http://www.medvesekpusnik.si/mp.asp?Path=37,68,70&PrId=198>
64. Mramor D. (2000) Vloga in pomen trga kapitala. V D. Mramor (ur.), *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. (str. 385-387). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
65. *Naložbena zavarovanja MP-LIFE.SI*. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem mestu <http://www.medvesekpusnik.si/mpzdd.asp?Path=326>
66. Novak M. (15. 2. 2001). Borznih hiš bo manj za okoli tretjino. *Finance*, 9.
67. *Organizacija podjetja Poteza Skupina, d. d.* Najdeno 11. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/si/company.cp2?cid=D26E79F4-85F7-49F2-035D-AF37256A2BD9&linkid=30>
68. *Organizacija podjetja Poteza Skupina, d. d.* Najdeno 24. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/si/company.cp2?cid=D26E79F4-85F7-49F2-035D-AF37256A2BD9&linkid=30>
69. *P4Net*. Najdeno 11. novembra 2007 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/si/personal.cp2?cid=CC993569-8249-895B-415D-AA8FA52FF2F6&linkid=14&uid=85ED9DC3-0664-65F9-8AB0-AAD25CF3E201>
70. Petavs, S. (2000a). Borza brez vrtičkarjev. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 6, str.12.
71. Petavs, S. (2000b). BPH si z licencami kupujejo čas. *Gospodarski vestnik*, 33, str.12.
72. Petavs, S. (21. 6. 2001). Kapitalski trg: Črni oblaki nad borznimi hišami. *Gospodarski vestnik*. Najdeno 21. avgusta 2007 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/show?id=34083&pool=gv>
73. Petavs, S. (28. 11. 2006). Kaj prinaša nov borzni zakon. *Finance*. 18.
74. Petrovič V. (1999) Novi zakon prihaja prepozno. *Gospodarski vestnik*, 24, 16.
75. Pinterič J. (2002). Borzno posredništvo družb: Preprih na borznem parketu. *Gospodarski vestnik*, 30, 41.
76. *Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
77. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev 2005*. (2006). Ljubljana: Državni zbor Republike Slovenije.
78. *Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev 2006*. (2007). Ljubljana: Državni zbor Republike Slovenije.
79. Poteza ustanavlja nepremičninski sklad (5. 11. 2007). *Finance*, Najdeno 11. novembra 2007 na spletnem mestu <http://www.finance.si/195505>
80. Premk, P. (1994). *Zakon o trgu vrednostnih papirjev z obrazložitvijo*. Ljubljana: Slovenska založba.
81. *Prva Group*. Najdeno 11. novembra 2007 na spletnem naslovu http://www.prva.net/o_ppd.asp?FolderId=201
82. Sklep o izračunu izpostavljenosti borznoposredniške družbe. (2000). *Uradni list RS*. (Št. 6/2000, 27. januar 2000).
83. Sklep o kapitalski ustreznosti borznoposredniške družbe. (2000). *Uradni list RS*. (Št. 6/2000, 27. januar 2000).
84. Sklep o načinu in pogojih pod katerimi nerezident kupuje vrednostne papirje v Republiki Sloveniji. (1999). *Uradni list RS*. (Št. 50/1999, 28. junij 1999).
85. Sklep o načinu izračuna količnikov likvidnosti sredstev in najmanjšem obsegu likvidnosti, ki ga mora zagotavljati borznoposredniška družba. (2000). *Uradni list RS*. (Št. 6/2000, 27. januar 2000).

86. Sklep o sistemu jamstva za terjatve vlagateljev pri borzno posredniških družbah. (2001. *Uradni list RS* (Št. 56/2001, 6. julij 2001)
87. *Skupina Medvešek Pušnik*. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem mestu <http://www.medvesekpusnik.si/mp.asp?Path=37>
88. Smrekar T. (30. 4. 2007). Se boste Nevena Boraka kaj bolj bali? *Finance*, 4.
89. Smrekar, T. Weiss, M. (3. 10. 2007). Borzni posredniki bodo učili »amaterje«. *Finance*, 2.
90. Tolarski dnevni devizni tečaji BS – Banka Slovenije: Prenos dnevnih tolarskih deviznih tečajev Banke Slovenije za posamezno leto: 1994, 1999–2006. Najdeno 24. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?MapaId=141>
91. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec - Novak, M., Koželj, S. & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo: splošni del*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
92. Valant, S. (1995). Razvoj denarnih in kapitalskih trgov v svetu v zadnjih dveh desetletjih. V D. Veselinovič (ur.), *Borzni priročnik* (str. 24–34), (2. izdaja), Ljubljana: Gospodarski vestnik.
93. Veselinovič, D. (1995). Razvoj denarnih in kapitalskih trgov v svetu v zadnjih dveh desetletjih. V D. Veselinovič (ur.), *Borzni priročnik* (str. 9–22) , (2. izdaja), Ljubljana: Gospodarski vestnik.
94. Zakon o deviznem poslovanju (1999). *Uradni list RS*. (Št. 23/1999, 8. april 1999).
95. Zakon o trgu denarja in trgu kapitala. (1989). *Uradni list SFRJ*. (Št. 64/1989, 20. november 1989).
96. Zakon o trgu finančnih instrumentov – ZTFI. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Najdeno 23. oktobra 2007 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=686&sid=eXr0XKJI6890M06j>
97. Zakon o trgu finančnih instrumentov (2007). *Uradni list RS*. (Št. 67/2007, 27. julij 2007).
98. Zakon o trgu vrednostnih papirjev. (1994). *Uradni list RS*. (Št. 6/1994, 11. februar 1994).
99. Zakon o vrednostnih papirjih. (1989). *Uradni list SFRJ*. (Št. 64/1989, 20. november 1989).

