

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

SISTEM SENČNEGA BANČNIŠTVA IN STABILNOST FINANČNEGA SISTEMA

Ljubljana, maj 2011

NEJC SMRDEL

IZJAVA

Študent/ka Nejc Smrdel izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom doc. dr. Mateja Marinča, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 RAZVOJ IN VLOGA BANČNIŠTVA.....	2
1.1 KOMERCIALNO BANČNIŠTVO	3
1.2 INVESTICIJSKO BANČNIŠTVO	5
1.3 GLASS-STEAGALLOV ZAKON	6
1.4 VPLIV GRAMM-LEACH-BLILEYEVEGA ZAKONA NA FINANČNE TRGE	8
2 SISTEM SENČNEGA BANČNIŠTVA.....	8
2.1 RAZVOJ IN VLOGA SENČNEGA BANČNIŠTVA.....	9
2.2 TVEGANJA IN RANLJIVOST SISTEMA.....	11
2.3 IZBRANE KOMPONENTE SENČNEGA BANČNIŠTVA	12
2.4 VLOGA IZVENBILANČNIH ENTITET V SENČNEM BANČNIŠTVU	15
2.4.1 SPV	16
2.4.2 SIV	17
2.4.2.1 Delovanje in struktura	18
2.4.2.2 Primerjava SIV-ja s komercialno banko.....	18
2.4.2.3 Tveganja	19
2.5 LISTINJENJE (SECURITISATION).....	20
2.5.1 Udeleženci	20
2.5.2 Proces.....	20
2.5.3 Tveganja, povezana z listinjenjem.....	24
2.5.4 Vloga matematičnih modelov v procesu listinjenja	25
2.6 VLOGA NEBANČNIH FINANČNIH INSTITUCIJ V SENČNEM BANČNIŠTVU	25
2.6.1 Hedge skladi	27
2.6.2 Zavarovalnice	28
2.6.3 Bonitetne agencije	29
2.6.3.1 Kritike.....	30
2.6.4 Skladi denarnega trga	31
3 REGULACIJA FINANČNEGA SISTEMA	32
3.1 NOVA ZAKONODAJA V ZDA: DODD-FRANKOV ZAKON.....	34
3.2 BASEL III	37
3.3 REGULACIJA NEBANČNIH FINANČNIH INSTITUCIJ	38
3.4 ANALIZA REGULATIVNIH ODZIVOV IN PRIHODNOST FINANČNEGA SEKTORJA	41
SKLEP	43
VIRI IN LITERATURA.....	46
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1: CDS	13
Slika 2: Poenostavljena bilanca SIV-ja	18
Slika 3: Proces listinjenja	21
Slika 4: Financiranje drugorazrednih kreditov	22
Slika 5: Izbrane finančne entitete in dolžniški instrumenti	26

KAZALO TABEL

Tabela 1: Količina listinjenja.....	23
-------------------------------------	----

UVOD

V zadnjem desetletju smo bili na finančnih trgih Amerike in Evrope priča hitri rasti nejasno definiranih institucij in kompleksnih finančnih produktov, združenih v t.i. senčno bančni sistem. V njem se je, do časa pred finančno krizo leta 2007, obračalo več kot 10 bilijard dolarjev sredstev (Barr, 2010). To ga je po velikosti postavilo ob stran tradicionalnemu bančnemu sistemu, tako da je igral pomembno vlogo pri zagotavljanju kreditov v gospodarstvu. Med njima pa je obstajala pomembna razlika. Banke, ki so bile predmet regulacije, so se morale držati določenih predpisov in imeti na strani dovolj kapitalskih rezerv, da so lahko z njimi pokrile nepričakovane izgube. Poleg tega imajo banke v kriznih časih za zagotavljanje likvidnosti pri svojih centralnih bankah dostop do dodatnih kratkoročnih posojil. Institucije senčno bančnega sistema pa tega dostopa niso imele. Zaradi svojega težko razumljivega poslovanja s kompleksnimi finančnimi produkti pa so bile tudi napačno in preslabo regulirane. To jih je napravilo zelo ranljive na nepričakovane dogodke v gospodarstvu, kot je bila kriza na ameriškem trgu nepremičnin. Institucije senčno bančnega sistema so bile namreč močno vpletene v poslovanje z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili. V času večjega padca cen nepremičnin so se tako zrušili modeli, na katerih je temeljilo njihovo poslovanje. To je povzročilo nezaupanje, paniko in beg investitorjev od institucij senčnega bančništva, ki so zaradi tega utrpeli hude izgube. Ker pa je bilo njihovo poslovanje močno povezano tudi z ostalimi finančnimi posredniki, so se izgube hitro širile po celotnem finančnem sistemu. Senčno bančni sistem se tako označuje za povzročitelja nedavne finančne krize.

Vse do začetka krize strukturiranim skladom, kot je SIV¹, in kompleksnim finančnim produktom nihče izven ozkega kroga finančnih strokovnjakov ni posvečal večje pozornosti, kljub temu da so ti novi, večplastni produkti hitro kopicili tveganje v sistemu. To so počeli predvsem skozi uporabo pretiranega finančnega vzvoda, ki pa je sistem napravil zelo ranljiv. Ranljivosti pa so pripomogle tudi institucije, npr. SIV, ki so bile pogosto ustanovljene z namenom lažjega doseganja bank, zahtev po kapitalskih rezervah. Banke so namreč na njih prenašale kredite in s tem tudi z njimi povezana tveganja.

Cilj diplomske naloge je razsvetliti sistem senčnega bančništva, ugotoviti, zakaj je nastala potreba po novih produktih in institucijah in opisati delovanje in vlogo senčnega bančništva kot enega glavnih krivcev za nedavno finančno krizo. Ugotoviti skušam tudi, zakaj je bila regulacija tega sistema tako pomanjkljiva in kaj lahko na tem področju pričakujemo v prihodnje. Prikažem tudi, da so finančne inovacije, ki so predstavljene v diplomskem delu, pomemben dejavnik rasti gospodarstva in nujne za hiter napredek in dobrobit ljudi, vendar pa mora za njimi vseskozi stati pravilna in stroga regulacija, ki bo skrbela za varnost in zdravje

¹ SIV (angl. *Structured investment vehicle*) je institucija v senčno bančnem sistemu, katera je podeljevala kredite, financirala pa jih je s prodajo kratkoročnih vrednostnih papirjev na denarnem trgu; podrobno so opisani v poglavju 2.4.2.

finančnega sistema. Finančniki z Wall Streeta in Londona ne smejo več imeti več koraka prednosti in s tem preveč prostih rok, kot so jih imeli sedaj.

V prvem poglavju na kratko prikažem zgodovinsko pomembne dogodke za razvoj in nastanek bančnega sektorja, kakršnega poznamo danes. Pojasnim tudi, zakaj je prišlo do potrebe po ločitvi komercialnega in investicijskega bančništva in opišem Glass-Steagallov zakon, ki je zapovedal njuno ločitev. Predstavim pa tudi vpliv Gramm-Leach-Blileyvega zakona na finančne trge, ki je ponovno dovolil združevanje različnih vrst institucij pod eno streho. Drugo poglavje začnem z opisom razvoja senčnega bančništva in njegovo vlogo v finančnem sistemu. Opišem institucije, ki sestavljajo senčno bančni sistem, njihovo medsebojno delovanje in pa nekatere nove, kompleksne produkte ter njihovo povezavo s krizo. Podrobneje opišem tudi listinjenje, ki je bila ena glavnih finančnih inovacij in je nekako povezovalo institucije v sistem senčnega bančništva. Razjasnim tudi nekatere pomembne pojme, produkte in trge, ki so pomembni za razumevanje senčno bančnega sistema. Tu predstavim tudi vse, za ta sistem pomembne, nebančne finančne institucije in opišem njihovo vlogo v njem. V tretjem poglavju pa se dotaknem dosedanje regulacije finančnega sistema. Raziščem, kakšni ukrepi so bili sprejeti, da se finančni sistem znova postavi na noge in da se institucijam senčno bančnega sistema prepreči vnovično kopičenje prevelikega tveganja v njem. Skušam tudi prikazati, kakšno regulacijo lahko pričakujemo na tem področju v prihodnje. Ta bo morala narediti sistem bolj zdrav, močen in sposoben kljubovanja raznim pretresom, ki so nepogrešljivi del sodobnih finančnih trgov. Na sprejete zakone podam tudi svoj komentar.

1 RAZVOJ IN VLOGA BANČNIŠTVA

Banka je v svojem zgodovinskem nastanku in razvoju imela različne funkcije. Prva je bila hranjenje vrednosti takratnega (kovanega) denarja. Iz nje pa se je v stoletjih razvila druga funkcija, ki vse bolj prevladuje in je v sodobnem gospodarstvu osrednja, tj. funkcija financiranja (Bobek, 1989, str. 19). Ta funkcija pomeni, da banka ponuja razpoložljiva likvidna sredstva, ki so zbrana v banki, povpraševalcem po teh sredstvih (investitorjem). Tako je razvoj bančništva tesno povezan z razvojem in vlogo denarja, le-ta pa je tesno povezan z razvojem gospodarstva.

V devetnajstem in zgodnjem dvajsetem stoletju so bile banke tako močno vpletene v borzne posle, da je bila meja med bankami in borznimi hišami včasih popolnoma nerazločljiva. Po zlomu borze leta 1929, v tako imenovani Veliki depresiji, pa je to »mešanico« med komercialnimi in investicijskimi bankami pod drobnogled vzel ameriški kongres. Sledila so zaslišanja glavnih mož v bančni industriji, ki pa so razkrila konflikte interesov in prevare v aktivnostih z vrednostnimi papirji v nekaterih bančnih institucijah. Tako je kongres nato sprejel zakone, s katerimi so ločili komercialne in investicijske banke. Komercialne banke, katerih vloga je sprejemanje depozitov strank in posoja denarja, so nadzirali Fed, Urad za uravnavanje valute in državni regulatorji. SEC (angl. *Securities and Exchange Commission*) pa je reguliral borznoposredniške družbe, ki so jamčile za ponudbo delnic in podjetniških

obveznic. Močne prepreke in ločnice v tej industriji pa so bile postavljene in zapisane v Glass-Steagallovem zakonu, ki je opisan v poglavju 1.3 (Craig, 2002; Hoefle, 2009).

Osnovna dejavnost banke, ki je opisana v naslednji točki, je sprejemanje depozitov in na podlagi le-teh izdajanje posojil. Sprejemanje vlog z depoziti je specifična dejavnost bank, vloge pa lahko banke sprejemajo tudi na druge načine, na primer z izdajanjem vrednostnih papirjev. V anglosaškem svetu se banka, ki opravlja samo osnovno dejavnost, to je sprejemanje vlog na vpogled, ki jih štejemo h knjižnemu denarju, označuje kot komercialna banka, Francozi pa jo označujejo kot »depozitna« banka. Če pa banka opravlja poleg te zanjo specifične funkcije še vse druge bančne posle, se takšna banka imenuje univerzalna banka. Banke, ki ne sprejemajo vlog ali pa ne sprejemajo samo vlog na vpogled, katere se štejejo h knjižnemu denarju, ampak opravljajo druge bančne posle, so investicijske banke (Ribnikar, 1990, str. 251).

V preteklosti so storitve investicijskega bančništva ponujale predvsem investicijske banke, v zadnjem desetletju pa v vse večji meri postajajo tudi del poslovanja oziroma ponudbe poslovnih bank. Te se trudijo podjetjem omogočiti hitrejši dostop do trga kapitala. Vlogo banke lahko v tem primeru definiramo kot vlogo posrednika, ki povezuje kupce in prodajalce vrednostnih papirjev podjetja. Z opravljanjem teh storitev prevzame tudi kreditno tveganje, kar jo približa njeni tradicionalni vlogi banke, to je vlogi posojilodajalca (Boot, 2005, str.5), vendar pa poslovna banka, ki opravlja tudi vlogo investicijske banke, ponuja podjetjem tri osnovne oblike storitev. Nudi jim svetovanje pri prevzemih in združitvah, posredovanje pri kapitalnem povezovanju (npr. financiranje hitro rastočih podjetij s tveganim kapitalom) ter izdajanje in trgovanje z vrednostnimi papirji, ki pa je primerno predvsem za podjetja, ki želijo pridobiti vire financiranja daljše ročnosti in v relativno višjem znesku. Za te banke se v Evropi uporablja izraz univerzalna banka, ker poleg ponudbe tradicionalnih storitev ponujajo tudi storitve investicijskega bančništva (Ritter, 2003, str. 255).

Konkurenca v bančništvu pa je vedno močnejša, kar poslovne banke vodi v iskanje novih načinov odpravljanja neučinkovitosti v strukturi stroškov bank. Eden izmed načinov za odpravo teh neučinkovitosti je združevanje oziroma prevzem drugih bank, kar vodi v konsolidacijo bančnih sistemov tako na lokalni kot na globalni ravni. Prav tako na padajoče marže vpliva konkurenca in s tem na manjše prihodke bank s področja posojil podjetjem in prebivalstvu. Drugi način za premagovanje konkurence je, da poslovne banke razširijo ponudbo svojih storitev tudi na nebančne storitve. Tako se vse bolj preusmerjajo od svoje tradicionalne dejavnosti k bolj dobičkonosnim poslom. Ukvarjajo se z nebančnimi storitvami, ki so jih v preteklosti ponujale ostale finančne institucije (Boot, 1999, str.2).

1.1 Komercialno bančništvo

Temeljna značilnost tradicionalnega bančništva je kratkoročna izposoja denarja od ljudi, ki svoje prihranke položijo na bančni račun v obliki depozita, za katere nato prejemajo določene

obresti. Banke pa tako pridobljeni denar posojajo naprej v obliki kreditov, hipotek in podobno na daljše obdobje, za kar zaračunavajo višje obresti, kot jih plačujejo za depozite. Banke torej ustvarjajo dobiček z razliko v obrestnih merah. Seveda pa se morajo pri tem držati tudi določenih pravil. Tako zakoni zavezujejo lastnike bank, da investirajo tudi nekaj svojega denarja in del dobička, ki ga banka doseže v obvezne rezerve. Na ta način je banka zavarovana v primeru, da utrpi nepričakovane izgube, kar ji zagotavlja, da ima še vedno dovolj denarja, da izplača večino vlog (Barr, 2008).

Da se omilijo bančne panike, je potrebno banke regulirati. Ena od oblik regulacije je zavarovanje depozitov. Država vsem depozitorjem do določene višine zagotavlja izplačila njihovih sredstev. Razumljivo je torej, da si država želi, da so banke čim manj izpostavljene vsem vrstam tveganja in držijo čim višje kapitalske in likvidnostne rezerve, minimalne pa jim bančni regulatorji tudi predpišejo. Tako imajo komercialne banke pod sabo neko »varovalno mrežo«, brez katere je bančni sistem nestabilen. Prav ta nestabilnost pa je skozi zgodovino pripeljala do družbene pogodbe², ki bankam zagotavlja privilegije. Ti privilegiji, kot je dostop do likvidnih sredstev pri centralnih bankah, pa so drugim podjetjem nedostopni. Družbena pogodba pa vsiljuje tudi določene obveznosti, kot so omejitve in povečan nadzor nad poslovnimi aktivnostmi in obvezne kapitalske rezerve (Ricks, 2010).

V sodobnem bančništvu se vloga finančnega posredništva vse bolj zmanjšuje. Deponenti se vedno bolj odločajo za nalaganje prihrankov v razne sklade, ki predstavljajo donosnejšo alternativo bančnim depozitom. Banke tako na svoji pasivni strani bilance izgubljajo sredstva. Število podjetij, ki nastopajo kot posojiljemalci in so knjiženi na aktivni strani bilance, pa se prav tako vztrajno zmanjšuje. Podjetje se raje odločajo za samostojen in neposreden nastop na razvitih finančnih trgih, tam pa povečini izdajajo dolžniške vrednostne papirje. V bankah se torej posledično zmanjšuje tudi delež obrestnih prihodkov med vsemi prihodki banke, katere so si tako prisiljene iskati nove vire zaslužka. Med drugim so si začele pomagati s finančnim inženiringom. Njihova ponudba je usmerjena predvsem v specifične potrebe strank, skušajo pa jim ponuditi produkte, ki bi čim bolj ustrezali njihovim željam (Mohorič, 2000, str. 3).

V zadnjih desetletjih pa so se začele razvijati razne nove finančne strukture in skladi. Ti prav tako opravljajo osnovne funkcije depozitnih bank, vendar zunaj okvira družbene pogodbe in pristojnosti tradicionalnih bančnih regulatorjev. Namesto da bi dobili denar od depozitov, ga ti finančni posredniki zbirajo s prodajo komercialnih papirjev investitorjem. Skupek teh institucij je postal znan pod imenom »sistem senčnega bančništva«, ki ga bom podrobneje opisal v nadaljevanju.

² Angl. *social contract*; izraz je sposojen iz govora Paula Tuckerja iz Bank of England

1.2 Investicijsko bančništvo

Druga pomembna veja v bančništvu pa je investicijsko bančništvo, ki dobiva vedno pomembnejšo vlogo v tej panogi. Investicijska banka lahko obstaja kot samostojna institucija ali pa je del večje bančne skupine oziroma univerzalne banke. V obeh primerih pa opravlja vlogo finančnega posrednika. Na trgu kapitala igrajo pomembno vlogo, saj nastopajo na primarnem trgu kot glavni akterji pri svetovanju pri združitvah in prevzemih in kot podpisniki (angl. *underwriter*) novih izdaj vrednostnih papirjev. Na sekundarnem trgu kapitala pa posredujejo pri poslih trgovanja z vrednostnimi papirji. Ključne posle investicijske banke je tako smiselno ločiti na tri dele. Prvi je tradicionalni vidik banke in se imenuje korporativne finance. Njegova naloga je pomoč strankam pri pridobivanju novega kapitala in svetovanje pri združitvah in prevzemih, kar vključuje tudi koordinacijo s prevzemnimi ponudniki in pogajanja s prevzemno tarčo. Drugi del poimenujemo zastopstvo in trgovanje, saj banka zase in v imenu svojih strank trguje z vsemi vrstami finančnih instrumentov, seveda z namenom ustvarjanja dobičkov. Tretji ključni posel pa so analize in raziskave. Ta oddelek ima za nalogo proučevanje podjetij in pisanje poročil o njihovih obetih ter izdajanje priporočil za prodajo ali nakup (Maslakovic, 2008, str. 7).