Priloge

Priloga 1: Pregled zakonodaje trga vrednostnih papirjev in razmer na trgu

Obdobje	Zakon	Razmere
1989 - 1994	Zakon o vrednostnih papirjih (1989) Zakon o trgu denarja in kapitala (1989)	<ul style="list-style-type: none"> – Omogočena ustanovitev Ljubljanske borze vrednostnih papirjev – Ni predpisov in nadzora za nebančne BPD – množično ustanavljanje – Netransparenten trg vrednostnih papirjev
1994-1999	Zakon o trgu vrednostnih papirjev (1994)	<ul style="list-style-type: none"> – Zakon uredi delovanje borze, uvede ATVP in KDD – Določeni pogoji poslovanja BPD – potrebno je dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji – Uveden nadzor nad trgom VP – Namen zakona je zagotoviti transparenten, likviden in stabilen trg VP
1999-2007	ZTVP-1, ZNVP, ZDP, Zban, ZPSPID, ZDDV (1999)	<ul style="list-style-type: none"> – Prenova finančne zakonodaje – uskladitev s smernicami EU – ZTVP-1 uvede zahteve po kapitalski ustreznosti, likvidnosti in spremljanju izpostavljenosti do povezanih oseb za nebančne BPD – Vzpostavitev sistema jamstva za terjatve vlagateljev za nebančne BPD – Omogočeno opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji preko državnih meja – Postopno odpravljene omejitve za naložbe rezidentov v tujino in nerezidentov v Slovenijo
2007 -	ZTFI (2007)	<ul style="list-style-type: none"> – Uskladitev s smernicami EU – najpomembnejša je MiFID – Višja stopnja harmonizacije investicijskih storitev in transakcij s finančnimi instrumenti v EU – Enotni potni list za investicijska podjetja – Visoka varnost vlagateljev – BPD morajo od neprofesionalnih vlagateljev pridobiti natančne podatke o izkušnjah in ciljih – Uvedba večstranskih sistemov trgovanja (MTF) – Zaostren nadzor in zahteve po poročanju BPD – Institut male borzno posredniške družbe

Priloga 2: Povprečni letni srednji tečaj Banke Slovenije EUR/SIT od leta 1999 do 2006

leto	tečaj EUR/SIT
1999	193,714
2000	205,069
2001	217,219
2002	226,235
2003	233,718
2004	238,885
2005	239,636
2006	239,601

Vir: Tolarski in devizni tečaji BS- Banka Slovenije: Prenos dnevnih tolarških deviznih tečajev Banke Slovenije za posamezno leto, 1999–2006;

Lastni izračuni

Priloga 3: Promet borznih članov na Ljubljanski borzi v letih 1999–2006 in delež v celotnem prometu

Nebančne BPD

1.000 EUR	Promet							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AC borznoposredniška hiša	60.011	87.273	60.432	92.665	78.685	48.886	0	0
Argonos BPH, d. o. o.	23.932	47.789	40.710	87.992	71.325	107.943	71.408	100.300
Bema, d.d.	816	0	0	0	0	0	0	0
Bona fide BPH, d. d.	26.678	30.697	3.029	0	0	0	0	0
BPH, d.o.o.	38.939	42.639	53.002	50.041	9.529	9.461	5.913	4.169
Brod na Muri BPH, d. o. o.	7.191	48.150	21.794	2.431	0	0	0	0
celjska	42.589	29.429	26.871	58.245	40.647	116.621	55.159	49.090
CBH, d. o. o.	26.839	8.085	0	0	0	0	0	0
Certius BPH, d. o. o.	58.117	55.586	40.862	85.278	45.020	61.842	51.178	80.204
Cogito bis BH, d. o. o.	20.871	34.978	128.161	222.918	32.146	18.461	0	0
Dolenjska BPD, d. o. o.	80.361	59.916	52.141	0	0	0	0	0
e-brokers, d. d.	29.074	56.854	47.091	42.407	0	0	0	0
BPD Fida, d. o. o.	100.752	81.080	0	0	0	0	0	0
GBD, d. d.	164.211	83.162	70.624	104.254	59.927	92.245	77.226	150.934
Iilrika, d. d.	123.145	140.343	136.903	177.713	141.637	235.997	221.136	253.964
Intara, d. d.	19.839	0	0	0	0	0	0	0
KD BPD, d. o. o.	0	0	0	0	0	41.920	159.864	135.972
MBH, d. o. o.	123.047	113.464	127.438	180.600	125.887	74.563	104.876	0
MP BPH, d. d.	98.361	64.695	73.911	126.116	57.856	61.415	45.853	81.268
IT Modra hiša, d. o. o.	38.097	34.744	66.748	8.447	0	0	0	0
Moja delnica BPH, d. d.	7.403	8.480	33.132	38.376	30.272	22.249	10.474	16.457
Nika BPD, d. d.	23.519	0	0	0	0	0	0	0
Perspektiva BPD, d. d.	206.991	175.853	190.443	380.321	352.575	338.938	411.579	152.800
PFCl, d. o. o.	46.321	64.461	50.783	93.283	51.331	54.579	48.949	55.350
PM&A BPD, d. d.	109.321	120.262	117.025	179.813	110.317	58.007	18.603	4.119
Poteza, d. d.	58.731	59.926	129.293	167.679	148.067	162.581	130.882	173.121
Proxy BPD, d. o. o.	17.572	0	0	0	0	0	0	0
Publikum, d. d.	181.448	226.631	251.340	207.258	69.528	147.557	196.352	94.411
TMB BPH, d. o. o.	56.139	16.126	0	0	0	0	0	0
Veritas BH, d. o. o.	21.986	22.095	9.424	14.021	15.373	15.250	11.288	10.868
Skupaj	1.812.299	1.712.721	1.731.158	2.319.859	1.440.121	1.668.513	1.620.740	1.363.027

Delež							
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
2,19 %	3,32 %	1,88 %	2,18 %	2,70 %	1,47 %		
0,87 %	1,82 %	1,27 %	2,07 %	2,45 %	3,25 %	1,94 %	2,77 %
0,03 %							
0,97 %	1,17 %	0,09 %					
1,42 %	1,62 %	1,65 %	1,18 %	0,33 %	0,28 %	0,16 %	0,12 %
0,26 %	1,83 %	0,68 %	0,06 %				
1,55 %	1,12 %	0,84 %	1,37 %	1,40 %	3,51 %	1,50 %	1,36 %
0,98 %	0,31 %						
2,12 %	2,11 %	1,27 %	2,01 %	1,55 %	1,86 %	1,39 %	2,22 %
0,76 %	1,33 %	3,99 %	5,24 %	1,10 %	0,56 %		
2,93 %	2,28 %	1,62 %					
1,06 %	2,16 %	1,47 %	1,00 %				
3,67 %	3,08 %						
5,99 %	3,16 %	2,20 %	2,45 %	2,06 %	2,78 %	2,10 %	4,17 %
4,49 %	5,34 %	4,26 %	4,18 %	4,86 %	7,11 %	6,01 %	7,01 %
0,72 %							
					1,26 %	4,34 %	3,76 %
4,49 %	4,32 %	3,97 %	4,25 %	4,32 %	2,25 %	2,85 %	
3,59 %	2,46 %	2,30 %	2,97 %	1,99 %	1,85 %	1,25 %	2,24 %
1,39 %	1,32 %	2,08 %	0,20 %				
0,27 %	0,32 %	1,03 %	0,90 %	1,04 %	0,67 %	0,28 %	0,45 %
0,86 %							
7,55 %	6,69 %	5,93 %	8,94 %	12,11 %	10,21 %	11,19 %	4,22 %
1,69 %	2,45 %	1,58 %	2,19 %	1,76 %	1,64 %	1,33 %	1,53 %
3,99 %	4,57 %	3,65 %	4,23 %	3,79 %	1,75 %	0,51 %	0,11 %
2,14 %	2,28 %	4,03 %	3,94 %	5,09 %	4,90 %	3,56 %	4,78 %
0,64 %							
6,62 %	8,62 %	7,83 %	4,87 %	2,39 %	4,44 %	5,34 %	2,61 %
2,05 %	0,61 %						
0,80 %	0,84 %	0,29 %	0,33 %	0,53 %	0,46 %	0,31 %	0,30 %
66,07 %	65,13 %	53,93 %	54,55 %	49,46 %	50,24 %	44,05 %	37,64 %

Nadaljevanje na naslednji strani.