Investicijske banke zagotavljajo likvidnost na obvezniških trgih kot tudi trgih lastniškega kapitala, izvedenih finančnih instrumentov in repo pogodb. Zagotavljajo posredniške storitve, ki omogočajo hedge skladom in upravljalcem premoženja možnost držati, kupovati in prodajati vrednostne papirje. Eden ključnih poslov pa je repo financiranje. Kot je razvidno iz Slike 5 (na strani 26, spodaj na sredini), držijo investicijske banke v svoji lasti velike količine tržnih vrednostnih papirjev, katere pa imajo ponavadi v lasti samo za kratek čas. Velik delež njihovega financiranja tako poteka preko repo pogodb, preostali pa z izdajanjem komercialnih papirjev in dolgoročnega dolga (obveznic). Investicijske banke pa so ves čas iskale nove investicijske možnosti in širile področje svojega delovanja. V letu 2000 so tako nekatere izmed njih dosegle polno vertikalno integriranost na finančnih hipotekarnih trgih; lastile so si namreč izdajalce hipotek, enote, ki so listinila posojila kot tudi izvenbilančne entitete ter enote, ki so upravljala s hipotekami povezanimi sredstvi. Tako so investicijske banke lahko nadomestile celoten posredniški hipotekarni proces komercialnih bank in se izpostavile večjemu kreditnemu tveganju, kot so ga bile tradicionalno pripravljene prevzeti (FCIC, 2010b).

Prihodki investicijskih bank so se v zadnjih letih pred krizo močno krepili. Leta 2007 so znašali že 84 milijard dolarjev, kar je bilo 22 % več kot leto prej in kar še enkrat več, kot so znašali leta 2003 (IFSL, 2008). Investicijske banke so del globalne finančne industrije in so tako konstantno pod pritiskom, da se odzovejo na razne inovacije konkurence z vsega sveta. Tako so bile v letih pred krizo močno vpletene v trgovanje z novimi, kompleksnimi in visoko tveganimi finančnimi produkti (Maslakovic, 2008, str. 1). Posli investicijske banke se torej zelo razlikujejo od poslov komercialnih bank, zato je že kmalu nastala potreba po ločitvi teh

dveh institucij. Zakon, ki je zapisal mejo med njima, se je sprejel po Veliki depresiji, leta 1933, imenuje pa se Glass-Steagallov zakon.

1.3 Glass-Steagallov zakon

V Združenih državah Amerike je bil leta 1933 sprejet Glass-Steaglov zakon. Njegov namen je bil preprečiti komercialnim bankam, da bi svoje depozite uporabljala kot sredstva za špekuliranje. V želji, da bi povrnil zaupanje ljudi v bančni sistem, je zakon jasno ločil tradicionalno depozitno banko in investicijsko banko. Z njim pa so hoteli tudi omejiti oziroma preprečiti konflikte interesov z vidika odobritve in uporabe kreditov in omejiti preveliko finančno moč depozitnih institucij. Pojavil se je kot odziv na propad skoraj 5.000 bank tekom Velike depresije in je bil del t.i. New Deal programa za oživitev gospodarstva pod takratnim predsednikom Franklin D. Rooseveltom (Hoefle, 2009).

Prva verzija Glass-Steagallovega zakona je bila sprejeta leta 1932, predvsem z namenom ustaviti deflacijo, ki je bila takrat prisotna v Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA). Glass-Steagallov zakon je ameriškim zveznim rezervam (angl. *Federal Reserves* – v nadaljevanju FED) razširil sposobnost financiranja bank in drugih finančnih institucij skozi različne vrste sredstev, kot so državne obveznice in komercialni papirji. Bankam je dovajal svež denar z odkupovanjem bančnih zapiskov po rediskontirani stopnji. To pomeni, da je banka, ko je posojilo zapadlo v plačilo, od FED-a dobila nekaj manj, kot bi sicer od drugih kupcev teh zapiskov, kljub temu pa je imela dobiček. V literaturi pa se Glass-Steagallov zakon nanaša predvsem na drugo verzijo te listine, ki je bila sprejeta leta 1933 in je imela precej močnejši vpliv na bančni sektor. Nastal je kot odgovor na zrušitev večjega dela ameriškega sistema komercialnih bank v začetku tega leta in je zapovedal ločitev bank glede na vrsto posla, ki ga opravljajo. Ločil je torej komercialne in investicijske banke kot tudi zavarovalnice in borzne hiše. Komercialnim bankam je prepovedoval primarne izdaje vrednostnih papirjev in sodelovanje pri distribuciji in trgovanju s primarnimi vrednostnimi papirji. Omejil pa jim je tudi nakupe vrednostnih papirjev samo na, od nadzorne komisije predhodno odobrene, dolžniške vrednostne papirje. Zapovedal je tudi ustanovitev FDIC-a (angl. *Federal Deposit Insurance Corporation*), ki je ustanova, ki stoji za bančnimi depoziti in garantira njihovo izplačilo v primeru težav. Denar zanj pa prispevajo komercialne banke same (Craig, 2002; Jackson, 1987).

V prejšnjem stoletju pa so se pojavljali pritiski za omilitev tega zakona in leta 1980 so bili nekateri ukrepi tega zakona odstranjeni. Po letu 1980 pa je bančna industrija šla še dlje in dajala pobude za popolno ukinitve Glass-Steagallovega zakona. Prišlo je celo tako daleč, da je služba za raziskave v amerškem kongresu leta 1987 pripravila poročilo, ki je prikazovalo argumente za in proti ohranitvi tega zakona. Podani so v nadaljevanju.

Argumenti za (Jackson, 1987):

1. Konflikt interesov označuje izdajanje kreditov (posojanje) in uporabo kreditov (investiranje) iste institucije, kar je vodilo v zlorabe, ki so v prvi vrsti privedle do tega zakona.
2. Depozitne institucije imajo preveliko finančno moč, saj nadzirajo ogromne količine denarja, zbranega od svojih komitentov. Njihova velikost mora biti omejena, da zagotavlja zdravo konkurenco na trgu.
3. Trgovanje z vrednostnimi papirji je tvegano in lahko vodi v velike izgube, ki ogrožajo integriteto depozitov. Te depozite pa varuje država, ki mora v primeru, da bankam grozi propad kot rezultat izgube zaradi trgovanja z vrednostnimi papirji, plačati ogromne količine denarja.
4. Depozitne institucije bi morale delovati na način, da čim bolj omejujejo tveganje pri poslovanju, zato lahko njihovi managerji ravnaajo napačno v bolj tveganih špekulativnih poslih.

Argumenti proti (Jackson, 1987):

1. Finančni trgi, na katerih delujejo depozitne institucije, so »deregulirani« v smislu, da meje med depoziti, posojili in vrednostnimi papirji niso jasno začrtane. Tako te institucije izgubljajo tržne deleže napram tistim, ki niso tako strogo regulirane in tudi tujim institucijam, ki niso tako močno podvržene temu zakonu.
2. Konflikt interesov bi lahko rešili tudi tako, da se ustvari zakonodaja, ki bi ločila posojilno in kreditno funkcijo, tako da bi bili ti posli strogo ločeni po podružnicah institucije.
3. Depozitne institucije iščejo nizko tvegane posle z vrednostnimi papirji, z diverzifikacijo pa bi lahko tveganje vseh organizacij še zmanjšali.
4. Drugod po svetu depozitne institucije delujejo uspešno in so hkrati prisotne na bančnem trgu in trgu vrednostnih papirjev. Iz njihovih izkušenj bi se lahko veliko naučili in te lekcije aplicirali v ameriško finančno strukturo in regulacijo.

Ločitev med komercialnimi in investicijskimi bankami je torej skopnela nekje med leti 1980 in 1990. Takrat so komercialne banke skušale zasledovati interese svojih večjih strank. To so bila podjetja, ki so raje, kot da bi si izposojala denar neposredno pri bankah, prodajala več svojih vrednostnih papirjev na finančnih trgih. Prav ta težnja komercialnih bank k večjemu dobičku in poslom investicijskih bank, pa je povzročila, da je bil leta 1999 sprejeta Gramm-Leach-Blileyeva zakona. Z njim je bil ukinjen predpis, ki je prepovedoval, da si matična

banka lasti tudi druge finančne institucije. Leto 1999 tako štejejo kot leto ukinitve Glass-Steagallovega in kot leto odstranitve meje, ki je ločevala investicijske in komercialne banke in je po mnenju mnogih strokovnjakov povzročitelj propada trga drugorazrednih hipotekarnih posojil in posledične finančne krize 2007-2009. Ukinitiv zakon je namreč omogočila kreditnim posojilodajalcem kot npr. Citigroup, ki je bil v tistem času največja ameriška komercialna banka, izdajanje in trgovanje z instrumenti, kot so MBS (angl. *mortgage-backed securities*) in CDO (angl. *collateralized debt obligations*). V te namene so začeli ustanavljati SIV-je (structured investment vehicles; več o njih v nadaljevanju), ki so te instrumente kupovali. V času, ko se je to dogajalo, so drugorazredni krediti predstavljali le pet odstotkov vseh hipotekarnih posojil, leta 2008 pa so se povzpeli skoraj do trideset odstotkov (Craig, 2002; Barr, 2008).

1. 4 Vpliv Gramm-Leach-Blileyvega zakona na finančne trge

S sprejetjem Gramm-Leach-Blileyvega zakona leta 1999, ki je dovolil prevzeme in združitve največjih ameriških komercialnih in investicijskih bank, zavarovalnic in borznih hiš, se je ponovno začelo obdobje, kakršnega smo poznali pred Veliko depresijo. Komercialna banka Citigroup se je tako združila z zavarovalnico Travelers Group v korporacijo, ki je vodila varčevalno-posojilno funkcijo, zavarovalništvo in nudila storitve na trgu vrednostnih papirjev (Merger of Citicorp and Travelers Group redefines "big deal", 2010), Amerikan Express pa je poskušal vstopiti čisto na vsa področja finančnega poslovanja. Tako so se zopet pod eno streho znašle storitve, ki so leta 1929, prav zaradi svoje povezanosti ameriško gospodarstvo, potisnile v depresijo (Craig, 2002).

Večina bank, zavarovalnic in borznih hiš si je zakon seveda želela. Zagovarjali so dejstvo, da večina investitorjev prenaša svoj denar iz investicij na varčevalne račune in obratno. Ko gre gospodarstvu dobro, želijo investitorji svoje prihranke oplemenititi in jih investirajo, v nasprotnem primeru pa večino svojega denarja naložijo v varne bančne depozite. Denar se tako pretaka od enih finančnih institucij do drugih. Gramm-Leach-Blileyev zakon pa je omogočil, da denar ostaja pod eno streho, poslovanje finančnih institucij pa je postalo manj odvisno od gospodarskih ciklov.

2 SISTEM SENČNEGA BANČNIŠTVA

V zadnjem desetletju se je finančno posredništvo usmerilo stran od tradicionalnih področij strogo reguliranih poslovnih bank proti široki paleti drugih finančnih institucij. Na ameriških in evropskih tleh je zrasla obilica nejasno definiranih in slabo reguliranih finančnih institucij in skladov. Ti so igrali in še igrajo pomembno vlogo pri zagotavljanju kreditov v globalnem finančnem sistemu. Sem sodijo tako skladi denarnega trga kot tudi zavarovalnice, hedge skladi, investicijske banke in tudi izvenbilančne aktivnosti poslovnih bank (posebni skladi – SIV, SPV). Izkazalo se je, da so pri nastanku sedanje finančne krize ključno vlogo odigrale

prav te institucije t.i. senčnega bančništva, ki so bile izven okvira regulacije poslovnih bank (Shadow banking, 2010; Tett & Davies, 2010).

Te institucije igrajo torej, poleg bank, eno ključnih vlog pri kreditiranju oziroma financiranju gospodarstva. So nekakšni posredniki med suficitnimi gospodarskimi enotami oziroma investitorji, ki želijo posoditi denar, in posojilojemalci, ki ta denar potrebujejo za različne namene. To si lahko ponazorimo s primerom, ko nek institucionalni investitor, npr. Pokojninski sklad, želi posoditi denar oziroma ga investirati, na drugi strani pa imamo podjetje, ki ta denar potrebuje za npr. financiranje raziskav ali določenega poslovnega projekta. Institucija senčnega bančništva, v tem primeru pokojninski sklad, prenese denar, zbran z vložki investitorjev, na podjetje, ki ga nato uporabi za izvedbo določenega posla. Dobiček pa si te institucije ustvarijo s provizijami oziroma razliko v obrestni meri, ki jo zaračunajo za posojilo denarja, in tisto, ki jo plačajo investitorjem. Tu pa se že vidi pomembna razlika med institucijami senčnega bančništva, ki denar dobivajo od investitorjev, in poslovnimi bankami, ki sredstva zbirajo z depoziti, zato te institucije tudi niso podvržene isti regulaciji.

Institucije senčnega bančništva torej nikoli niso bile del »uradnega« bančnega sistema. Čeprav so bile priključene in prikazane kot del velikih bank, velikokrat niso bile v celoti prikazane na njihovih bilancah stanja. Ker pa gre v nekaterih primerih tudi za zelo zapletene finančne tvorbe, le-te niso bile deležne prav velikega zanimanja zunaj kroga finančnih profesionalcev.

Razvoj senčnega bančništva pa je bil pogojen s širitvijo finančnih investicijskih možnosti, dostopnim gospodinjstvom in podjetjem, ki so raje kot v banke, svoj denar nalagali v vzajemne sklade ali pa ga pustili v pokojninskih skladih. Ti skladi pa so nato denar investirali izven bančnega sektorja. Priloga 2 prikazuje naraščajoča sredstva finančnih institucij, ki so svoja sredstva investirala zunaj tradicionalnih depozitnih institucij. Z njimi so skozi različne instrumente med drugim financirali tudi hipoteke in potrošniška posojila, kot so avtomobilska posojila, študentska posojila, kreditne kartice in manjša podjetniška posojila, torej iste aktivnosti, ki jih financira bančni sektor.

2.1 Razvoj in vloga senčnega bančništva

Bančništvo je že od svojega nastanka vseskozi v nenehnem procesu spreminjanja. Zadnjih 25 let pa smo bili priča nastanku vzporednega bančnega sistema, imenovanega senčno-bančni sistem. V tem poglavju opisujem nastanek tega sistema in skušam razložiti njegovo delovanje.

Izraz senčno-bančni sistem je leta 2007 prvi uporabil Paull McCulley, direktor investicijskega giganta Pimco, ki ga je definiral kot široko paleto, pod vzvodom delujočih, nebančnih investicijskih skladov, prenosnikov (angl. *conduits*) in struktur (McCulley, 2010). Začetek sistema je pripisal letu 1970, ko so se začeli razvijati skladi denarnega trga, katerih računi so

funkcionirali podobno kot bančni depoziti, vendar pa skladi niso bili regulirani enako kot banke. Denarni skladi so sprejemali denar od investitorjev, vložili pa so ga v visoko likvidna in varna sredstva, ki so prinašala nekoliko večje obresti od navadnih bančnih depozitov. Razlika je bila v tem, da izplačila skladov v primeru njihovih težav ni garantirala država. V senčno bančni sistem pa sedaj, poleg skladov denarnega trga, vključujemo tudi investicijske banke, hedge sklade, posebne entitete, kot je SIV in tudi zavarovalnice, saj so bile nekatere močno vključene v zavarovanje novih, visoko kompleksnih finančnih instrumentov.

Skozi zadnja desetletja se je tako struktura finančnega sistema dramatično spremenila. Senčno-bančni sistem pa se je razvil na podlagi več dejavnikov. Bil je produkt povečane konkurence nebančnih institucij, slabe regulacije in inovacij finančnih produktov. Konkurenca je prišla od skladov denarnega trga, ki so ponujali višje obresti na vložena sredstva in tudi zelo dobro likvidnost. Bankam so tako regulatorji ukinili omejitev glede višine obrestne mere na depozite in jim dovolili vključevanje v različne druge finančne aktivnosti po svetu. Inovacije pa so prišle v več oblikah. Izvedeni finančni instrumenti so postali pomemben investicijski produkt, posojila so postala bolj likvidna, saj so bila lahko prodana na sekundarnem trgu, listinjenje pa je na kapitalskih trgih omogočalo prodajo paketov posojil. Prav listinjenje pa na finančnih trgih velja za pomembno inovacijo, saj je močno pripomoglo k financiranju gospodarstva (Gorton, 2009, str. 14).

V zadnjih desetletjih smo bili tako priča hitri rasti sredstev zunaj tradicionalnega bančnega sistema, predvsem na denarnih trgih in trgu državnih obveznic. Leta 2007 je vsota bilanc tradicionalnih bank v ZDA znašala okrog 10 bilijard \$, vsota bilanc senčno bančnih institucij pa je ta znesek celo preseгла. Natančno oceno je zaradi kompleksnosti in nejasne definicije senčnega bančništva težko podati, giblje pa se med 10,5 in skoraj 20 bilijardami \$. Od tega se je v hedge skladih kopičilo 1,8 bilijard \$, v izvenbilančnih entitetah, kot je npr. SIV, sta se pretakali 2,2 bilijardi \$, v velikih boznoposredniških hišah in investicijskih bankah pa okrog 4 bilijarde \$. Od vseh teh sredstev se jih je kar 2,5 bilijarde \$ financiralo preko noči, na t.i. repo trgu, katerega bom opisal malo kasneje (Barr, 2010). Iz Priloge 2 lahko vidimo, kako pomemben in velik je postal ta sistem.

Tej hitri rasti je veliko pripomogla regulacija nebančnih finančnih institucij, ki je bila raje kot na zdravje in stabilnost teh institucij osredotočena predvsem na zaščito investitorjev. Institucije senčno-bančnega sistema so se bile sposobne hitro prilagoditi temu slabo reguliranemu področju in so hitro širile paleto svojih finančnih produktov in storitev. Osredotočenost regulacije na zdravje in stabilnost bančnih institucij je tako vzpodbujala rast senčno-bančnega sistema na tri načine: (1) omejitve pri aktivnostih bank so delovale vzpodbujevalno na razvoj novih storitev nebančnih institucij, (2) kapitalske zahteve so vzpodbudile banke k prenosu sredstev na izvenbilančne entitete in (3) državni nadzor nad nebančnimi institucijami je bil manj intenziven (FCIC, 2010b).

2.2 Tveganja in ranljivost sistema

Kot je postalo jasno šele po nedavni finančni krizi, so bile mnoge institucije senčnega bančništva močno ranljive na finančne šoke predvsem zaradi treh razlogov: (1) delovale so pod velikim finančnim vzvodom, (2) prekomerno so bile odvisne od financiranja na kratkoročnih, denarnih trgih in (3) za njimi ni stala država kot posojilodajalec v skrajni sili. Institucije senčno-bančnega sistema so bile tako izpostavljene tržnemu tveganju, kreditnemu tveganju, ki je tveganje investitorja pred izgubo, ki nastane z nezmožnostjo posojilojemalca odplačati dolg in pa likvidnostnemu tveganju, ki izhaja iz tega, da so njihove obveznosti kratkoročne, njihova sredstva pa bolj dolgoročna in nelikvidna. To pa v obdobju tržne nelikvidnosti lahko ogrozi njihov obstoj, saj so nezmožna refinancirati svoje kratkoročne obveznosti (FCIC, 2010b).