Nadaljevanje s prejšnje strani.

Banke

1.000 EUR	Promet							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Abanka Vipava, d. d.	137.507	104.667	277.733	414.162	405.844	274.019	204.214	275.817
Bank Austria Creditanstalt, d. d.	22.435	25.113	68.976	201.087	99.727	178.973	227.683	148.246
Banka Koper, d. d.	22.420	8.207	63.705	66.311	46.595	40.166	219.283	58.067
Banka Vipava, d. d.	63.459	95.938	102.578	119.972	0	0	0	0
Deželna banka Slovenije, d. d.	142.132	135.998	159.875	98.817	75.116	67.158	80.756	80.075
Factor banka, d. d.	86.354	93.700	173.847	169.867	119.948	108.395	115.263	140.513
Gorenjska banka, d. d.	5.931	36.602	5.340	19.020	2.405	19.051	13.253	12.387
NLB, d. d.	245.155	187.737	218.954	413.636	338.263	532.471	480.371	406.417
Probanka, d. d.	94.996	112.226	247.892	211.660	164.095	140.859	222.262	384.026
SKB banka, d. d.	110.209	82.865	75.136	126.015	143.104	136.237	81.866	97.658
Raiffeisen Krekova banka, d. d.	0	33.745	84.868	92.139	76.271	62.524	113.297	121.251
Hypo Alpe-Adria bank, d. d.	0	0	0	0	0	92.463	300.302	300.003
Nova KBM, d. d.	0	0	0	0	0	0	0	233.438
skupaj	930.598	916.799	1.478.906	1.932.687	1.471.368	1.652.317	2.058.551	2.257.897

Delež

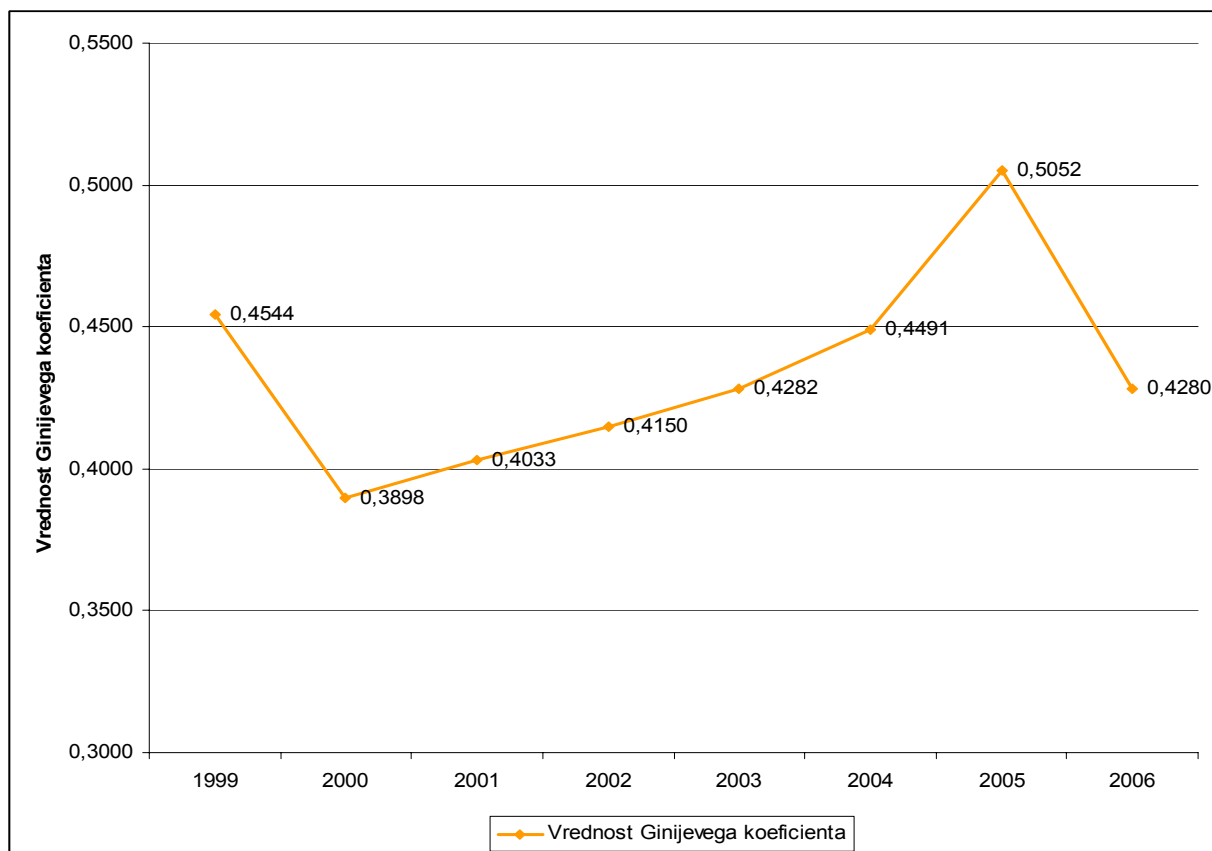
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
5,01 %	3,98 %	8,65 %	9,74 %	13,94 %	8,25 %	5,55 %	7,62 %
0,82 %	0,96 %	2,15 %	4,73 %	3,43 %	5,39 %	6,19 %	4,09 %
0,82 %	0,31 %	1,98 %	1,56 %	1,60 %	1,21 %	5,96 %	1,60 %
2,31 %	3,65 %	3,20 %	2,82 %				
5,18 %	5,17 %	4,98 %	2,32 %	2,58 %	2,02 %	2,19 %	2,21 %
3,15 %	3,56 %	5,42 %	3,99 %	4,12 %	3,26 %	3,13 %	3,88 %
0,22 %	1,39 %	0,17 %	0,45 %	0,08 %	0,57 %	0,36 %	0,34 %
8,94 %	7,14 %	6,82 %	9,73 %	11,62 %	16,03 %	13,06 %	11,22 %
3,46 %	4,27 %	7,72 %	4,98 %	5,64 %	4,24 %	6,04 %	10,61 %
4,02 %	3,15 %	2,34 %	2,96 %	4,92 %	4,10 %	2,23 %	2,70 %
	1,28 %	2,64 %	2,17 %	2,62 %	1,88 %	3,08 %	3,35 %
					2,78 %	8,16 %	8,29 %
							6,45 %
33,93 %	34,87 %	46,07 %	45,45 %	50,54 %	49,76 %	55,95 %	55,91 %

Nebančne BPD	1.812.299	1.712.721	1.731.158	2.319.859	1.440.121	1.668.513	1.620.740	1.363.027
Banke	930.598	916.799	1.478.906	1.932.687	1.471.368	1.652.317	2.058.551	2.257.897
Skupaj	2.742.897	2.629.520	3.210.064	4.252.546	2.911.490	3.320.830	3.679.291	3.620.924

66,07 %	65,13 %	53,93 %	54,55 %	49,46 %	50,24 %	44,05 %	37,64 %
33,93 %	34,87 %	46,07 %	45,45 %	50,54 %	49,76 %	55,95 %	62,36 %
100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Vir: Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Banka Slovenije: Prenos dnevnihtolarških deviznih tečajev Banke Slovenije za posamezno leto, 1999–2006; Lastne analize

Priloga 4: Graf Ginijevega koeficienta koncentracije opravljenega prometa na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev med nebančnimi borznoposredniškimi hišami



Vir: Letna poročila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 1999–2004, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, ATVP 2005–2006; Lastne analize

Priloga 5: Nebančne borznoposredniške hiše, vključene v analizo poslovnih izidov

AC BPH, d.d.
Argonos BPH, d. o. o.
Bema, d. d.
Bona fide BPH, d. d.
BPH, d. o. o.
Brod na Muri BPH, d. o. o.
CBH, d. o. o.
Certius BPH, d. o. o.
Cogito bis BH, d. o. o.
BPD Fida, d. o. o.
GBD, d. d.
Ilirika, d. d.
KD BPD, d. o. o.
MBH, d. o. o.
MP BPH, d. d.
Moja delnica BPH, d. d.
Nika BPD, d. d.
Perspektiva BPD, d. d.
PFCI, d. o. o.
PM&A BPD, d. d.
Poteza, d. d.
Proxy BPD, d. o. o.
Publikum, d. d.
TMB BPH, d. o. o.
Veritas BH, d. o. o.

Priloga 6: Agregatni finančni podatki za 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006