1. Visok finančni vzvod

Finančni posredniki pri poslovanju uporabljajo finančni vzvod, kar pomeni, da se financirajo večinoma na podlagi dolga. Lastniki so soočeni z odločitvijo o postavitvi višine tega vzvoda, kar pa je dvorezen meč. Višji vzvod poveča dobičkonosnost lastnikom kapitala, saj omogoča instituciji udeležbo pri več, potencialno dobičkonosnih poslih, z enako količino vloženega kapitala. Po drugi strani pa je pri institucijah z visokim vzvodom obstaja večja verjetnost, da bodo v primeru velikih, nepričakovanih izgub, postale nesolventne, zato država, ki stoji za komercialnimi bankami, le-tem predpisuje omejitve pri vzvodu oziroma kapitalske standarde. Tako jim poveča kapital, namenjen absorbiranju nepričakovanih izgub, ki jim pomaga preživeti gospodarske padce. Komercialne banke so tako pred krizo poslovale z vzvodom med 10 in 20 proti 1, investicijske banke med 30 in 40 proti 1, nekateri SPVji, podrobneje opisani v nadaljevanju, pa so delovali pod vzvodom tudi do 100 proti 1 (FCIC, 2010b).

2. Odvisnost od financiranja na kratkoročnih trgih

Komercialne banke se za financiranje zanašajo predvsem na »drobne« depozite gospodinjestev in podjetij. Te depozite razumemo kot »lepljive«, saj stranke, po depresiji leta 1929, ko je za izplačilo depozitov začela jamčiti država, v kriznih časih le redko menjajo banke. Institucije senčnega bančništva pa se zanašajo predvsem na financiranje institucionalnih investitorjev na kratkoročnih trgih, ki pa svoj denar umaknejo mnogo hitreje. Nestabilnost pa se je povečevala, ko so institucije senčnega bančništva povečevale ročnost svojih dolgoročnih, nelikvidnih sredstev, hkrati pa so zmanjševale ročnost svojih obveznosti tudi do enega dneva. Tako so bile ob pomanjkanju osrednje baze depozitov te institucije mnogo bolj nagnjene k potencialnim begom kapitala (FCIC, 2010b).

3. Pomanjkanje državne podpore

Za razliko od komercialnih bank, institucije senčnega bančništva, pred krizo niso imele dostopa do državne pomoči. Država komercialnim bankam zagotavlja dve vrsti pomoči – zagotavlja izplačila depozitov, banki pa je na razpolago kot posojilodajalec v skrajni sili. Zagotovilo države, da stoji za izplačili sredstev, zelo zmanjša možnost, da bi vsi depozitorji svoj denar zahtevali naenkrat. Institucije senčnega bančništva pa tega zagotovila države niso imele in so bile mnogo bolj nagnjene k begu kapitala. Poleg tega pa institucije senčnega bančništva niso imele dostopa do t.i. diskontnega okenca centralnih bank, ki bi jim zagotavljal dodatno likvidnost, za potrebe poplačil njihovih kratkoročnih obveznosti (FCIC, 2010b).

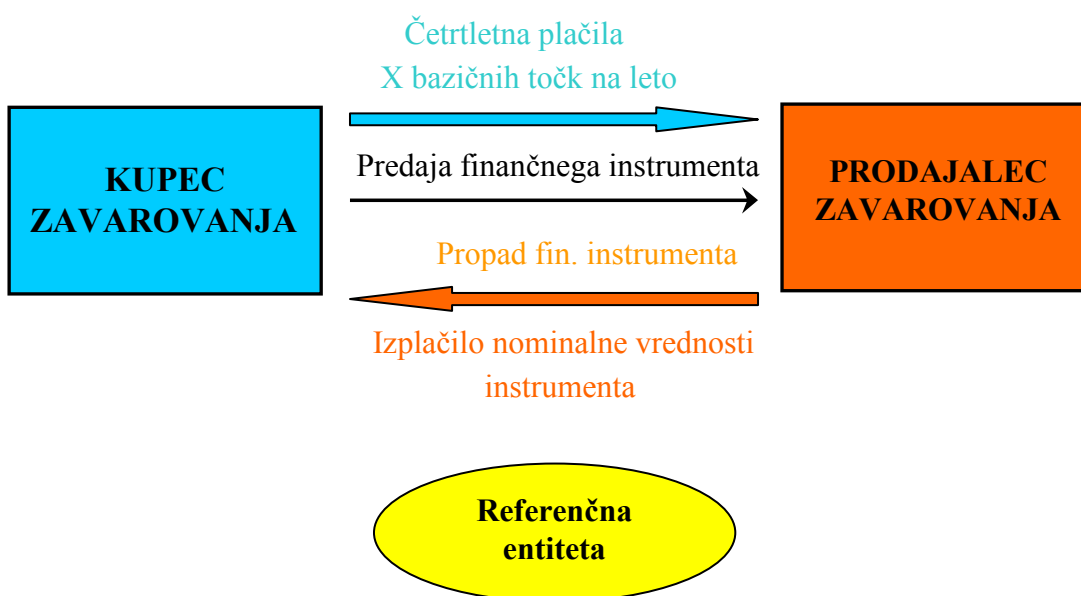
2.3 Izbrane komponente senčnega bančništva

V zadnjih letih pred krizo so trgi za mnoge finančne instrumente, kot so repo trg, trg izvedenih finančnih instrumentov in ostali manj znani trgi, rasli zelo hitro. Za boljše razumevanje je koristno, da na kratko predstavim tiste, ki so v senčnem bančništvu igrali pomembno vlogo.

Trg izvedenih finančnih instrumentov (angl. *Derivatives market*), je trg, na katerem se trguje s finančnimi instrumenti, ki so izpeljani iz določenih osnovnih sredstev. Izvedeni finančni instrumenti so pravice, katerih cena je posredno ali neposredno odvisna od cene vrednostnega papirja, tujih valut ali blaga oziroma višine obrestne mere (Doles). Najbolj pogosti instrumenti so »futures« pogodbe, opcije in zamenjave (swaps). Trg lahko razdelimo na dva dela; na prvem se z instrumenti trguje na borzi, na drugem pa subjekta pogodbo skleneta med seboj (OTC market). Izvedeni finančni instrumenti so se uporabljali za lažje izdajanje ABCP (asset backed commercial paper), MBS (mortgage backed securities) in ostalih finančnih instrumentov, s katerimi so senčno bančne institucije veliko trgovale (FCIC, 2010b).

CDS – credit default swap je v najbolj osnovni obliki bilateralna pogodba med kupcem in prodajalcem zavarovanja, vendar je za razliko od navadnega zavarovanja, tu predmet zavarovanja nek finančni instrument. Je kreditni derivat, pri katerem kupec periodično plačuje prodajalcu premijo, ta pa mu v primeru, da zavarovani finančni instrument propade, izplača njegovo nominalno vrednost, kupec pa mu instrument fizično preda (Weistroffer, 2009). Proces je ponazorjen v Sliki 1.

Slika 1: CDS



Vir: C. Weistroffe, *Credit default swaps*, 2009.

CDS-i sicer obstajajo že od leta 1990, vendar pa je trg velikanski porast dosegel šele po letu 2003, njegova vrednost pa je do leta 2007 zrasla na 62 bilijard dolarjev. Zaradi bega institucionalnih investitorjev od teh pogodb pa jih je bilo leta 2008 sklenjenih le za 38, leta 2009 pa za 30 bilijard dolarjev (ISDA, 2010). Največji zavarovatelj finančnih instrumentov preko CDS-ov je bila zavarovalnica AIG, ki je zavarovala in jamčila predvsem za nizko tvegane tranše³ CDO-jev.

CDO - collateralized debt obligation je tip strukturiranega ABS (asset-backed security) oziroma s sredstvi zavarovanega vrednostnega papirja. Izdale so ga posebne institucije, SPV, z namenom financiranja dolgoročnih sredstev, ki jih ta SPV ima. Razdeljeni so v različne razrede ali tranše glede na tveganje in donos. CDO-ji so bili v začetku tega tisočletja najhitreje rastoči sektor ABS trga, saj so se jih, ker so ponujali 2-3 procente višje obresti kot ostale podjetniške obveznice z isto bonitetno oceno, posluževali vsi od zavarovalnic, vzajemnih skladov, komercialnih bank do pokojninskih skladov ter investicijskih bank. Pomembna lastnost CDO-jev, kot tudi vseh drugih ABSov, je da omogoča izdajatelju prenos kreditnega tveganja, ki izvira iz sredstev SPVja, na drugo institucijo ali individualnega investitorja. Trg je bil pred krizo leta 2007 vreden okrog 480 milijard dolarjev, med krizo leta 2008 pa se je njegov obseg zmanjšal na borih 60 milijard dolarjev (SIFMA, 2010). CDO-ji so igrali pomembno vlogo v procesu listinjenja, saj so nebančne institucije preko njih dobivale

³ Tranširanje vrednostnih papirjev v različne razrede tveganosti in donosnosti se je pojavljalo v procesu listinjenja in je podrobneje razloženo v poglavju 2.5.

denar od investitorjev za financiranje svojih dolgoročnih sredstev, največji kupci visoko tveganih tranš CDO-jev pa so bili hedge skladi.

CDO-ji naj bi diverzificirali tveganje s povezovanjem in mešanjem hipotekarnih posojil iz različnih delov Amerike, tako da padec vrednosti nepremičnih na enem delu ne bi povzročil prevelike škode, vendar je bilo spregledano, da se je nepremičninski mehurček napihoval povsod po ZDA, tako da CDO-ji niso diverzificirali tveganja, temveč so ga koncentrirali v skupku instrumentov pod velikim vzvodom.

OTC trg je trg, na katerem se pogodbe sklepajo neposredno med dvema strankama brez kakršnihkoli posrednikov. Tako se največ trguje s swapi, forward rate pogodbami in »eksotičnimi« opcijami. Senčno bančni sistem je veliko količino trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti opravil prav preko OTC trga. Pogodbe sklenjene na tem trgu bi morale trg ščititi pred tveganjem, namesto tega pa so izkoriščale slabo regulacijo nad njimi in so postale način za ustvarjanje velikih stav. Tako so tveganje na trgu močno povečevale. OTC trg je največji trg za izvedene finančne instrumente in ga je zelo težko regulirati zaradi zaupnosti podatkov med visoko sofisticiranimi subjekti, kot so banke in hedge skladi. Tudi njegovo velikost je težko podati, saj se pogodbe sklepajo privatno in niso vidne na borzi. Subjekti na tem trgu pa se zaradi tega soočajo tudi s tveganjem, da nasprotna stran ne bo izpolnila dogovora, saj nihče ne skrbi za poplačila med njimi (FCIC, 2010). Trg je po podatkih BIS zadnjih nekaj let pred finančno krizo strmo naraščal in sredi leta 2008 dosegel vrednost 684 bilijonov \$, od tega je bilo 8 % CDSov, ki je najbolj pogost kreditni derivat (BIS Press release, 2008).

REPO trg je bil, v času pred krizo, zelo velik in pomemben kratkoročni vir financiranja institucij senčnega bančništva. Panika, ki je nastala v letih 2007 in 2008, se je začela z begom institucij prav s tega trga. Ogromne količine denarja so z repo trga dobivale predvsem velike investicijske banke, katerih poslovanje je bilo odvisno od vsakokratnih podaljševanj teh posojil.

Repo pogodba (angl. *Sale and Repurchase Agreement*) je pogodba, v kateri si ena stran sposodi denar in se obveže, da bo ob povračilu posojila plačal tudi v naprej dogovorjene obresti, posojilodajalec pa svoje posojilo zavaruje, tako da v zameno dobi določene vrednostne papirje v enaki vrednosti. Pri pogodbi se posojilojemalec obveže, da bo nemudoma prodal vrednostne papirje posojilodajalcu in jih kasneje, na dogovorjen datum, tudi odkupil nazaj. Ponavadi gre za zelo kratkoročna posojila, velikokrat čez noč, vendar z možnostjo podaljševanja pogodbe vsakič znova. Tržna likvidnost za repo pogodbe je zelo dobra, prav tako pa je naložba zelo varna, zato so bili zelo veliki kupci teh pogodb pred finančno krizo, skladi denarnega trga (katerih funkcija je opisana v nadaljevanju). Problem pa je nastal, ko velike finančne institucije niso uporabljale teh pogodb le v izjemnih primerih za poplačila kakšnih nepredvidljivih stroškov. Postale so namreč pomemben vir njihovega financiranja. Trg je tako do leta 2007 postal vreden že okoli 12 bilijard dolarjev. Na njem so

bili prisotni večinoma institucionalni investitorji, ki so v letih 2007 in 2008, s paničnim umikom s tega trga s seboj povlekli tudi ogromne količine denarja. Institucije, ki so bile odvisne od tega financiranja, pa postavili na rob propada (Kwak, 2009).

Za zavarovanje na repo trgu lahko služijo različni vrednostni papirji, od ameriških zakladniških zapisov do MBSov. Od njihove vrste je odvisna tudi višina varnostne marže (angl. *haircut*), ki je za bolj varne vrednostne papirje nižja, pri bolj tveganih papirjih pa višja. To v praksi izgleda tako, da podjetje, v zagotovilo za posojilo v vrednosti 100 \$, izroči vrednostne papirje v vrednosti 103 \$. Varnostna marža pa je višja tudi v bolj tveganih časih, ko podjetje oceni, da bo na trgu težje prodala vrednostne papirje, ki jih je dobila v zagotovilo. Kako se je gibala višina varnostne marže v času pred in med krizo, je prikazano v Prilogi 4. Nekateri, kot na primer investicijska banka Lehman Brothers, pa so se posluževali tudi računovodskih ukan. Ta banka je z ukano imenovano Repo 105, v zamenjavo dajala vrednostne papirje v vrednosti 105 % posojila. Po takratnih računovodskih standardih se to posojilo ni več obravnavalo kot repo posel, temveč so ga lahko prikazali kot prodajo lastnih vrednostnih papirjev in tako »olepšali« svojo bilanco.

2.4 Vloga izvenbilančnih entitet v senčnem bančništvu

V zadnjem času so se banke in druge finančne institucije začele posluževati novih aktivnosti, kot je izvenbilančno financiranje. Gre za financiranje, pri katerem se lastniški kapital, sredstva in obveznosti ne knjižijo v bilanci te institucije, temveč se prenesejo na drugo, navadno posebej za ta namen osnovano, entiteto ali SPV. Zanimiv je predvsem z vidika obvladovanja tveganja, saj banka s tem, ko prenese sredstva in obveznosti, prenese tudi z njimi povezano tveganje. Glede na to, da ta sredstva in obveznosti niso nikoli knjižena v bilanci matične institucije, se jim ni potrebno ujemati. Ujemati se morajo samo na bilanci SPVja, ki pa je zasnovan tako, da omogoča lažje upravljanje z njimi. Izvenbilančno financiranje se uporablja tudi za druge namene kot na primer v izogib davkom in doseganje kapitalskih zahtev, saj si banke s tem znižujejo razmerje med kapitalom in dolgom oziroma t.i. vzvod.

Finančna kriza 2007-2009 je razkrila množično širjenje izvenbilančnih entitet od leta 1990, ki niso bile povsem jasno definirane in s tem predmet stroge regulacije in nadzora. Entitete so finančnim institucijam dovolile prenos tveganja iz njihovih bilanc, izboljšale likvidnost posojil skozi listinjenje, omogočale ustvarjanje provizij in pomagale pri dosegu kapitalskih zahtev. Bile so del procesa, ki je omogočal posojilojemalcem dodaten dostop do kreditov, ki jih drugače ne bi bili sposobni dobiti. Listinjenje pa je bankam v času krčenja depozitov seveda predstavljalo še kako dobrodošel vir financiranja. Vendar pa, ko so se pojavili dvomi o ocenah kvalitete listinjenih sredstev, so le-ti povzročili sistematične odlive z denarnega trga (IMF report, 2008, str. 69).

Izvenbilančno financiranje lahko definiramo kot financiranje, ki se ne pojavi med sredstvi banke v bilanci stanja, banka pa kljub temu za njih prejema provizije. To bankam predstavlja

alternativni vir dohodkov, omogoča jim pridobivanje novih sredstev, izboljšuje likvidnost in kapitalsko ustreznost ter zmanjšuje kreditno izpostavljenost. Banke pa so s temi aktivnostmi izpostavljene izvenbilančnemu tveganju, ki je pravzaprav pogojno tveganje. V primeru, da se nek dogodek izvrši, se morajo ta, t.i. pogojna sredstva in obveznosti, preknjižiti nazaj v bilanco stanja banke in se ne vodijo več izvenbilančno. Izvenbilančne aktivnosti torej neposredno vplivajo tudi na prihodnjo dobičkonosnost in solventnost finančne institucije in posledično na prihodnjo bilanco stanja in izkaz uspeha. Finančne institucije morajo zaradi tega podrobno preučiti vsa tveganja, povezana z njihovimi izvenbilančnimi posli (Deželak 2008, str. 7). V senčnem bančništvu pa sta pomembno vlogo pri izvenbilančnem financiranju igrali spodaj opisani entiteti; to sta SPV in SIV.

2.4.1 SPV

SPV (angl. Special purpose vehicle) je pravna oseba, ki je ustanovljena s točno določenim namenom druge entitete oziroma matičnega podjetja. To podjetje ga sponzorira in kontrolira, vendar si ga ne lasti. V primeru, da bi si ga lastila, bi to izničilo smisel njihovega obstoja, saj bi bil SPV tako predmet istih regulatornih predpisov. Prav temu pa so se banke v prvi vrsti hotele izogniti. SPV je lahko v obliki korporacije, sklada, partnerstva ali družbe z omejeno odgovornostjo. Največkrat pa je v procesu listinjenja nastopal kot sklad. Tipično so jih ustanavljala podjetja z namenom izoliranja sebe od finančnega tveganja, katerega so prenesla nanje. To so storila tako, da so nanj prenesla svoja sredstva, s katerimi so nato upravljali ali financirali večje, bolj tvegane projekte. Žal pa so bili ničkolikokrat tudi predmet zlorabe, med katerimi je najbolj znan Enronov škandal. Podjetja so preko njih prikrivala izgube in izkazovala previsoke prihodke (Gordon & Souleles, 2005, str.13).

Nekateri razlogi za ustanovitev SPVja (Structured investment vehicle, 2010):

1. **Listinjenje** – SPV se je pogosto uporabljal v procesu listinjenja posojil (ali drugih terjatev). Če je na primer banka želela izdati MBS (mortgage-backed security), ki je del paketa posojil, je morala, če je želela zagotoviti, da ima prioriteto pri prejemu plačil imetnik tega posojila, prenesti posojila na SPV in jih ločiti od ostalih obveznosti banke.
2. **Deljenje tveganja** – Korporacije so lahko uporabljale SPV, da so legalno izolirale visoko tvegane projekte ali sredstva stran od matičnega podjetja in delile tveganje tudi z drugimi investitorji.
3. **Regulacija** – SPV je bil včasih ustanovljen kot »sirota«, da so lahko zaobšli zakone, ki so se nanašali na nacionalnost lastništva določenih sredstev.
4. **Konkurenca** – V SPV so podjetja lahko prenesla določeno intelektualno lastnino, do katere bi lahko v matičnem podjetju, pod kakšnimi starimi licenčnimi pogoji, dostopal kateri od konkurentov.
5. **Finančni inženiring** - Mnogokrat so bile te entitete vključene v sheme finančnega inženiringa, preko katerih so se podjetja skušala izogniti davkom in finančnim predpisom

2.4.2 SIV

SIV (angl. *structured investment vehicle*) je vrsta sklada v senčnem bančnem sistemu in je tip SPVja. Leta 1988 sta ju izumila dva londonska bankirja Nicholas Sossidis in Stephen Partridge-Hicks pod okriljem finančnega konglomerata Citygroup, popularna pa so bila vse do zloma borze leta 2008 (Davies, Sakoui & Tett, 2008). SIV je v bistvu posebna vrsta SPV-ja in se od njega razlikuje po tem, da je sredstva SIV-ja mogoče prenesti nazaj v matično institucijo. SIV je sicer samostojna entiteta, vendar se je vedelo, kdo ga je ustanovil. Če je torej zašel v težave, je to kvarilo ugled matične institucije, ki bi lahko zaradi tega začela izgubljati zaupanje svojih investitorjev. Slednje se je dogajalo v času finančne krize 2007-2009, ko so matične institucije s svojimi sredstvi pokrivalo velike izgube SIV-jev.

Prva SIV-ja sta bila ustvarjena kot odgovor na takratno volatilnost na kapitalskih trgih in na željo investitorjev po visoko ocenjenem skladu, ki bi izplačeval bolj stabilne obresti na vloženi kapital. Strategija teh skladov je bila pridobivanje denarja z izdajo kratkoročnih vrednostnih papirjev po nižji obrestni meri, nato pa posoja tega denarja na daljši rok po višji obrestni meri. Razlika med plačanimi in prisluženimi obrestmi pa je bil dobiček. SIV-ji so bili skladi odprtega tipa, njihova strategija pa je bila nenehno kupovanje novih sredstev, medtem ko so stara zapadla v plačilo, managerju sklada pa je bilo dovoljeno menjavati naložbe, ne da bi jim bilo treba o tem obveščati investitorje ali jim kakorkoli razkriti strukturo sklada. Imeli so torej proste roke.

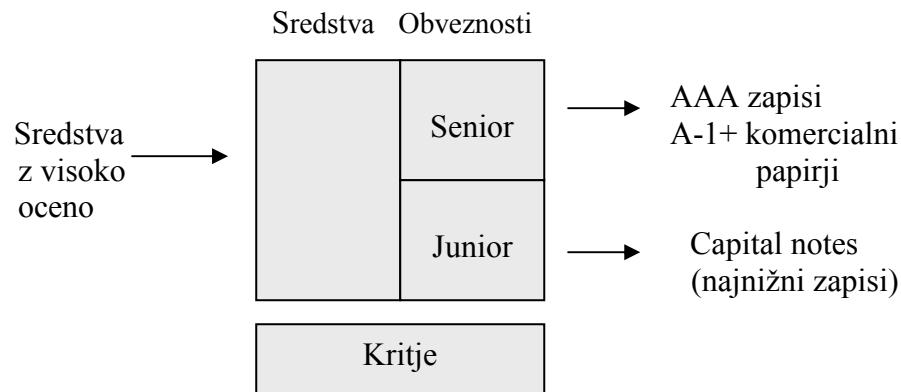
SIV-ji so bili zelo popularni in leta 2007 jih je obratovalo 29. Takrat so dosegli vrh in obvladovali kar 400 milijard dolarjev sredstev (Neate, 2009). Prav vsi pa so bili ustanovljeni v t.i. davčnih oazah, torej državah, kot so Kajmanski otoki in Jersey, da so se pod njihovimi zakoni lahko izognili plačilu davka in zahtevam po kapitalski ustreznosti po pravilih, ki jih postavlja Basel II.

Strukturirani investicijski sklad si lahko predstavljamo tudi kot virtualno banko, katero banka kontrolira in sponzorira, vendar pa si je ne lasti. Namesto, da zbira depozite širše publike oziroma privatnega sektorja, si izposoja denar z denarnega trga s prodajanjem kratkoročnih (pogosto manj kot eno leto) instrumentov, imenovanih komercialni papirji. Obrestne mere, ki jih plačujejo nanje, pa so pogosto blizu medbančne obrestne mere, imenovane LIBOR ali EURIBOR, po kateri si banke med seboj posojajo denar za potrebe kratkoročne likvidnosti. Zbrana sredstva se nato porabljajo za nakupe dolgoročnih (daljše kot eno leto) obveznic. Na njih pa dobivajo navadno 0,25 %, višje obresti, kot jih izplačujejo za komercialne papirje. Prav s to razliko v obrestnih merah pa SIV ustvari dobiček, katerega del se nato izplača upravitelju sklada, del pa si ga banka pripiše kot nagrado (Davidson, 2009, str.17-19).

2.4.2.1 Delovanje in struktura

Kot že omenjeno, se SIV-ji financirajo z izdajanjem kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki pa jih lahko razdelimo na dva sklopa oziroma razreda. Tako imamo v bilanci stanja knjižene prvovrstne (angl. *Senior*) in drugorazredne (angl. *Junior*) obveznosti, s povprečnim vzvodom nekje med 10 in 15. Prvorazredne obveznosti, ki so vedno ocenjene z vsaj dveh bonitetnih hiš in nosijo najvišje ocene so mešanica med srednjeročnimi zapisi, ocenjenimi z AAA in komercialnimi papirji, ocenjenimi z A-1+. Drugorazredni dolg pa se nahaja v razredu BBB, dostikrat pa sploh ni ocenjen. Pri nekaterih pa je obstajal tudi vmesni razred z ocenami A. Ta proces se imenuje tranširanje in je podrobneje razložen v poglavju 2.5. Iz Slike 2 pa je razvidna poenostavljena bilanca SIV-ja (Structured investment vehicle criteria, 2010).

Slika 2: Poenostavljena bilanca SIV-ja



Vir: *Structured investment vehicle criteria, 2010.*

Da pa so zapisi in komercialni papirji lahko ocenjeni kot prvovrstni, mora zaradi njihove likvidnosti, za njimi stati tudi banka. To zmanjša investitorjevo izpostavljenost tržnim nihanjem, ki bi lahko povzročila nezmožnost SIV-ja poplačati dolg ob zapadlosti.

2.4.2.2 Primerjava SIV-ja s komercialno banko

Če primerjamo SIV s tradicionalno banko, ugotovimo, da med njima obstaja kar nekaj ključnih razlik. Banka je finančni posrednik, ki povezuje depozitorje in primarne posojilojemalce (fizične osebe, podjetja, jemalce hipotek...), SIV pa počne podobno, financira hipoteke, kreditne kartice, študentska posojila, vendar z izdajo vrednostnih papirjev. Pomembna razlika je tudi ta, da pri depozitnih bankah depozite zavaruje država, ki torej jamči, da bodo upniki v primeru propada banke poplačani. Denarja, ki ga ljudje porabijo za depozite, pa je vedno približno enako. Namreč oseba, ki denar nalaga v depozite, ga lahko le dvigne in pospravi pod preprogo ali pa ga preloži na drugo banko. Vsak mali individualni depozitor ima tako zelo malo vpliva na obrestno mero na depozit. Na drugi strani pa imamo

denarni trg, ki je veliko bolj volatilen. V primeru, da sklad ali kaka druga entiteta ni zmožna poplačati svojih obveznosti pa investitorjem za naloženi denar ne zagotavlja država. Na obrestno mero lahko vplivata tako investitor kot odjemalec, kar pojasnjuje tudi posojilno stran bilance SIV-ja, ki je sestavljena iz fiksnih posojilnih dob in se ne oblikuje na podlagi povpraševanja po njih. V primeru kriznih situacij, kot je bila nedavna finančna kriza, kupce komercialnih papirjev zaskrbi izpostavljenost SIV-ja likvidnostnim težavam in svoje naložbe raje preusmerijo v varne obveznice, kot so državne obveznice, ali pa denar prenesejo v bančne depozite. Če se to zgodi in SIV ne more zbrati novega denarja, bo prisiljen v odprodajo svojih sredstev. V primeru, da njihova cena na trgu ne bo dovolj visoka, pa SIV-ju grozi propad (Structured investment vehicle, 2010).

2.4.2.3 Tveganja

Tveganje, ki izhaja iz transakcij, je dvotirno. Prvo je tveganje solventnosti. To izhaja iz predpostavke, da vrednost dolgoročnih vrednostnih papirjev, ki jih je SIV kupil, pade pod vrednost kratkoročnih izdanih vrednostnih papirjev. Drugo pa je tveganje likvidnosti. Slednje izhaja preprosto iz dejstva, da SIV kupuje dolgoročno in prodaja kratkoročno. Vseskozi mora torej skrbeti, da bo imel dovolj denarja za poplačilo obveznosti, ki zapadejo prej kot sredstva in če se zgodi, da kratkoročnih obveznosti ne more refinancirati po želeni obrestni meri, je SIV prisiljen prodati sredstva tudi pod ceno.

Pri dajanju kreditov so tradicionalne banke veliko bolj previdne kot SIV-ji, saj so vezani na posojilojemalca za nekaj let ali celo desetletij, ko podpišejo pogodbo. Od tod torej izvira potreba po dobri ocenitvi posojilojemalca, njegove plačilne sposobnosti in tveganja, da bo izostal od plačila. Banke tudi spremljajo kreditojemalčevo plačilno sposobnost in jo nadzirajo ves čas vračanja posojila. V svetu zavarovanih kreditov pa tisti, ki posojilo izda, lahko posojilo nemudoma proda SIV-ju ali kakemu drugemu institucionalnemu investitorju. Tako je kupec tega kredita tisti, ki je običal s tveganjem, zato je tukaj znatno nižja potreba izdajatelja kredita po oceni tveganosti posojilojemalca. Še več, izdajatelji teh kreditov si služijo plačo tudi s provizijo na te kredite, katere višina je odvisna od prodanih paket kreditov. Poleg tega, tudi niso imeli potrebe po sprotnem spremljanju strankine sposobnosti odplačila. To naj bi v teoriji izvajale bonitetne hiše, ki pa so raje, kot se ukvarjale s posameznikovo oceno, izračunavale in sledile statistični oceni celega paketa kreditov in nato prilagajale njihov matematični model. V primerjavi s tradicionalnim posojanjem depozitnih bank so torej ocene kreditnega tveganja izvedene od teh entitet precej manj kvalitetne. Prišlo je celo tako daleč, da so bile nekatere hipoteke dane tudi osebam brez prihodkov, službe ali kakršnihkoli sredstev; imenovali so se posojila lažnivcem (angl. *Liar's loans*). Delovala so tako, da posojilodajalec ni šel skozi standardno proceduro in preverjal izpiskov posojilojemalca, temveč je ta le moral navesti svoj prihodek, nakar so mu verjeli na besedo. Vse je delovalo dobro, dokler gospodarstvo ni začelo pešati. Takrat se je pokazala slabost tega sistema (Structured investment vehicle, 2010).

SIV-ji in podobne entitete torej posojajo denar skozi proces listinjenja (angl. *securitisation*), pri katerem so posojila povezana v paket z ostalimi tisočimi ali celo deset tisočimi posojili istega tipa in so prodani kot celota. Proces je v senčnem bančništvu in pri nedavni finančni krizi igral pomembno vlogo, zato ga podrobneje opisujem v naslednjem poglavju.

2.5 Listinjenje (securitisation)

Proces listinjenja pomeni zbiranje in združevanje določenih podobnih si posojil v pakete, ki se nato financirajo preko denarnega trga s prodajo vrednostnih papirjev, navadno institucionalnim investitorjem. Koncept se uporablja v različnih industrijah z namenom alternativnega zbiranja sredstev in upravljanja s tveganjem. Proces je vse prej kot enostaven, saj je v primerjavi s tradicionalnim načinom posojanja, tu prisotnih mnogo več igralcev.

2.5.1 Udeleženci

Osnovni trije, ki so prisotni v vsakem procesu, so: ustanovnik terjatev (angl. *Originator*), ponavadi banka, izdajatelj vrednostnih papirjev in investitorji (Gorton & Souleles, 2005, str. 12-13).

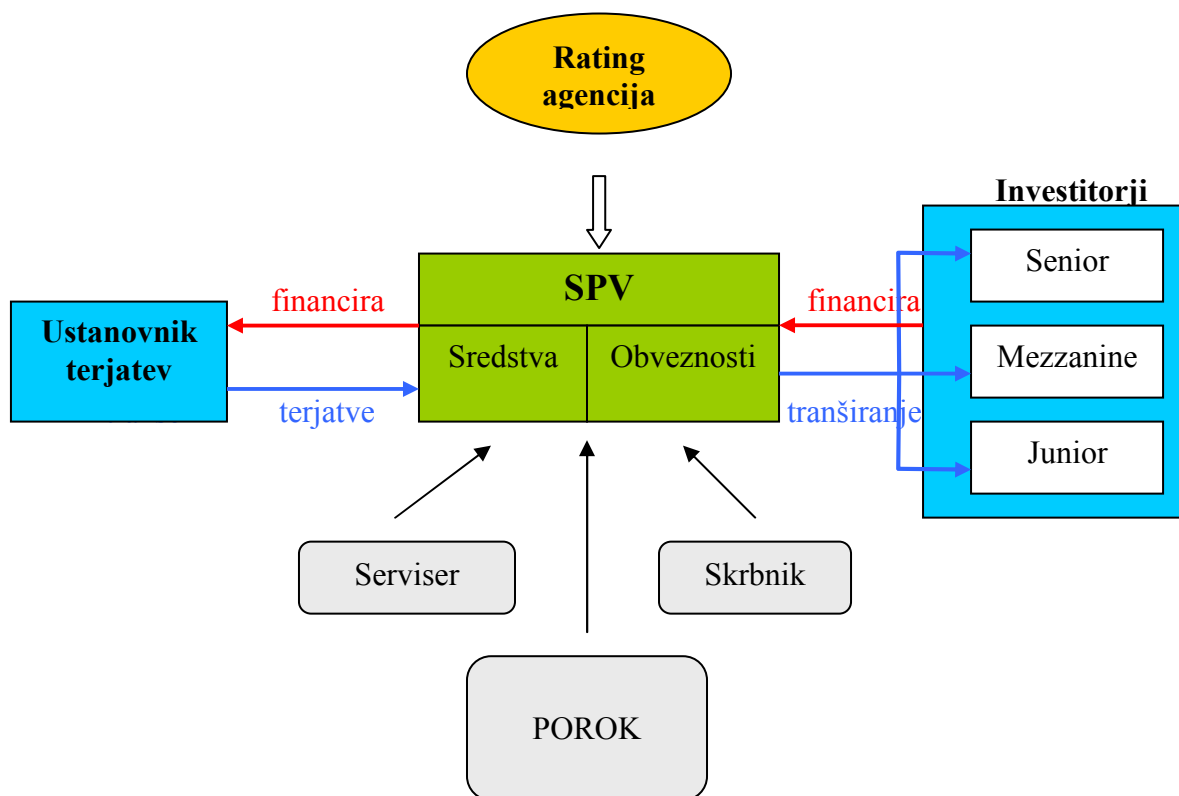
1. **Ustanovnik terjatev** – gospodarski subjekt, ki želi pridobiti likvidna sredstva, ponavadi banka.
2. **Izdajatelj** – samostojna pravna oseba, ponavadi SPV, ki odkupi terjatev z gotovino, zbrano s prodajo vrednostnih papirjev.
3. **Investitorji** – kupci vrednostnih papirjev, navadno institucionalni investitorji (banke, vzajemni in pokojninski skladi, zavarovalnice).
4. **Rating agencija** – v zameno za provizijo, podajo bonitetno oceno vrednostnim papirjem, torej ocenijo tveganje, tudi na podlagi premoženja, ki služi kot zavarovanje; investitor se v skladu z njimi lažje odloča za nakup v skladu s svojimi preferencami.
5. **Porok** – Državna ali privatna ustanova (zavarovalnica, poslovna banka), ki prevzema tveganje, da posojilojemalec zamudi ali celo izostane od plačila in jih s tem naredi bolj privlačne za vlagatelje.
6. **Serviser** – Subjekt, ki skrbi za odplačevanje posojil posojilojemalcev in vodenje dolga.
7. **Skrbnik** – Skrbi, da investitor prejema plačilo in da vse poteka nemoteno; od izdajatelja lahko tudi zahteva zamenjavo serviserja, če z njegovim delom ni zadovoljen; specializirana pravna podjetja.

2.5.2 Proces

Listinjenje je strukturiran finančni proces, ki razporedi tveganje, povezano s posameznim posojilom na cel paket posojil, v katere jih združuje. Začne se s prenosom terjatev ustanovnika teh terjatev, izdajatelju (ponavadi SPV ali SIV), ki je v bistvu ustvarjen z namenom, da te terjatve odkupi in jih izolira od njihovega tvorca. S tem se na novo entiteto

prenese tudi vse tveganje, povezano s terjatvami, tako da se pri oceni finančnega tveganja tvorca le-tega ne upošteva. SPVji so nato kupce za te terjatve iskali z izdajanjem in prodajo vrednostnih papirjev. Slednji so bili razdeljeni v tranše na podlagi pripisane bonitetne ocene. Bonitetno oceno poda rating agencija, za kar zaračuna provizijo. Vrednostni papirji so bili ponavadi, z namenov povečanja bonitetne ocene, zavarovani pri privatni ali državni ustanovi oziroma poroku, kar s samim paketom posojil. Šlo je torej za pretvarjanje manj likvidnih oblik gotovinskih tokov – posojil, v bolj likvidne, kot so vrednostni papirji. Kupci teh vrednostnih papirjev pa so bili investitorji, ki so nase prevzeli celotno kreditno tveganje. Nagrajeni so bili z obrestmi, ki so jih plačevali posojilojemalci, seveda ne celotnimi, saj so si svoj delež vzeli tudi izvajalci listinjenja. Proces torej omogoča zbiranje novih sredstev, ki pa se ne odražajo na bilancah tvorcev terjatev. Pogosto so se ga posluževale banke, predvsem zaradi doseganja zahtev po kapitalski ustreznosti in želje po prenosu tveganja na nekoga tretjega. Predstavljal pa jim je seveda tudi vir dodatnega zaslužka (Gordon & Souleles, 2005, str. 13). Proces je predstavljen tudi grafično v Sliki 3.