1.000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
prihodki iz prodaje	16.058	15.227	15.129	20.725	15.635	18.492	16.928	23.293
drugi prihodki	3.117	2.732	1.642	197	348	1.299	525	1.567
skupaj poslovni prihodki	19.175	17.958	16.771	20.922	15.983	19.791	17.454	24.860
stroški blaga, materiala in storitev	11.526	11.240	8.959	12.438	10.861	10.822	11.080	12.059
stroški dela	4.294	5.024	5.676	7.090	6.994	8.223	8.864	10.003
odpisi	1.746	1.484	1.482	1.583	1.341	1.457	1.035	1.106
drugi odhodki	2.501	3.375	1.941	597	599	704	454	304
skupaj poslovni odhodki	20.067	21.122	18.057	21.708	19.795	21.206	21.433	23.471
poslovni izid iz poslovanja	-892	-3.163	-1.286	-787	-3.812	-1.415	-3.980	1.388
skupaj finančni prihodki	39.640	38.732	18.478	24.734	18.835	13.011	9.804	15.510
skupaj finančni odhodki	32.523	27.825	11.186	11.617	6.011	4.482	3.912	6.747
poslovni izid iz financiranja	7.116	10.907	7.292	13.117	12.824	8.528	5.892	8.763
poslovni izid iz rednega delovanja	6.225	7.743	6.006	12.331	9.012	7.113	1.913	10.151
drugi prihodki	0	0	17	222	212	131	143	804
drugi odhodki	211	0	16	209	812	395	98	42
izredni poslovni izid	-211	0	1	13	-600	-264	46	762
skupaj prihodki	58.815	56.690	35.266	45.878	35.030	32.933	27.401	41.173
skupaj odhodki	52.801	48.947	29.259	33.534	26.618	26.084	25.443	30.260
skupni izid	6.013	7.743	6.007	12.343	8.412	6.849	1.958	10.913
čisti poslovni izid	4.757	6.286	5.033	9.820	6.774	5.648	1.168	8.146
št hiš	24	21	18	18	17	18	15	15

Vir: Izrazi poslovnih izidov borznoposredniških hiš iz Priloge 3 za obdobje 1999–2006 – www.gvin.com; Lastni izračuni

Priloga 7: Poslovni izid iz poslovanja 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006

1.000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nika BPD, d. d.	-324	0	0	0	0	0	0	0
Proxy BPD, d. o. o.	-57	0	0	0	0	0	0	0
Bema, d. d.	55	0	0	0	0	0	0	0
Bona fide BPH, d. d.	-74	-172	0	0	0	0	0	0
TBM BPH, d. o. o.	-54	27	0	0	0	0	0	0
BPD Fida, d. o. o.	-250	-406	0	0	0	0	0	0
Brod na Muri BPH, d. o. o.	-478	-204	-150	-28	0	0	0	0
AC borzno posredniška hiša	-420	-522	-516	-375	-561	-506	0	0
Cogito bis BH, d. o. o.	-116	101	178	262	-123	12	0	0
MBH, d. o. o.	70	-153	-94	258	-12	-55	0	0
PM&A BPD, d. d.	-1	-146	-96	150	76	-65	-269	-281
CBH, d. o. o.	101	-170	-329	-231	-496	-179	-452	-359
BPH, d. o. o.	-209	-189	-328	-39	-208	-232	-263	-256
Moja delnica BPH, d. d.	45	-20	-23	83	-28	-21	1	103
Perspektiva BPD, d. d.	469	335	413	-561	-83	34	64	57
Publikum, d. d.	334	582	1.616	-39	-620	-838	-454	-605
GBD, d. d.	-121	0	-349	-55	-267	106	-218	849
Ilirika, d. d.	1.011	-642	-276	-393	-606	58	-361	-96
MP BPH, d. d.	235	-43	14	806	164	160	-32	716
Poteza, d. d.	-713	-774	-583	-313	-112	229	394	559
Certius BPH, d. o. o.	-138	-95	-310	-367	-303	44	-201	804
PFCI, d. o. o.	-76	-333	-253	101	-244	-108	-272	-60
Veritas BH, d. o. o.	-110	-225	-257	-207	-326	-124	-477	-90
KD BPD, d. o. o.	0	0	0	0	0	-82	-1.423	-168
Argonos BPH, d. o. o.	-59	-116	56	161	-61	154	-15	214
Skupaj	-882	-3.163	-1.286	-787	-3.812	-1.415	-3.980	1.388

Vir: Izkazi poslovnih izidov borznoposredniških hiš iz Priloge 3 za obdobje 1999–2006 – www.gvin.com; Lastni izračuni

Priloga 8: Poslovni izid iz financiranja 25 nebančnih borznoposredniških hiš v obdobju 1999–2006