Slika 3: Proces listinjenja



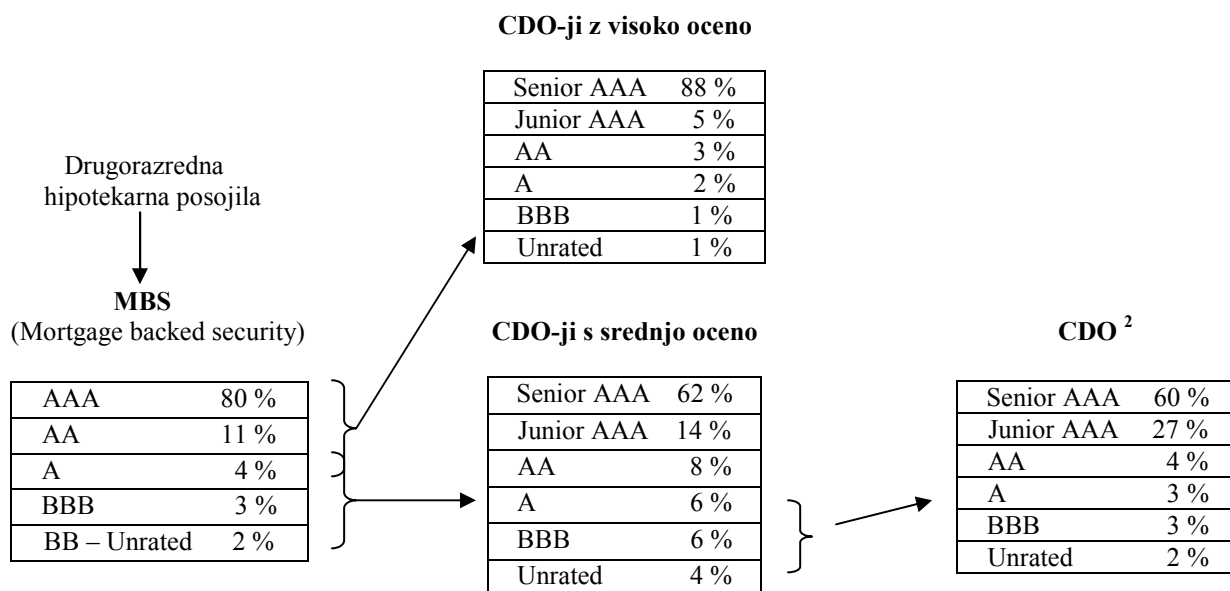
Vir: I. Fender & J. Mitchell, *Complexity risks and the use of ratings*, 2005, str. 70.

Vrednostni papirji so bili razdeljeni v različne tranše, da bi zadovoljili različne želje investorjev po tveganju. Navadno so jih razdelili v tri tranše: nadrejene (angl. *senior*), srednje (angl. *mezzanine*), podrejene (angl. *Junior/Equity*). V tem vrstnem redu je naraščalo tudi tveganje in donosi. Seniorja so ocenile bonitetne hiše z najvišjimi ocenami, kar je pomenilo, da so najmanj tvegane in so zato tudi prinašale nižje donose. Junior pa so bile

ocenjene z najnižjimi ocenami ali pa sploh niso bile ocenjene in so prinašale najvišje donose. Hkrati pa so bile Junior tranše tudi najbolj tvegane, saj so v primeru izgub le-te prve absorbirale. Tranšni portfelj, kot je prikazano na Sliki 4, je bil ponavadi sestavljen iz velike večine seniornih tranš. Glede na to, da so bile stopnje donosa teh vrednostnih papirjev po navadi višje od donosa podjetniških obveznic, so predstavljali zanimivo naložbeno alternativo. Listinjenje pa je bilo posebej privlačno za investitorje z večjimi količinami kapitala, saj je na trgu vladalo pomanjkanje kvalitetnih in donosnejših naložbenih možnosti (Echave, 2008).

Zanimivo je dejstvo, da je bilo v ZDA listinjenih okoli 75 % vseh drugorazrednih kreditov. Od tega jih je bilo 80 % financiranih s prodajo MBS (vrednostni papirji, kriti s hipotekami) z najvišjo bonitetno oceno oziroma senior tranšami. Okoli 18 % jih je bilo financiranih z MBS v srednjih tranšah, ki so se, če po njih ni bilo dovolj povpraševanja, znova zapakirali in oblikovali CDO². Vrednostni papirji z ocenami AAA do A (torej iz senior in mezzanine tranš) so bili nato zavarovani z najvišje ocenjenimi CDO-ji. Okoli 2 % kreditov pa ni bilo ocenjenih in so bili dodani paketu posojil zato, da je ta presegal vrednost vrednostnih papirjev, izdanih za njegovo financiranje. Z angleško besedo temu pravimo »overcollateralization«. Na ta način pa se poveča stabilnost donosov na vrednostne papirje, saj tudi, če nekateri krediti propadejo, to ne vpliva posebej na izplačila obresti na vrednostne papirje. (IMF report, 2008, str. 59). Opisano prikazuje tudi Slika 4.

Slika 4: *Financiranje drugorazrednih kreditov*



Vir: IMF report, 2008, str. 59

Proces listinjenja se je poskusno začel uporabljati proti koncu sedemdesetih let prejšnjega stoletja, od takrat pa se je hitro razvijal. Začelo se je s pakiranjem hipotekarnih posojil (MBS), leta 1985 pa se je tehnika prvič uporabila tudi za avtomobilska, študentska in ostala posojila z

občutno krajšo dobo odplačila, kar jih je naredilo bolj predvidljiva. To je investitorjem vlilo več zaupanja in v letu 2008, ko je postal kar že ključen vir financiranja, je bila njegova velikost ocenjena na okoli 10 milijard \$ v ZDA in dobri 2 milijardi \$ v Evropi (Hahn, 2005; Securitization, 2010).

Če pogledamo trend listinjenja od leta 1985 do leta 2005, lahko vidimo strmo naraščajočo prisotnost listinjenja v samem načinu poslovanja bank. Banke so do leta 1985 listinjile 126 milijard \$, tekom naslednjih dvajsetih let pa se je ta vrednost povzpela na vrtočglavih 2,7 triljona \$. Razlog za tako dramatičen porast listinjenja lahko najdemo pri institucionalnih investitorjih, in sicer v njihovem povečanem povpraševanju po finančnih instrumentih in njihovi pripravljenosti in sposobnosti investirati v kreditna tveganja. Drugi razlog, ki prav tako pojasnjuje ta razvoj, pa tiči v tehnoloških in finančnih inovacijah v teh letih. Slednje so namreč zmanjševale stroškovne strukture izdaje različnih vrst finančnih instrumentov (Altunbas, Gambacorta & Marques, 2007, str. 7-8). V Tabeli 1 je lepo viden naraščajoči trend listinjenja od leta 2000 in pa večji padec leta 2008, ko so se institucionalni investitorji umaknili s tega trga.

Tabela 1: Količina listinjenja

mrd. EUR	EU					ZDA
	Q1	Q2	Q3	Q4	SKUPAJ	SKUPAJ
2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2	1.088,0
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6	2.308,4
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,6	2.592,7
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3	2.914,5
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5	1.956,6
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0	2.650,6
2006	69,0	114,3	112,8	184,9	481,0	2.455,8
2007	128,7	152,0	98,3	74,7	453,7	2.147,1
2008	40,0	169,4	134,1	367,6	711,1	933,6

Vir: Securitisation Data Report, 2010

Banke so listinjenje uporabljale tudi za učinkovitejše alociranje kapitala. Z odstranjevanjem posojil iz bilance stanja so zmanjševala tvegani kapital in s tem tveganost sredstev, kapital pa so osvobodile za nadaljnje širjenje. V teoriji je bilo mišljeno, da bi se s tem procesom tveganje, povezano z bančnim posojanjem, razpršilo. Največ tveganja naj bi nosili premožnejši investitorji, ki so sposobni prenesti večje izgube. Banke naj bi širše razporedile tveganje s tem, da svojih posojil ne knjižijo v svoje bilance, temveč jih kot zavarovane in preoblikovane v vrednostne papirje prodajajo investitorjem po svetu. V praksi pa so stvari izgledale malce drugače, saj je proces deloval tako, da je vse tveganje kopičil v bančnem

sektorju, za kar je obstajal preprost razlog. Banke in drugi finančni posredniki so si v želji, da bi si čim bolj začinili kratkoročne dobičke, povečevali svoj vzvod. To pomeni, da so postajali vse bolj zadolženi, s sposojenim denarjem pa so kupovali vrednostne papirje kar drug od drugega. Posledica je seveda bila, da tveganja niso razpršili po celotnem gospodarstvu, temveč so ga kopičili v samem bančnem sistemu (Adrian & Shin, 2009, str. 11).

2.5.3 Tveganja, povezana z listinjenjem

Listinjenje je neločljivo povezano s tremi vrstami kreditnega tveganja. Prvo tveganje izvira iz izpostavljenosti preostalih neplačil, ki so izgube listinjenih posojil, ki ostanejo banki po prodaji, če posojilojemalec izostane od plačil, banka pa na njih dobiva obresti. Druga vrsta kreditnega tveganja je povezana s kvaliteto kreditov, ki ostanejo knjiženi v bilanci banke. Če banke prodajo kvalitetne kredite z nizko stopnjo tveganja, ostanejo na bilanci banke višje tvegani krediti. Banke morajo tako pričakovati višjo izgubo, ki zniža dobiček in poveča koeficient tveganja kapitala. V tem primeru morajo banke pridobiti več kapitala in s tega stališča se bankam bolj splača prodajati kredite nižje kvalitete. Kot tretje pa tveganje izhaja iz možnosti moralnega poplačila izgub. Banke kredite prenašajo na SIV-je brez možnosti, da bi jih kadarkoli odkupile nazaj in tako, v primeru izgub, le-te pokrile. V primeru, da se ti krediti odrežejo slabo, hoče banka ohraniti svoj ugled in vrednost, saj je investitorjem razkrita, kdo je SIV oskrbel z njimi. V ta namen banka od SIV-ja odkupi slabe kredite, kar pomeni, da so banke izpostavljene večjemu tveganju, kot je bilo najprej pričakovano. Banke bi tako morale imeti na strani več kapitala. Tukaj je bilo zelo očitno, da senčno bančni sistem ni razpršil tveganja tako široko in učinkovito, kot je bilo najprej mišljeno (Pituwan, 2009, str. 16-17).

Posojila, listinjenje, kreditno tveganje in bančni kapital so tako medsebojno povezani. Kreditno tveganje je neločljivo povezano z listinjenjem in posojili. Kot drugo, listinjenje vodi v povečano ponudbo posojil. Banke namreč s povečanim pritokom denarja za financiranje novih posojil izboljšajo svojo likvidnost. Nadalje, od bank se zahteva, da držijo zadostno količino kapitala, da lahko ublažijo nepričakovane izgube, ki izhajajo iz kreditnega tveganja. Tako posojila kot listinjenje so torej povezani s kreditnim tveganjem in vplivajo na bančni kapital. Razlika je le v tem, da so posojila knjižena v bilanci stanja, zato morajo banke držati količino kapitala, primerno njihovem kreditnemu tveganju. Listinjenje pa je izvenbilančna postavka, ki podaja iniciativo za redukcijo kapitala. Listinjenje in rast kapitala sta torej povezana in oba vplivata na kapital, vendar v nasprotnih smereh. Vprašanje je samo, ali imajo banke dovolj kapitala, da absorbirajo nepričakovane izgube, ki izhajajo iz kreditnega tveganja posojil, knjiženih v bilanci in izvenbilančnega kreditiranja preko listinjenja (Pituwan, 2009, str. 16-17).

2.5.4 Vloga matematičnih modelov v procesu listinjenja

Matematični modeli bonitetnih hiš so se zrušili, saj se je izkazalo, da so bile njihove temeljne predpostavke napačne. Najpomembnejši med njimi pa je bil napačno ocenjen trend gibanja cen ameriških nepremičnin, ki so se zniževale veliko hitreje, kot je bilo predpostavljeno. Temu pa bi se bilo moč izogniti, če bi modeli bili popravljeni in bi nepravilno ocenjena posojila bila označena kot visoko tvegana. Med posojilojemalci je bilo veliko oseb, ki že od vsega začetka niso bile zmožne odplačevati svojih posojil, vendar pa jim je uspevalo odplačevati obroke s pridobivanjem novih posojil. Te so dobivali na podlagi višanja cen njihovih nepremičnin in s tem višanja kritja za posojila. To je bilo seveda možno le v takem sistemu, ko nihče ne nadzira posameznih posojilojemalcev. Kredibilnost teh modelov pa je bila še dodatno omajana, ko se je izvedelo, da so tudi bonitetne hiše dobile delež od prodaje paketov, ki so jih ocenjevale. Ocenjena vrednost sredstev, ki so jih držali SIV-ji, pa je prišla pod vprašaj, ko je celoten spekter teh povezanih posojil, od tistih z ocenami AAA kot tudi drugorazrednih, začel zaostajati napram statističnim pričakovanjem. Takrat so se SIV-ji začeli soočati s težavami pri prodaji novih komercialnih papirjev, s katerimi so morali nadomestiti tiste, katerim se je iztekal rok (Schwarcz, 2008; Structured investment vehicle, 2010).

Poleg temeljne napake, pa se je pojavila tudi napaka v skupni oceni možnosti izostanka od plačila za povezane dogodke, ki jih je bilo veliko težje oceniti s podobno natančnostjo kot posamezne dogodke. Če ima SIV na primer tako hipoteke kot tudi kredite za avtomobile, je vsakega posebej lahko dobro oceniti z zakonom velikih števil ali pa preteklimi podatki z predpostavkami kot na primer: »prihodnost bo ista kot preteklost«. Vendar pa je dejstvo, da nezmožnost odplačila hipoteke lahko sproži tudi nezmožnost odplačila kredita za avto. To pa je zelo težko matematično izračunati in kljub temu, da je bil del tega efekta upoštevan v izračunih, pa so bili ti daleč od točnih (Schwarcz, 2008; Structured investment vehicle, 2010).

2.6 Vloga nebančnih finančnih institucij v senčnem bančništvu

V senčno-bančni sistem so vpletene različne vrste finančnih institucij, kot so skladi denarnega trga, hedge skladi, zavarovalnice, investicijske banke, skratka vse institucije, ki svojih sredstev ne zbirajo z depoziti in izvajajo vlogo finančnega posrednika skozi različne vrste finančnih instrumentov. V nadaljevanju so opisane tiste, ki so igrale pomembnejšo vlogo v senčno-bančnem sistemu, Slika 5 pa prikazuje povezavo med njimi. Na levi strani so nanizani porabniki sredstev, ki potrebujejo kratkoročna posojila, za vsakega pa je tudi prikazano, od kod izvirajo njihovi dolgovi. Na desni so prikazane entitete, ki sistem oskrbujejo s sredstvi z investiranjem svojih prihrankov. Na sredini pa so prikazani različni finančni posredniki, pri katerih sredstva so prikazana na levi, obveznosti pa na desni. Različne barve pa označujejo različne trge in instrumente, ki jih te entitete uporabljajo.

Slika 5: Izbrane finančne entitete in dolžniški instrumenti

PORABNIKI SREDSTEV

Obveznosti

Gospodinjstva
Posojila
Hipoteke

Korporacije
Komercialni papirji
Posojila
Zapisi (Notes)
Obveznice

Občine
Komercialni papirji
Zapisi (Notes)
Obveznice

FINANČNI POSREDNIKI

Sredstva	Obveznosti
----------	------------

Depozitne institucije	
Posojila	Depoziti
Hipoteke	Zapisi (Notes)
	Obveznice

Finančna podjetja	
Posojila	Komercialni papirji
Hipoteke	Zapisi (Notes)
	obveznice

Investicijske banke	
Posojila	Repo
Zapisi	Komercialni papirji
Obveznice	Obveznice

SIV-ji	
Posojila	ABCP
Zapisi (Notes)	Zapisi (Notes)
Obveznice	

Skladi denarnega trga	
Repo	Delnice denarnega sklada
Komercialni papirji	
ABCP	

Ostali skladi	
Repo, komercialni papirji, ABCP	Ostale delnice
Zapisi (Notes)	
Obveznice	

OSKRBOVALCI S SREDSTVI

Sredstva

Gospodinjstva
Depoziti
Delnice denarnih skladov
Ostale delnice

Korporacije
Depoziti
Delnice denarnih skladov
Ostale delnice

Občine
Depoziti
Delnice denarnih skladov
Ostale delnice

Vir: FCIC, *Shadow Banking and the Financial Crisis*, 2010b, str. 23

2.6.1 Hedge skladi

Hedge skladi so investicijski skladi, namenjeni le premožnejšim vlagateljem in profesionalcem in spadajo med alternativne oblike investiranja. Sam pojem »hedge« pomeni zaščito oziroma zavarovanje, ki se v njihovem primeru nanaša na zavarovanje pred izgubo vrednosti premoženja. Da zaščitijo tveganje, ki je prisotno v njihovih naložbah, uporabljajo različne tehnike, med katerimi se največ uporabljata »short selling« in izvedeni finančni instrumenti. Tako ima vsak sklad svojo strategijo vlaganja, ki določa tip in metodo, po kateri deluje. Če primerjamo njihove donose z navadnimi investicijskimi skladi, naj bi se malo slabše odrezali v boljših ekonomskih časih, v slabših pa naj bi imeli minimalne izgube. Razlikujejo pa se tudi v regulaciji, saj za njih ne veljajo prepoved »short sellinga«, uporabe izvoda in izvedenih finančnih instrumentov, imajo pa tudi drugačne zahteve glede likvidnosti vloženih sredstev (Ineichen, 2009; Priest, 2007).

Industrija hedge skladov se je od ustanovitve zelo hitro širila, vendar pa je ob pomanjkanju statističnih metod in sploh enotne definicije, ki bi določala, kaj točno v to dejavnost spada, natančne ocene zanjo zelo težko podati. Obstajajo pa približne ocene, ki sredstva Hedge skladov vrednotijo na 2 bilijardi \$. Leta 2008, ko so dosegli vrh, pa jih je bilo okoli 2,5 bilijarde \$. Tekom let pa se je spremenilo tudi delovanje skladov. Sedaj se instrumenti, ki so bili uporabljeni samo za varovanje pred nihanji trga, uporabljajo tudi za špekulacije, ki naj bi povečale dobičke. Tako so nekateri skladi, namesto da bi bili bolj varni, postali veliko bolj tvegani od navadnih (Ineichen, 2009).

Hedge skladi so kljub zanikanju vodilnih mož v tej industriji igrali ključno vlogo pri zagonu nedavne bančne krize. Bili so veliki kupci in trgovalci z lastniškimi vrednostnimi papirji, »toksičnimi« CDO-ji in ostalimi kompleksnimi, visoko tveganimi vrednostnimi papirji. Predvsem pa so bili tudi pod velikim finančnim vzvodom, kar pomeni, da so z izposojenim denarjem še dodatno napihovali cene vrednostnim papirjem. Tako se je med leti 2002 in 2008 vrednost teh skladov kar potrojila na približno 1,8 bilijarde \$. Med tem pa se je prav tako hitro širil trg z drugorazrednimi krediti in kompleksnimi vrednostnimi papirji, kar vsekakor ni naključje (Roubini, 2008).

Vpletenost hedge skladov v senčno bančni sistem kot enih izmed oskrbovalcev s kapitalom, jasno kaže, zakaj ima senčno bančništvo tako velik vpliv na ponudbo kreditov v gospodarstvu (Tett & Davies, 2007). V ta sistem pa jih predvsem uvrščamo na podlagi njihovega nejasnega poslovanja, katerega je težko regulirati. Odgovorni so za velike prenose kapitala in tveganja med institucijami na finančnem trgu, nekateri izmed njih pa kljub temu delujejo izven okvira pristojnosti finančnih regulatorjev. S tem, ko so omejili bazo investitorjev na premožnejše vlagatelje, se hedge skladom v ZDA, pod zakonom iz leta 1940, imenovanim Investment Company Act, ni bilo treba registrirati kot vzajemni sklad. Kot rezultat regulatorji niso bili zmožni zbirati informacij o njihovem številu, velikosti in naravi poslovanja in tako izračunati tveganja, ki so ga predstavljali gospodarstvu. Hedge skladi pa so bili tudi pomembni trgovalni

partnerji velikih komercialnih in investicijskih bank in tako tvorili vez med tradicionalnim in senčnim bančnim sistemom. Mnogi hedge skladi so si naprimer od teh institucij izposojali denar preko repo transakcij, kjer so prejeta denarna sredstva krili oziroma zavarovali s svojimi vrednostnimi papirji. Ta povezava pa je pripomogla k širitvi finančne krize na področje tradicionalnega bančništva (Dodd, 2010).

2.6.2 Zavarovalnice

V senčno-bančni sistem zavarovalnice vključujemo le do neke mere. Svojo dejavnost so namreč izvajale tudi na trgu strukturiranih financ, ki je izraz za sektor, ustvarjen za prenos tveganja z uporabo kompleksnih pravnih entitet. Ta prenos tveganja, uporabljen v procesu listinjenja z različnimi finančnimi sredstvi (kot so hipoteke, avtomobilski krediti, študentska posojila...) je potrošnikom odprl nov vir financiranja. Po mnenju mnogih strokovnjakov naj bi pripomogel k znižanju standardov za odobritev teh kreditov, kar pa je imelo za posledico napihovanje in pok kreditnega balona, ki je sprožil nedavno finančno krizo. Prisotne so bile tudi na trgu izvedenih finančnih instrumentov (OTC trgu) in tako poslovale tudi z novimi, bolj tveganimi produkti.

Pomembno vlogo v senčnem bančništvu so imele t.i. »monoline« zavarovalnice, ki so tako poimenovane, ker so nudile svoje storitve le eni industriji; v našem primeru finančni. Te zavarovalnice so imele prednost pred navadnimi zavarovalnicami, saj so svojo dejavnost osredotočale zgolj na kapitalske trge. Prva taka zavarovalnica je bila ustanovljena leta 1971 z namenom zavarovanja komunalnih obveznic, ki so jih izdajale občine, mesta, države in določene javne ustanove, ki so si tako pridobile možnost za cenejše financiranje. Trg s komunalnimi obveznicami pa so prevzeli, ko so regulatorji v ZDA sprejeli zakon, ki je vsem drugim zavarovalnicam prepovedal poslovanje z njimi (The Economist, 2007a; Monoline insurance, 2010).

Na neki točki, okrog leta 1990, pa so se začeli vpletati tudi v CDO-je in ostale strukturirane finančne produkte. To so počeli skozi CDS, ki so zavarovali dele določenih CDO-jev. Trg s temi instrumenti je po letu 2000 rasel zelo hitro in »monolini« so postaljali vedno pomembnejši igralec na njem. Tako so leta 2006 nudili zavarovanja za sredstva v vrednosti 3,3 bilijarde \$, za njihovo kritje pa so v rezervah držali okrog 34 milijard \$ kapitala, kar je zelo malo (The Economist, 2007; worldlingo.com – monoline insurance). Ko pa se je leta 2007 rast cen nepremičnin ustavila in so zavarovalnice morale začeti plačevati izgube, nastale s propadlimi hipotekami, so bile namenjene v propad. Temu so sledila tudi znižanja v njihovih bonitetnih ocenah, ki so se prenesle tudi na instrumente, ki so jih zavarovale. To pa je imelo za posledico tudi znižanja bonitetne ocene vrednostnih papirjev, ki so jih institucije prodajale investitorjem. Ti so tako v te vrednostne papirje hitro izgubili zaupanje in s trga začeli umikati svoj denar.

Na splošno zavarovalnice, z nekaterimi izjemami, niso investirale veliko v strukturirane finančne produkte. Izgube so si priigrale z ABSi, tiste, ki pa so ustanovile SPVje, pa so absorbirale in financirale tudi njihove izgube. Bolj pomembna pa je bila manjša skupina večjih zavarovalnic in pozavarovalnic, kot je AIG in v manjši meri Swiss Re. Te so svoje zavarovalniške posle razširili v izdajanje kreditnih derivatov na strukturirana finančna sredstva in tako utrpeli večje izgube, ko so ta sredstva izgubila na vrednosti (Impavido & Tower, 2009, str. 22).

Ena največjih zavarovalnic na svetu, AIG, se je v CDS zapletla celo tako močno, da bi brez pomoči države propadla. Poleg CDS so prodajali zavarovanja za pakete drugorazrednih, Alt-A in prvovrstnih hipotek ter CLO (angl. *collateralized loan obligation*). Problem pa je bil v tem, da ti »toksični« instrumenti, niso bili regulirani kot ostale zavarovalniške pogodbe. Družbe tako za njih niso bile obvezane držati kapitalskih rezerv. Ko se je nepremičninski trg zrušil in je prihajalo do zaplemb nepremičnin, so hipotekarni paketi, ki jih je AIG zavaroval, začeli izgubljati na vrednosti. Zavarovalnica bi morala poplačati več sto milijard dolarjev dolgov, tega pa v tako velikem obsegu ni bila zmožna. Kljub temu, da so se te dejavnosti posluževale mnoge institucije in je bila zelo razširjena, pa ji do začetka finančne krize nihče ni posvečal prevelike pozornosti (Gilani, 2008).

2.6.3 Bonitetne agencije

Bonitetna agencija je podjetje, ki pripisuje kreditne ocene izdajalcem določenih dolžniških instrumentov kot tudi instrumentom samim. Njihove ocene uporabljajo investitorji, izdajatelji, investicijske banke, borzne hiše in tudi vlade. Investitorjem agencije povečajo razpon investicijskih možnosti in priskrbijo uporabne ocene kreditnega tveganja, kar poveča učinkovitost trga in zniža stroške tako posojiljemalcu kot posojilodajalcu. Tako se ponudba tveganega kapitala v ekonomiji poveča, kar vodi v večjo rast gospodarstva.

Bonitetne agencije so v senčno bančnem sistemu igrale pomembno vlogo. Njihova naloga je bila, kot tretji osebi, podajati ocene tveganja kompleksnim finančnim produktom v procesu listinjenja. Pomembna vrednota pri njihovem delu pa bi morala biti nepristranskost, saj le tako investitorji lahko zaupajo njenim ocenam. Kot pa vemo sedaj, pa temu ni bilo tako. Agencije so bile namreč plačane od izdajateljev listinjenih paketov, namesto investitorjev, v dobro katerih bi morale delovati. Kot plačilo pa so dobivale dogovorjen odstotek od vrednosti prodaje teh papirjev. To je seveda pomenilo, da je agenciji v interesu, da se jih proda čim več in s čim boljšo oceno. Obstajal je torej konflikt interesov, ki močno omaja kredibilnost bonitetnih agencij. Te so tekom zadnjih let uživale prekomerno zaupanje investitorjev pri ocenah finančnih produktov (Ashcraft & Schuermann, 2008, str. 10-11).

Kritike so se začele pojavljati, ko so na trgu CDO-jev začele nastajati izgube. V drugi polovici leta 2007 so morale tri glavne bonitetne agencije, Standard & Poor's, Moody's

Investors Service in Fitch Group znižati oceno ogromni količini strukturiranih finančnih produktov. Govorimo o produktih, ki so bili zavarovani z drugorazrednimi hipotekarnimi krediti in katerih stopnja izostankov od plačil se je povečala mnogo hitreje, kot je bilo načrtovano in zajeto v modelih. Veliko teh vrednostnih papirjev je bilo ocenjeno tudi z ocenami AAA, ki označuje najbolj varne produkte. Te visoke ocene pa so bile pomembne za izdaje strukturiranih kreditov, saj so mnogi institucionalni investitorji kupovali samo takšne. Na primer izgube s CDO-ji, vrednimi 340,7 milijonov \$, ki jih je ocenil Credit Suisse Group z najvišjimi ocenami, so narasle kar na 125 milijonov \$ (Blair, Berg 2009; Sherter, 2010).

2.6.3.1 Kritike

Kot sem zgoraj omenil, so bile agencije, ko so se začele pojavljati izgube z instrumenti, ki so jih ocenile, deležne kar nekaj kritik. Spodaj so navedene najpogostejše. Kritike so povzete iz virov (Buffett and the Ratings Cartel, 2010; White, 2009; The Economist, 2007b; The Economist, 2007c; Partnoy, 2006; Klein, 2004):

- 1. Bonitetne agencije niso dovolj hitro spreminjale svojih ocen.** Na primer ocena podjetja Enron je ostala nespremenjena skoraj do zadnjega dneva, preden je podjetje propadlo, kljub temu da so agencije za njegove težave vedele že nekaj mesecev prej.
- 2. Velike bonitetne hiše so imele preveč prijateljske odnose z managementom podjetja, ki so ga ocenjevale,** saj so tako dopuščale možnost, da so bile z njihove strani zavedene. Agencije so se pogosto srečevale z vodstvom podjetja osebno in jim dajala nasvete, kako naj podjetje deluje, da ohrani določeno oceno. To so počeli zato, ker so informacije velikih agencij o spremembah ocen pomembnejših podjetij, glasno odmevale v javnosti in so lahko podjetjem pretirano škodile. Napaka pa je bila predvsem v tem, da so bile agencije tudi plačane s strani teh podjetij. Plačane bi morale biti s strani investitorjev, za katere dejansko sploh izdajajo bonitetne ocene. Tukaj je nastal konflikt interesov, ki je agencijam lahko preprečil izdajo točnih in poštenih ocen.
- 3. Spust bonitetne ocene je lahko pretirano škodoval podjetju** s tem, ko je sprožil t.i. škodljivi cikel, ki je niz povezanih dogodkov in lahko uniči podjetje. Z znižanjem bonitetne ocene se zvišajo obrestne mere za podjetje. Poleg tega pa to lahko vpliva tudi na pogodbe, ki jih imajo sklenjene z drugimi finančnimi institucijami, kar povzroči zvišanje stroškov in znižanje kreditne vrednosti. V nekaterih primerih pa velika posojila bank celo vsebujejo pogoj, da v primeru znižanja bonitetne ocene podjetja pod določeno mejo, kredit v celoti zapade v plačilo. Namen teh t.i. sprožilcev je bil v tem, da se je banka zavarovala in bila poplačana pred propadom podjetja. To pa je težave, v katerih se je znašlo podjetje, še dodatno ojačalo. Kar naenkrat je bilo soočeno s poplačilom dolga v celoti, česar seveda ni bilo zmožno in se je znašlo pred stečajem. Agencijam je slednje naprtilo veliko breme pri pošteni ocenitvi podjetja.

- 4. Pri ocenjevanju strukturiranih produktov so napravile kar nekaj napak**, predvsem ko so pripisale najvišjo možno oceno strukturiranim obveznostim, ki so bile v veliko primerih nato močno zmanjšane. Pri oceni celotnih paketov posojil so uporabljali zapletene matematične modele. Očitalo pa se jim je, da so imeli kar nekaj pomanjkljivosti. Te nenadne spremembe ocen so veliko težav povzročile tudi bankam, katerih kapitalske zahteve so bile odvisne od ocen strukturiranih sredstev, ki so jih držale. Z vrednostnimi papirji, izdanimi na hipoteke z ocenami AAA, vrednimi en dolar, se je trgovalo po ceni 80 centov. To je kazalo na 20-odstotno možnost neizpolnitve obveznosti. Skoraj 9 % strukturiranih CDO-jev je Fitch degradiral iz najvišje ocene na BBB ali BB-, takšen skok pa je za dolgove ocenjene z AAA, ki je mimogrede tudi ocena ameriških državnih obveznic, zelo presenetljiv. Mnoge banke pa so naredile napake, ko v rezervah niso držale dovolj kapitala za primer teh drastičnih sprememb ocen njihovega CDO portfelja. Kot je zapisano v zakonu Basel II, morajo rezerve za CDO-je drastično zrasti ob zmanjšanju njihove bonitetne ocene. Zakon na primer zahteva, da banka za AAA ocenjene vrednostne papirje v listinjenju, drži rezerve v višini le 0,6 %, za BBB 4,8 %, za BB 34 %, za BB- pa že kar 52 % njihove vrednosti.
- 5. Moč CDO-ja ni bila v večji meri odvisna od kvalitete posojil, ki so ga sestavljala**, temveč od njegove strukture. Veliko strukturiranih finančnih produktov, za katerih ocenitev so bile zadolžene agencije, je bilo sestavljenih iz nižje ocenjenih BBB posojil. Ko so bila ta posojila zapakirani skupaj v CDO-je, pa jim je bila pripisana ocena AAA. To so dosegali z zapletenimi matematičnih modeli in izdajanjem vrednostnih papirjev v različnih tranšnih razredih. Problem pa je nastal, ker so ti modeli računali na največ pet odstotno znižanje cen na trgu nepremičnin (kar se je kasneje izkazalo za popolnoma napačno).
- 6. Agencije so bile obsojane, da so oligopolisti**, saj za vstop na ta trg obstajajo velike prepreke. Njihovo poslovanje namreč temelji na ugledu in finančna industrija ne posveča velike pozornosti ocenam nepoznanih agencij.

2.6.4 Skladi denarnega trga

Sklad denarnega trga ali MMM (angl. *money market mutual fund*) je sklad odprtega tipa, svoja sredstva pa investira le na denarnem trgu v kratkoročne vrednostne papirje, kot so zakladni zapisi in komercialni papirji. Glavni cilj je ohranitev glavnice, na katero dobivajo male obresti. Njihova neto vrednost sredstev (v nadaljevanju NAV) pa nikoli, razen v izjemnih primerih, ne pade pod 1 \$. Slednje se je, od prvega ustanovljenega sklada leta 1971 do leta 2008, zgodilo samo enkrat (Tucker, 2010). Denarni skladi so v senčnem bančništvu igrali pomembno vlogo pri zagotavljanju likvidnosti finančnim posrednikom. Bili so veliki kupci kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki so jih izdajale različne finančne entitete v procesu

listinjenja. Prav tako kot ostale institucije senčnega bančništva, so se skladi denarnega trga izognili strogi regulaciji.

Njihove investicije so zelo likvidne, stopnja tveganja pa zelo majhna. V bistvu je največje tveganje pri investiranju v denarni sklad to, da bo inflacija izničila donosnost sklada. Pojavljati so se začeli v Ameriki in kmalu postali velikanski del njihovega finančnega sistema. Njihova velikost je pred krizo znašala okoli 3 biljarde dolarjev, kar je skoraj enake velikosti kot transakcijski depoziti komercialnih bank. V senčnem bančništvu so igrali pomembno vlogo, saj so bili veliki kupci vrednostnih papirjev zavarovanih z drugorazrednimi hipotekarnimi krediti, vendar pa je septembra 2008, ko je ogromna investicijska banka Lehman Brothers razglasila stečaj, eden najstarejših denarnih skladov, Reserve Primary Fund, občutil neprijetne posledice. Kar naenkrat je moral odpisati dolg te banke, ki ni bil tako majhen. Njegova neto vrednost se je spustila na 0,97 \$ in investitorji so izgubili del svojega vložka. To pa je med njimi zagnalo paniko in začeli so umikati svoje denar. Takrat je moral posredovati US Department of the Treasury in oznaniti program, s katerim je zagotovil povračilo glavnice, katere vrednost je padla pod 1 \$. Ta program je kaj hitro stabiliziral trg in preprečil panični beg od skladov denarnega trga. V senčno bančnem sistemu pa so prav oni povzročili paniko. To se je zgodilo, ko so rating agencije praktično čez noč znižale bonitetne ocene najkvalitetnejšim vrednostnim papirjem, s katerimi so finančni posredniki financirali svoje dolgoročne naložbe. Denarni skladi so takrat namreč prenehali kupovati vrednostne papirje in iz trga potegnili ogromne količine denarja, finančni posredniki pa so zelo na hitro postali nelikvidni (Tucker, 2010).

3 REGULACIJA FINANČNEGA SISTEMA

Odkar so banke ranljive na izgube iz kreditnega in tudi ostalih vrst tveganj, morajo pri sebi držati dovolj kapitala, da lahko absorbirajo nepričakovane izgube. Bančni regulatorji so tako, da bi ohranili varnost in zdravje bank, predpisali minimalne kapitalske zahteve. Količina kapitala, ki ga banke držijo, mora biti sorazmerna s stopnjo tveganja, ki izvira iz bančnih sredstev. Namen teh minimalnih rezerv je absorbcija nepričakovanih izgub, ki se lahko pojavijo – bilančno ali izvenbilančno kreditno tveganje. Sporazum, ki to predpisuje se imenuje Baselski sporazum, sprejel ga je BIS (angl. *Bank for International Settlements*), uporabljajo pa ga mnoge centralne banke po svetu, kot vodič za nadzor bank.