1.000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nika BPD, d. d.	-2.343	0	0	0	0	0	0	0
Proxy BPD, d. o. o.	51	0	0	0	0	0	0	0
Bema, d. d.	53	0	0	0	0	0	0	0
Bona fide BPH, d. d.	111	-577	0	0	0	0	0	0
TBM BPH, d. o. o.	200	7	0	0	0	0	0	0
BPD Fida, d. o. o.	1.390	817	0	0	0	0	0	0
Brod na Muri BPH, d. o. o.	526	317	237	33	0	0	0	0
AC borzno posredniška hiša	722	978	799	1.199	1.132	1.059	0	0
Cogito bis BH, d. o. o.	292	73	152	135	423	282	0	0
MBH, d. o. o.	439	1.867	504	827	976	827	0	0
PM&A BPD, d. d.	37	185	136	-115	-31	106	284	280
CBH, d. o. o.	293	471	530	616	620	318	469	-77
BPH, d. o. o.	360	328	472	418	296	248	276	259
Moja delnica BPH, d. d.	36	23	3	19	36	55	82	98
Perspektiva BPD, d. d.	-141	0	-10	1.635	1.134	382	350	218
Publikum, d. d.	362	77	153	1.795	3.291	1.773	832	2.090
GBD, d. d.	949	370	737	1.404	857	671	812	1.968
Iilirika, d. d.	-650	807	370	960	722	482	637	2.247
MP BPH, d. d.	718	486	1.200	878	183	312	610	728
Poteza, d. d.	1.402	993	753	760	348	414	249	477
Certius BPH, d. o. o.	453	598	317	411	383	289	213	-657
PFCI, d. o. o.	1.138	2.640	684	1.905	2.051	1.061	536	887
Veritas BH, d. o. o.	656	327	286	250	369	176	523	112
KD BPD, d. o. o.	0	0	0	0	0	47	-6	-7
Argonos BPH, d. o. o.	62	118	-32	-13	33	25	25	140
Skupaj	7.116	10.907	7.292	13.117	12.824	8.528	5.892	8.763

Vir: Izrazi poslovnih izidov borznoposredniških hiš iz Priloge 3 za obdobje 1999–2006 – www.gvin.com; Lastne analize

Priloga 9: Finančni podatki in analize Poteze borznoposredniške družbe v obdobju 1999–2006

1000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
prihodki iz poslovanja	1.383	1.048	1.163	1.902	1.737	2.504	3.853	4.399
finančni prihodki	4.134	2.939	1.072	1.006	443	478	353	1.533
prihodki iz rednega delovanja	5.517	3.987	2.235	2.908	2.180	2.981	4.206	5.932
poslovni izid iz poslovanja	-713	-774	-583	-313	-112	229	394	559
poslovni izid iz financiranja	1.402	993	753	760	348	414	249	477
poslovni izid iz rednega delovanja	688	220	170	447	236	643	643	1.036
delež poslovnih prihodkov	25,07%	26,28%	52,03%	65,41%	79,66%	83,98%	91,62%	74,16%
delež finančnih prihodkov	74,93%	73,72%	47,97%	34,59%	20,34%	16,02%	8,38%	25,84%
prihodki iz posredovanja	1.050	695	841	1.450	1.206	1.586	3.097	2.655
prihodki iz gospodarjenja	23	46	42	251	202	193	525	1.151
delež prihodkov iz gospodarjenja v poslovnih	1,65%	4,36%	3,59%	13,18%	11,66%	7,72%	13,62%	26,16%
promet doma	122.185	145.841	150.074	218.970	212.299	253.444	260.065	173.123
organizirani trg	58.728	59.924	129.292	167.679	148.067	196.510	206.648	146.400
za hišo	16.061	11.682	8.630	7.473	7.318	3.927	4.069	6.430
za stranke	42.667	48.242	120.663	160.206	140.749	192.583	202.579	139.970
neorganizirani trg	63.457	85.918	20.781	51.292	64.232	56.935	53.417	26.723
za hišo	39.329	47.824	10.763	12.970	2.799	3.465	1.321	0
za stranke	24.128	38.093	10.018	38.322	61.433	53.470	52.096	26.723
promet tujina	0	988	2.360	870	2.391	37.245	85.546	252.794
za hišo	0	12	263	36	86	1.170	1.461	17.437
za stranke	0	976	2.097	834	2.305	36.075	84.084	235.357
skupaj hiša	55.390	59.518	19.656	20.479	10.202	8.562	6.852	23.867
skupaj stranke	66.795	87.311	132.778	199.361	204.488	282.127	338.759	402.050
Skupaj promet	122.185	146.829	152.434	219.840	214.690	290.689	345.610	425.917
delež v prometu na borzi	2,14%	2,28%	4,03%	3,94%	5,09%	4,90%	3,56%	4,78%
delež med nebančnimi BPD	3,24%	3,50%	7,47%	7,23%	10,28%	9,74%	8,08%	12,70%
delež prometa za hišo	45,33%	40,54%	12,89%	9,32%	4,75%	2,95%	1,98%	5,60%
delež prometa v tujini	0,00%	0,67%	1,55%	0,40%	1,11%	12,81%	24,75%	59,35%