Splošno sprejeta pravila, ki določajo bančno poslovanje, so bila do sedaj zbrana v okviru Basel II sporazuma, ki ga izdaja Baselski komite za bančno nadzorovanje in vsebuje priporočila glede bančnih zakonov in regulacije. Sporazum je bil prvotno izdan junija 2004, njegov namen pa je ustvariti mednarodni standard, ki ga bančni regulatorji lahko uporabijo pri pisanju zakonov. Zagovorniki Basla II verjamejo, da lahko tak mednarodni standard pomaga ščititi mednarodni finančni sistem v primerih, ko se večja banka ali vrsta bank sooči s propadom. Postavlja stroge zahteve glede tveganja in upravljanja kapitala ter o višini varnostnih rezerv, ki naj bi banke varovale pred vsemi vrstami finančnih in operativnih

tveganj. Ta pravila v bistvu zahtevajo, da večjemu tveganju, kot je banka izpostavljena, večjo količino kapitala mora držati. S tem zaščititi svojo solventnost in splošno ekonomsko stabilnost. Sporazum je sicer razvit za finančne institucije, ima pa posreden vpliv tudi na nefinančne entitete. Banka je namreč pri poslovanju s klienti izpostavljena tržnemu, kreditnemu, likvidnostnemu in operativnemu tveganju. Od tveganosti interakcije z določenim klientom pa so odvisni pogoji poslovanja. Stranka je tako v primeru, ko dokaže, da s sodelovanjem ne povečuje tveganja poslovanja, upravičena do boljših pogojev kreditiranja (Blundell Wignall & Atkinson, 2010, str.1-3).

Kar se tiče institucij senčnega bančništva, pa jim do sedanje finančne krize nihče ni posvečal prevelike pozornosti. Dokler je bil ta vzporedni bančni sistem še dokaj majhen, to tudi ni predstavljalo velike nevarnosti za gospodarstvo. Ko pa je postal tako velik kot navadni bančni sistem, pa se je slaba regulacija izkazala za ključni faktor pri nastanku krize. Razvile so se mnoge inovacije tako v smislu produktov kot tudi institucij in le redko kdo je dobro poznal delovanje in njihov pravi namen. Tako tudi ni bilo postavljenih jasnih pravil in predpisov, ki bi tem zelo kompleksnim in temačnim institucijam omejevala uporabo prevelikega finančnega vzvoda in tveganja. Šele ko so se stvari začele zapletati, so regulatorji spoznali, da je povezanost med temi institucijami, trgi in produkti mnogo večja, kot si je to kdorkoli predstavljal. Krivdo za nastalo situacijo pa so podajali drug k drugemu.

Sistem senčnega bančništva, kot že omenjeno, deluje na osnovi financiranja z neusklajeno ročnostjo sredstev in obveznosti. To pomeni, da se dolgoročna finančna sredstva financirajo s kratkoročnimi obveznostmi (na denarnem trgu), kar pa naredi sistem že v osnovi nestabilen. Ta nestabilnost pa ustvarja eksternalije, tako da je za dosego ekonomske učinkovitosti potrebna državna intervencija. Morgan Ricks⁴ v svoji publikaciji opiše tri potencialne pristope za intervencijo. Ti so: ex ante omejitve tveganj, ex post likvidnostna pomoč in varovalni režim za kratkoročne upnike. V predlaganem režimu bi morala država finančnim podjetjem, katerih sredstva padejo pod določeno raven tveganosti, zagotavljati zavarovanje kratkoročnih obveznosti. Nasprotno pa bi režim podjetjem, ki to mejo presežejo, preprečeval financiranje na denarnem trgu (Ricks, 2010). Avtor v svoji publikaciji analizira vse tri pristope, ki lahko delujejo vsak posamezno ali pa so uporabljeni sočasno.

Pojavlja pa se tudi vprašanje o razširitvi, v prvem poglavju omenjene »varnostne mreže«, ki varuje komercialne banke pred propadom. Če tako dobro deluje na tradicionalnem bančnem področju, zakaj je ne bi torej razširili tudi na področje senčnega bančništva? Običajen odgovor na to vprašanje je, naj bi se obseg te mreže ne širil, temveč krčil. Razlog za to je moralno tveganje. Širitev varnostne mreže na področje senčnega bančništva, bi izjemno povečal državne obveznosti do finančnega sistema. Mreža namreč spodbuja tvegano obnašanje finančnih institucij, kar bi slej ko prej pripeljalo do izgub. Te izgube bi najprej krile zavarovalnice, po izčrpanju njihovih sredstev pa bi močno obremenile davkoplačevalski

⁴ Avtor je gostujoči asistent na ameriški univerzi Harvard Law School in bivši zakonodajni svetovalec in ekspert za finančno prestrukturiranje v ameriških Zveznih Rezervah (angl. *U.S. Treasury Department*)

denar. Namesto širitve varnostne mreže na senčno bančni sistem, moramo tako raje iskati način, kako upnikom senčno bančnih institucij vsiliti »tržno disciplino«. To lahko dosežemo z regulatornimi omejitvami, kot so kapitalske rezerve in pa nadzor nad tveganjem. Do rešitve lahko torej pridemo tako, da senčno bančnim institucijam vsilimo obveznosti in ne dovolimo privilegijev, ki izhajajo iz »družbene pogodbe«, vendar pa se tako ne bomo mogli izogniti nadaljnjim panikam in begu investorjev iz sistema, ko se bo v njem kaj zalomilo. Pri vprašanju o razširitvi varnostne mreže na senčno bančni sistem, smo ta sistem, ki deluje na podlagi neuskrajene ročnosti sredstev in obveznosti, vzeli kot dan. Obstaja pa tudi možnost, da institucijam izven »družbene pogodbe« enostavno prepovemo financiranje na denarnem trgu (Ricks, 2010). Če se navežem na prejšnji odstavek, pa nam eno od možnosti, kako to izvesti, poda tam omenjeni varovalni režim. Vprašanje je torej zelo zapleteno in bo v prihodnosti nedvomno predmet strokovnih razprav. V nadaljevanju pa si raje oglejmo novo, že sprejeto zakonodajo v Evropi in ZDA.

3.1 Nova zakonodaja v ZDA: Dodd-Frankov zakon

Da se v prihodnje ne bi ponovila kriza enake razsežnosti, so v Evropi in ZDA finančni strokovnjaki v sodelovanju z regulatorji prepisali oziroma dopolnili zakone, ki so do sedaj veljali na finančnih trgih. Vsebinsi Dodd-Francovega, kot tudi Baselskega zakona, zapovedujeta velikim finančnim institucijam predvsem strožje zakone v zvezi s kapitalskimi rezervami in dajeta večjo moč finančnim regulatorjem. V nadaljevanju podajam ključne točke sprejetih predpisov.

V ZDA je s podpisom predsednika Baracka Obame, 21. julija 2010, v veljavo stopil Dodd-Francov zakon. Njegov namen je znova vzpostaviti stabilen finančni sistem v ZDA, ustvariti zdravo ekonomsko podlago za rast novih delovnih mest, zaščititi potrošnike, onemogočiti institucijam, da bi postale prevelike oz. »too big to fail« in preprečiti naslednjo finančno krizo. Vsebina tega poglavja je povzeta iz publikacije (Dodd, 2010):

Ustvarjen je nov neodvisni nadzorni organ za zaščito potrošnikov (angl. *Financial Protection Bureau*). Vloga tega urada je zagotoviti, da ameriški potrošniki dobijo jasne in natančne informacije, ki jih potrebujejo pri odločitvah v zvezi s hipotekami, kreditnimi karticami in ostalimi finančnimi produkti. Potrošnike je potrebno zaščititi pred skritimi stroški, izkoriščevalskimi pogoji in zavajajočimi podatki. Urad bo tesno sodeloval z bančnimi regulatorji, imel pa bo neodvisni proračun. V namen zaščite potrošnikov pa bo lahko avtonomno pisal zakone.

Ustavilo se bo reševanje države največjih finančnih institucij. Preprečiti je potrebno možnost, da bi se z davkoplačevskim denarjem znova reševale težave, v katere so zabredle institucije, ki s svojim propadom lahko povzročijo sistemsko krizo. Te institucije se namreč zavedajo svoje pomembnosti in računajo na to, da jih bo pred propadom rešila država. Od začetke finančne krize so prav te, že tako prevelike institucije, še dodatno rasle s

prevzemanjem propadlih podjetij. Potrebno je vsiliti strožje zahteve glede kapitalskih rezerv in finančnega vzvoda, s katerimi bi tako zmanjšali željo le-teh postati prevelike. Propadle finančne institucije pa je potrebno likvidirati na drugačen, bolj varen način.

Ustvarjen je svet za nadzor nad finančno stabilnostjo (angl. *Financial Stability Oversight Council*). Glavni nalogi sveta sta spremljanje in zaznavanje systemskega tveganja, ki ga ustvarjajo velike, kompleksne institucije, produkti in aktivnosti, preden bi le-to lahko ogrozilo stabilnost gospodarstva. Svet mora regulatorjem (FED-u) podajati priporočila za strožji nadzor nad institucijami, ki zrastejo dovolj velika in kompleksna, da predstavljajo grožnjo finančni stabilnosti ZDA. Prav tako mora podajati priporočila za strožja pravila glede kapitalskih rezerv, finančnega vzvoda, likvidnosti in upravljanja s tveganjem. Svet bo sestavljalo devet zveznih finančnih regulatorjev in en neodvisni član, kateri bodo z glasovanjem odločali, ali morajo biti določene institucije predmet strožjega nadzora.

Eksočni instrumenti morajo biti jasno definirani. Znebiti se je potrebno zank, ki dovoljujejo tveganim in izkoriščevalskim spletkam, ostati neopažene in neregulirane. Pod drobnogled je potrebno vzeti OTC derivate, ABSe, hedge sklade ter posojilodajalce in trgovce s hipotekami. OTC derivati bi morale biti pogodbe, ki ščitijo trg pred tveganjem, namesto tega pa so za trgovalce postali način za ustvarjanje velikih stav, brez pravega nadzora nad njimi in so tveganje močno povečevali. Trg je bil prevelik in je povezoval na tisoče trgovalcev in da ne bi povzročil systemske krize, so morale biti slabe stave odkupljene z davkoplačevskim denarjem. Trg je sedaj pod strogim nadzorom SEC-a, pogodbe, sklenjene na njem, pa bodo morale biti beležene pri klirinško depotnih hišah. Strožjega nadzora so deležni tudi hedge skladi, kateri bodo morali SEC-u razkriti finančne podatke, potrebne za spremljanje systemskega tveganja in zaščito investitorjev. Za boljšo regulacijo zavarovalnic pa je znotraj ameriškega oddelka za zakladništvo (angl. *Treasury Department*) ustanovljena nova pisarna (angl. *Office of National Insurance*), ki spremlja zavarovalniško industrijo, koordinira mednarodne zavarovalniške posle, ameriškemu kongresu pa predstavlja priporočila za njihov boljši nadzor.

FED bo dobil nova pooblastila in večjo moč. FED bo nadziral večje in bolj kompleksne institucije, katerih sredstva bodo znašala nad 50 milijard \$. Svoje strokovno znanje o kapitalskih trgih bo uporabljal tudi pri nadzoru nad drugimi finančnimi podjetji, ki se lahko izkažejo kot pomembna pri ustvarjanju systemskega tveganja. V tej novi vlogi se bo moral tudi izogniti konfliktu interesov, to pa bo doseženo s tem, da nobenemu podjetju ali podružnici, ki je predmet nadzora FED-a, ne bo dovoljeno voliti njegovega predsednika. Poleg tega pa za to mesto ne bo mogel kandidirati nihče od sedanjih ali preteklih direktorjev ali zaposlenih v omenjenih podjetjih ali njihovih podružnicah.

Postavljeni so strožji zakoni za delovanje rating agencij. V okviru SEC-a (angl. *Securities and Exchange Commission*) je ustanovljen nov urad, ki bo ojačal nadzor nad rating agencijami. Napisani so novi zakoni za notranji nadzor, neodvisnost in transparentnost teh

institucij, določene pa so tudi kazni za slabo delovanje. S temi ukrepi naj bi povrnili zaupanje investitorjev v njihove ocene.

Zahtevan je strožji revizorski nadzor. Revizorji morajo zvišati svoje kriterije ocenjevanja in se močneje truditi pri prepoznavanju finančnih prevar, konfliktov interesov in manipulacij sistema, ki služijo posebnim interesom na škodo ameriških družin in podjetij.

Pomemben del v Dodd-Frankovem zakonu namenjen bankam, katere so svoja sredstva prenašala na izvenbilančne entitete, pa je zapisan v Volckerjevem zakonu. Ta zakon bankam prepoveduje, da bi vstopile in s svojim kapitalom kakorkoli pomagale tem entitetam, če zaidejo v težave. Decembra 2007 je banka Citigroup prevzela 59 mrd \$ sredstev, kupljenih od SIV-jev. Ti SIV-ji so bili neke vrste hedge skladi, svoja sredstva pa so investirali v hipotekarne obveznice in ostale vrednostne papirje, katerih vrednost je strmoglavila v času krize. V naslednjih dveh letih je banka tako utrpela izgube v višini 3 mrd \$ (Keoun, 2010). Paul Volcker je tudi mnenja, da se mora bankam, ki jih ščiti država, preprečiti izkoriščanje »varnostne mreže«. Banke namreč zaradi te zaščite bolj posegajo po tveganih, špekulativnih naložbah. To naj bi bil ključni dejavnik za povzročitev sedanje finančne krize (Cho & Appelbaum, 2010). Bankam zakon tako prepoveduje trgovanje z vrednostnimi papirji z lastnim denarjem, dovoljeno jim je le trgovanje v imenu strank. Če bodo želele trgovati z lastnim denarjem, bodo morale ustanoviti neke vrste hedge sklad, ki bo povsem ločen od banke in ga registrirati pri SEC-u.

Če bo sistem deloval tako, kot so si zamislili, bo celoten paket regulatornih predpisov deloval v harmoniji. »Prihodnji AIG« bi predstavljal manjšo grožnjo sistemu, saj bodo novi predpisi na področju finančnih derivatov poskrbeli za njihovo večjo transparentnost. Drugič, FED bo s svojo prisotnostjo v pisarnah večjih finančnih institucij lahko bolje pazil na nevarnosti, ki jih le-te predstavljajo. Tretjič, regulatorji bodo omejili finančne vzvode, s katerimi te institucije poslujejo, in zahtevali višje kapitalske rezerve za propadla podjetja pa bodo plačali kreditodajalci in delničarji in ne več davkoplačevalci. Z Dodd-Francovim zakonom so ZDA tako dobile strožja pravila, ki naj bi njihov finančni sistem naredila bolj trden in odporen na razne pretrese. Če bi ga vzele za platformo in vodilo tudi druge države, bi tako lahko naredili velik korak proti globalni enotnosti. V nasprotnem primeru pa bi zakon lahko pustil ZDA izolirane in njihove finančne institucije manj konkurenčne (Braithwaite & Guerrero, 2010).

Kot smo videli, Dod-Francov zakon vključuje kar nekaj ukrepov v zvezi s senčnim bančništvom. Hedge skladi se morajo registrirati pri SEC-u, večina trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti se je z OTC trga preneslo na trgovanje preko borz in klirinško depotnih družb, vse sistemsko pomembne institucije pa bo reguliral FED. Kljub temu da zakon vključuje kar nekaj uporabnih reform v zvezi s senčnim bančništvom, v njem še vedno obstajajo velike luknje, o katerih ne pove skoraj nič. Tri najpomembnejša področja so skladi denarnega trga, listinjenje in pa repo trgovanje. Ta tri področja pa so ključni elementi

izvenbilančnega financiranja in so igrala pomembno vlogo v senčnem bančništvu in nedavni finančni krizi.

3.2 Basel III

Baselski zakoni, predlagani od Bank for International Settlements, podajajo predpise za bančno poslovanje in so sprejeti v mnogih bankah širom po svetu. Obstoječi zakon Basel II se je izkazal kot neprimeren, saj je bil nesposoben zagotoviti zadostno likvidnost bank v času finančne krize. Ta pa je razkrila še kar nekaj drugih pomanjkljivosti, kot je pretirana uporaba finančnega vzvoda in nezadostne kapitalske rezerve, ki niso bile sposobne absorbirati izgub. Poleg tega je bilo premalo kontrolirano izdajanje kreditov, prav tako so bile zahtevane premajhne likvidnostne rezerve, pri senčno-bančnih institucijah pa je bila dovoljena prevelika neuskkljenost v ročnosti sredstev in obveznosti. Očita se mu tudi, da je dovolil preveliko kopičenje sistemskega tveganja (basel-ii-risk.com - Basel III Overview and Update, 2010). Na podlagi navedenega pa so nastale težnje za izboljšanje tega zakona in nastala je nova verzija imenovana Basel III.

Basel III pa ni nov zakon, temveč je samo nadgradnja smernic, zapisanih v Baselu II. Ključne novosti so (The Basel iii Accord, 2010):

1. strožje zahteve glede temeljnega Tier 1 kapitala; banke bodo morale do leta 2015 držati v rezervah 4,5 % sredstev (Basel II je zapovedoval 2 %),
2. v naslednjih osmih letih morale banke ustvariti tudi dodatne rezerve v višini 2,5 % (angl. capital conservation buffer), katerih namen je absorpcija izgub v obdobjih ekonomskih kriz; skupne ključne rezerve bodo tako znašale kar 7 %,
3. na novo so tudi zahtevane proticiklične kapitalske rezerve (angl. *Countercyclical Capital Buffer*) v višini 0 % - 2,5 %; uveljavljati se bodo postopoma začele leta 2016,
4. v pripravi pa so tudi predpisi za dodatne rezerve in obremenitve kapitala za velike banke, ki so pomembne za sistem.

Basel III je oblikovan tako, da naslovi slabosti v finančnem sektorju, ki so se pokazale v nedavni finančni krizi. Naloga regulatorjev pa je pripraviti banke in bančni sektor na nadaljne šoke na finančnih trgih. Ti trgi so med seboj vedno bolj povezani, krize pa se hitro razširijo po celotnem finančnem sistemu, ne glede na to iz kje izvirajo. Globalizacija in hitro rastoče finančne inovacije, od finančnega sektorja zahtevajo večje kapitalske in likvidnostne rezerve. Le tako se lahko bančni sistem in gospodarstvo zaščititi pred nepričakovanimi tveganji.