Nadaljevanje na naslednji strani

Nadaljevanje s prejšnje strani

1000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
vrednost papirjev BPD	17.754	2.363	2.384	1.842	2.179	2.381	2.045	1.692
vrednost papirjev strank	31.574	71.482	188.376	292.994	353.044	564.620	637.801	874.106
skupaj	49.329	73.846	190.760	294.836	355.224	567.001	639.846	875.798
delež VP družbe v vseh portfeljih	35,99%	3,20%	1,25%	0,62%	0,61%	0,42%	0,32%	0,19%
število zaposlenih	18	19	16	18	20	24	37	42
število strank na posredovanju	21.862	16.870	16.235	29.779	24.177	20.488	30.188	21.920
število strank na gospodarjenju	8	13	12	27	29	152	213	271

Vir: Letna poročila Poteze borznoposredniške družbe, d. d., 1999–2006; Lastne analize

Priloga 10: Finančni podatki in analize borznoposredniške družbe Medvešek Pušnik v obdobju 1999–2006

1.000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
prihodki iz poslovanja	1.154	999	1.237	2.628	2.298	2.201	2.078	3.370
finančni prihodki	2.311	1.851	1.873	2.919	571	936	1.118	1.045
prihodki iz rednega delovanja	3.465	2.850	3.110	5.547	2.869	3.137	3.195	4.416
poslovni izid iz poslovanja	235	-43	14	806	164	160	-32	716
poslovni izid iz financiranja	718	486	1.200	878	183	312	610	728
poslovni izid iz rednega delovanja	954	444	1.214	1.685	347	472	578	1.443
delež poslovnih prihodkov	33,29%	35,04%	39,78%	47,38%	80,09%	70,16%	65,02%	76,32%
delež finančnih prihodkov	66,71%	64,96%	60,22%	52,62%	19,91%	29,84%	34,98%	23,68%
prihodki iz posredovanja	459	387	413	782	1.044	966	653	1.122
prihodki iz gospodarjenja	222	235	453	1.264	747	691	929	1.150
delež prihodkov iz gospodarjenja v poslovnih	19,23%	23,55%	36,58%	48,08%	32,53%	31,41%	44,72%	34,11%
promet doma	122.933	116.629	107.028	172.484	67.146	100.895	83.931	114.687
organizirani trg	98.357	64.852	73.921	126.116	57.857	61.416	44.505	65.435
za hišo	13.845	10.092	3.087	5.852	1.410	868	1.006	5.153
za stranke	84.512	54.760	70.835	120.264	56.447	60.548	43.500	60.282
neorganizirani trg	24.576	51.777	33.107	46.369	9.288	39.479	39.426	49.252
za hišo	17.012	33.375	10.786	13.369	3.161	13.507	9.826	13.172
za stranke	7.564	18.402	22.321	32.999	6.127	25.972	29.600	36.080
promet tujina	0	0	139	15.533	111.965	93.359	79.795	73.775
za hišo	0	0	0	1.202	13.650	14	8.044	3.435
za stranke	0	0	139	14.331	98.314	93.344	71.751	70.340
skupaj hiša	30.857	43.467	13.872	20.423	18.221	14.389	18.876	21.760
skupaj stranke	92.076	73.162	93.295	167.594	160.889	179.864	144.850	166.703
Skupaj promet	122.933	116.629	107.168	188.017	179.110	194.254	163.726	188.463
deležprometa za družbo	25,10%	37,27%	12,94%	10,86%	10,17%	7,41%	11,53%	11,55%
delež v prometu na borzi	3,59%	2,46%	2,30%	2,97%	1,99%	1,85%	1,25%	2,24%
delež med nebančnimi BPD	5,43%	3,78%	4,27%	5,44%	4,02%	3,68%	2,83%	5,96%
delež prometa v tujini	0,00%	0,00%	0,13%	8,26%	62,51%	48,06%	48,74%	39,15%

Nadaljevanje na naslednji strani

Nadaljevanje s prejšnje strani

1.000 EUR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
vrednost papirjev BPD	4.871	4.701	3.499	1.466	2.976	3.170	2.973	4.135
vrednost papirjev strank	46.274	70.840	73.783	169.228	188.420	222.645	214.089	304.966
skupaj	51.145	75.541	77.281	170.694	191.396	225.815	217.062	309.102
delež VP družbe v vseh portfeljih	9,52%	6,22%	4,53%	0,86%	1,56%	1,40%	1,37%	1,34%
število zaposlenih	8	10	12	17	21	24	29	34
število strank na posredovanju	14.254	23.631	12.600	13.740	10.000	8.424	5.568	8.311
število strank na gospodarjenju	62	73	93	218	261	239	264	359

Vir: Letna poročila Poteze borznoposredniške družbe, d. d., 1999–2006; Lastne analize