Vzroki finančne krize 2007-2009 so bili predvsem v presežni globalni likvidnosti, preveliki količini finančnega vzvoda, premalo kvalitetnega kapitala, nazadostnih likvidnostnih rezerv in pa preveliki povezanosti sistemsko pomembnih finančnih institucij. Zakon zato občutno poveča kvaliteto in kvantiteto kapitala, s poudarkom na osnovnem lastniškem kapitalu za absorpcijo izgub. Banke bodo morale tako držati večjo količino kapitala za manj likvidna,

dolgoročna sredstva. Tiste, ki se bodo ukvarjale tudi z listinjenjem, pa bodo sorazmerno s listinjenimi sredstvi, obvezane držati dodatne rezerve. Pojavljajo pa se tudi že določene skrbi. Basel III namreč ne poda rešitve, kako rešiti izogibanje bank zahtevam po tveganosti kapitala, s katerim le-ta posluje. Tem se še vedno lahko izognejo z uporabo derivatov (posebej CDS). Poleg tega pa ni namenjene večje pozornosti aktivnostim v senčnem bančništvu.

V ZDA so po uveljavitvi Dod-Francovega zakona sprejeli tudi priporočila za regulacijo v okviru Basell III zakona. Timothy F. Geithner je 22. septembra 2010 zapisal, da morajo biti ta priporočila v celoti sprejeta pri finančnih institucijah najkasneje do leta 2012. Kapitalske zahteve določajo količino izgub, ki jih institucije lahko absorbirajo in pa velikost tveganja, ki ga lahko sprejmejo, ne da bi jih ogrožal propad. Prav napake v sistemu kapitalskih rezerv pa so bile pomemben krivec za jakost in razsežnost nedavne finančne krize (The Basel iii Accord, 2010).

Nove standarde pa je potrebno sprejemati tako, da ne bodo omejevali realne gospodarske rasti. Da bi dosegli največji učinek, mora biti njihova implementacija postopna in sprejeta konsistentno širom svetovnih finančnih trgov. Basel III zakon je ključni odziv regulatorjev na probleme v finančnem sistemu, ki so se razkrili v finančni krizi 2007-2009, vendar zakon sam po sebi ni dovolj za zagotovitev stabilnosti globalnega finančnega sistema. Stopnja povezanosti mednarodnih finančnih trgov se hitro povečuje in sorazmerno s tem bi se moralo povečevati tudi sodelovanje mednarodnih finančnih regulatorjev. Naslednja kritična naloga, ki čaka regulatorje, je tako izboljšati nadzor nad finančnimi institucijami na globalni ravni in povečati medsebojno sodelovanje.

3.3 Regulacija nebančnih finančnih institucij

Sprememba in vzpostavitev novih predpisov za nebančne finančne institucije je zaradi njihove raznolikosti pri posojanju, likvidnosti in pa kapitalskih zahtevah zelo zahtevna naloga. Regulatorji ne morajo kar predpisati splošnih zahtev za vse nebančne institucije, tako da se bodo morali osredotočiti na vsako skupino, morda celo vsako podjetje posebej.

Voditelji kluba elitnih držav G20 do konca leta 2011 od regulatorjev zahtevajo spisek dvajsetih globalnih bank, ki bodo morale v svojih rezervah držati več kapitala od predpisanega. Dokazovati pa bodo morale tudi, da njihov propad ne bo ogrozil finančnega sistema. V Angliji bo FSA s poglobljanjem v bančne trgovalne aktivnosti in njihve bilance prvič poskušala identificirati težave v naprej in tako preprečiti katastrofo. Šele potem se bodo zares spravili na nebančne finančne skupine. Za razliko od Anglije, pa se v Washingtonu stvari premikajo malo hitreje. Pod preiskavo se je znašel širši obseg finančnih institucij. Tam, pod Dodd-Frankovim zakonom, banke z več kot 50 mrd dolarjev padejo v posebno skupino, ki je predmet strožje regulacije. Sem pa bodo vključili tudi nekatere pomembne nebančne institucije. Katere so te institucije, od koga in pod kakšnim režimom bodo regulirane se še ne ve natančno, spisek pa bo narejen do konca leta 2011. Nedoločene so tudi točne posledice za

izbrane finančne institucije, odločajo pa se o večjih kapitalskih rezervah, strožji regulaciji in pa omejitvah pri njihovi velikosti in zadolženosti. Veliki hedge skladi, zavarovalnice in ostale nebančne institucije pa se seveda upirajo in ne želijo biti ujete v to mrežo regulacij, saj bo s tem zmanjšana njihova konkurenčnost na trgu (Braithwaite & Guerrera, 2010).

1. Hedge skladi

Kot že omenjeno so imeli hedge skladi pomembno vlogo pri povzročitvi nedavne finančne krize. Glavni ekonomski argument za njihovo strožjo regulacijo temelji na predpostavki, da hedge skladi v finančnem sistemu kopičijo sistemsko tveganje. Drugi razlog za strožjo regulacijo pa je zaščita investorjev.

Pod Dodd-Frankovim zakonom so se tako vsi veliki hedge skladi, torej tisti, ki upravljajo z več kot 150 milijoni \$ premoženja, primorani registrirati pri SEC-u. Posredovati pa mu bodo morali tudi obširne zapise o svojih investicijah in poslih. Hedge skladi bodo tudi predmet rednih preiskav in inšpekcij. SEC pa je dobil dodatno moč, saj bo v prihodnosti lahko razširil svojo avtoriteto in zahteval dodatne informacije od skladov, če se mu bo to zdelo potrebno. Definiral bo srednje velike hedge sklade in od njih zahteval, da se prav tako registrirajo, za vse ostale pa lahko določi posebne zahteve glede poročanja in knjiženja njihovih poslov. Hedge sklade v Dodd-Frankovem zakonu pa zadeva tudi sekcija o izvedenih finančnih instrumentih. Na primer njihovo trgovanje z OTC instrumenti se bo v večini preneslo na trgovanje preko borz in klirinško depotnih družb, ostali OTC posli pa bodo dodatno regulirani. Tudi tukaj pa se bodo o veliko pomembnih podrobnostih regulatorji odločali sprti v prihodnosti (Petajisto, 2010).

2. Zavarovalnice

Za stabilnost finančnega sistema je pomembna tudi boljša regulacija zavarovalnic. Za dosego tega, bo potrebno nekaj več kot le zagotovilo zavarovalnic, da so določene obveznosti zavarovane. Ustanoviti je potrebno takšen sistem in procese v njem, ki bodo kratkoročnim upnikom z veliko mero gotovosti lahko zagotavljali poplačilo zahtevkov za škodne dogodke. Zahtevki se bodo morali poplačati v celoti in pod vsakimi pogoji, zavarovanja pa tako ne bodo le prazne obljube (Ricks, 2010).

V Evropi pa se je na zavarovalniškem področju novembra 2009 sprejela nova direktiva, imenovana Solvency II. Za enega od glavnih ciljev ima ustvariti bolj dosleden solventnostni standard, ki bo zaščitil upnike na vseh trgih. Preostali cilji, ki se omenjajo, so še globlja integriranost trga, zaščita zavarovancev in upravičencev pri izplačilih odškodnin, izboljšanje konkurence v industriji in pa boljša regulacija. Režim je sestavljen iz treh stebrov, kjer prvi predpisuje minimalne kapitalne rezerve, drugi daje večjo moč nadzornikom poslovanja, tretji pa zahteva večjo transparentnost poslovanja in disciplino pri poročanju javnosti o poslovanju zavarovalnice. Dokončno bo v veljavo stopil do oktobra 2012. Nekaj sprememb v regulaciji

pa se bo zgodilo tudi na področju zavarovanj SIV-jev. Glavna razlika bo, da bo pravica in dolžnost postavljati pravila na tem področju prenešana z ravni vsake države na Evropsko komisijo, ki bo predpisovala zakone za vse evropske države skupaj. V pripravi je že zakon, ki bo omilil tveganja, ki nastanejo z investiranjem podjetij v listinjena posojila. Bolj natančno, z zakonom bodo postavljene zahteve, ki bodo zagotavljale, da ustanovnik terjatev (ponavadi banka) v procesu listinjenja ne bo smel zadržal obresti, večjih od pet odstotkov dobička SIV-ja. Zavarovalnice, za razliko od bank, večji del tveganja, ki ga sprejmejo pri listinjenju, zadržijo pri sebi. vendar pa je kljub temu, trg listinjenja kot celota, izgubil vse zaupanje. Prvi korak za njegovo oživitvev je tako povečana transparentnost, ki se jo doseže z nenehnimi, lahko dostopnimi in jasnimi razkritji, standardiziranimi pogodbami in strogimi pravili za ocenitev tvegajna (Poynton, 2010).

V ZDA pa kljub vedno pogostejšim debatam, zavarovalništvo ostaja edeni finančni sektor, ki ni reguliran na zvezni ravni; to je tradicija, ki se vleče že vse od 19. stoletja. Mnogi zatrjujejo, da bi bila skupna regulacija potrebna, saj bi omogočila veliko manjše stroške potrošnikom. Privalčila bi tudi več talentov, željnih postati eksperti na področju nadzovanja te, vedno bolj kompleksne panoge in produktov. Izboljšala bi tudi konkurenco med zavarovalnimi in nezavarovalnimi institucijami in bolje pozicionirala zavarovalnice za tekmovanje na globalnem trgu. Na drugi strani pa so državni regulatorji in nekatere manjše zavarovalnice, ki tak sistem zagovarjajo, saj naj bi sami imeli dovolj strokovnega znanja in dostopnost do potrošnikov, da lahko najbolje ustrezajo njihovim zahtevam, vendar pa nedavna finančna kriza in posledično reševanje AIGja, jasno kažeta, da morajo biti za regulacijo največjih zavarovalnic, ki so pomembne za stabilnost sistema, napisani zakoni na zvezni ravni. Le tako bo lahko zagotovljena njihova solventnost in zaščita potrošnikov. Očitno je, da če je potencialni vir za poplačilo dolgov v kriznih situacijah davkoplačevalski denar, potem je tudi smiselno, da so te institucije predmet zvezne regulacije. Tako bo namreč zagotovljena večja varnost in stabilnost finančnega sistema (Litan, 2009).

3. Rating agencije

Rating agencije imele pomembno vlogo pri zagonu finančne krize 2007-2009. Njihova nenadna in nepričakovana znižanja bonitetnih ocen institucijam in vrednostnim papirjem na strukturiranih finančnih trgih so pripeljala do hitrega pomanjkanja likvidnosti na trgu in izgub finančnih posrednikov. To pa je ustvarilo veliko pobudo za njihovo strožjo regulacijo. Cilj regulatorjev je z raznimi ukrepi predvsem zmanjšati že omenjeni konflikt interesov, povečati transparentnost poslovanja in povečati konkurenco med rating agencijami. Tako bi zažčili investitorje in povečali učinkovitost finančnega sistema. Za to potrebujejo regulatorji boljše razumevanje sistemskega tveganja, ki izvira iz bonitetnih ocen. Pri tem so jim lahko v veliko pomoč »bonitetne sheme«, preko katerih rating agencije podajajo ocene. Nato morajo regulatorji identificirati institucije, ki so ranljive na nenadna znižanja svojih bonitetnih ocen in zagotoviti, da bodo skladno s tem držali višje kapitalske in likvidnostne rezerve (Amadou, 2009). Dodd-Frankov zakon tako zapoveduje ustanovitev novega nadzornega organa v SEC-u, imenovanega »Office of Credit Ratings«, ki bo bolje nadzoroval delo rating agencij. Zakon

med drugim rating agencijam tudi zapoveduje, da razkrijejo svoje metodologije, ki jih uporabljajo pri podelovanju ocen. Regulatorji pa bodo morali opraviti ustrezne dodatne izpite, s katerimi se bodo kvalificirali za opravljanje nadzora nad rating agencijami. Vseskozi pa se bodo morali tudi dodatno izobraževati. Po mojem mnenju so sprejeti ukrepi dovolj, da povrnejo zaupanje investitorjev v ocene rating agencij. Kljub temu pa bodo morali regulatorji storiti še kaj, da bodo povečali konkurenco med rating agencijami in odpravili ovire za vstop novih podjetij na ta trg.

4. Skladi denarnega trga

Denarni skladi se smatrajo za skoraj enako varne in hkrati donosnejše alternative bančnim depozitom, v njihovem ozadju pa se regulatorji naprezajo, da bi zagotovili, da se njihovi relativno izolirani problemi ne bi razširili naprej na finančne trge. Investment Company Institute v ZDA in European Fund and Asset Management Association v Evropi sta ustanovila raziskovalne skupine, ki skušajo ugotoviti, kako bi lahko regulacijo teh skladov še ojačali. V ZDA so denarni skladi natančno regulirani s strani SEC-a in definirani v zakonu »Rule 2a-7« Zakona o investicijskih podjetjih⁵, kateri namen je zmanjšati tveganje, povezano s temi skladi. Med drugim predpisuje, koliko odstotkov portfelja lahko manager investira v eno vrsto vrednostnih papirjev in omejuje povprečno ročnost naložb portfelja. Pojavlja pa se potreba po zaostritvi te regulative z namenom boljše zaščite investitorjev in omejitve velikosti skladov v časih kriz. Zaenkrat pa, kot sem že omenil, v Dodd-Frankovem zakonu o skladih denarnega trga ne piše veliko.

3.4 Analiza regulativnih odzivov in prihodnost finančnega sektorja

V sedanjem kritičnem času je finančni sektor soočen z mnogo preizkušnjami. Na kratki rok mora kljubovati finančni krizi, ki ima močen vpliv tudi na realni sektor in znova postaviti na noge gospodarstvo. Dolgoročno pa morajo regulatorji in ostali igralci postaviti močnejši in trdnejši finančni sistem. Namen je postaviti sistem, ki bo lahko sam kljuboval močnejšim pretresom na trgu, ne da bi ob tem nastala sistemska kriza. Finančni sektor so tako preoblikovale nove zahteve. Sprejeti so popravki tako glede dovoljene velikosti institucij in področja njihovega delovanja kot tudi metod financiranja in obvladovanja tveganja ter virov prihodka in mednarodnega poslovanja, vendar pa ostaja odprtih še nekaj vprašanj, ki se bodo reševala sproti. V nadaljevanju podajam analizo in lastno mnenje glede sprejetih zakonov in reform, ki naj bi ojačale globalni finančni sistem.

Finančna kriza 2007-2009 je zahtevala hitre odzive regulatorjev. Pogajanja in dogovori o sprejetju Basel III zakona so trajala približno leto dni. To je v primerjavi s pripravo Basell II zakona, ki je trajala skoraj desetletje, bliskovito hitro, vendar pa bo faza uvajanja novih zakonov zelo dolga. Nekateri ključni predpisi, kot so dodatne rezerve za primer gospodarskih

⁵ Angl. *Investment Company Act*, sprejet leta 1940

kriz v višini 2,5 % sredstev banke, se bodo tako v celoti uveljavili šele leta 2019. Gospodarstvo bo skozi to obdobje najverjetneje prešlo v ekspanzijo in spomini na globalno finančno krizo bodo zbledeli. Regulatorjem pa lahko, po mojem mnenju, slednje predstavlja veliko težav. Rezerve namreč bankam manjšajo razpoložljiva sredstva, s katerimi ustvarjajo dobiček in zato bodo regulatorji verjetno soočeni z močnim lobiranjem bank po omilitvi teh zakonov. Kot sem prikazal, je Basell III, vsaj glede obveznih rezerv, mnogo strožji kot Basel II zakon. Namerava namreč več kot potrojiti količino kvalitetnega kapitala v bančnih rezervah. Vključuje pa tudi druge predpise, kot je na primer prvi globalni likvidnostni standard, katerega se bodo morale banke začeti držati leta 2015. Ukrepi, če se uveljavijo v celoti, so po mojem mnenju velik korak proti finančni stabilnosti. Velika večina bank bi namreč z rezervami, kot so zahtevane v Baslu III, preživele tudi najhujšo finančno krizo do sedaj. Z zakonom se v celoti strinjajo tudi ZDA, kar je za globalno finančno stabilnost zelo pozitivno. Pomembno pa je, da standarde sprejme tudi čim večje število ostalih držav po svetu. Prav tako pa je pomembno, da se kljub veliko prednostim, ki jih prinašajo višje kapitalske rezerve, regulatorji ne zanašajo le nanje. Osredotočiti se morajo tudi na ojačanje ostalih aspektov finančnega sistema, ki so se v krizi izkazali za problematične. Izboljšati morajo naprimer nadzor nad finančnimi institucijami in pa njihovo upravljanje s tveganjem.

Podati pa moram tudi kritično oceno, za ameriški finančni sistem najpomembnejšega sprejetega zakona, Dodd-Frankovega zakona. Ključna naloga tega zakona je nasloviti in omejiti vse večjo nagnjenost finančnega sektorja k tveganju. To tveganje dostikrat povečuje kratkoročne dobičke finančnih institucij, hkrati pa tudi večja potencialne izgube. Te izgube pa mora pri sistemsko pomembnih institucijah z davkoplačevalskim denarjem kriti država. Večina strokovnjakov se strinja, da je zakon v osnovi dobro postavljen. Finančnim institucijam predpisuje strožje zahteve glede finančnega vzvoda, kapitalskih in likvidnostnih rezerv, trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, predpisuje pa tudi ustanovitev nekaterih novih nadzornih institucij. Te reforme bodo zagotovo pripomogle k ojačitvi finančnega sistema, kljub temu pa na ključno vprašanje o reševanju »too big to fail« institucij države, ne poda odgovora. Te sistemsko pomembne institucije, se bodo sicer morale same ukvarjati s svojimi izgubami. Kaj pa se bo zgodilo z izgubami, ki jih bodo s svojim propadom ali odpisom dolgov, povzročile ostalim institucijam? Tukaj zakon ne uspe rešiti jedra problema, ki je sistemsko tveganje. Druga stvar, kjer se zakon ne izkaže dobro, pa je regulacija nad določenimi deli senčno bančnega sistema, ki so sistemsko pomembni. Ne prepozna vseh sistemsko pomembnih trgov ter skupkov individualnih pogodb in institucij, ki so pravtako potrebni reševanja, ko pride do »zamrznitve« trga. Moje mnenje je, da so finančni regulatorji in ostali strokovnjaki v zelo kratkem času napravili odlično delo. Če se ne bodo ustavili na tej točki in bodo zakone izpopolnjevali tudi sproti in ne popuščali pritiskom finančnih institucij, potem smo na dobri poti do stabilnega finančnega sistema.

Finančna kriza 2007-2009 je torej razkrila mnogo strukturnih pomanjkljivosti v poslovnem modelu finančnega sektorja, ki so bile skrite več desetletij. V tem času so institucije v iskanju čim večjih kratkoročnih dobičkov uporabljale velike finančne vzvode, to pa je šlo na račun

njihove volatilne uspešnosti poslovanja. Šibek kapital, nelikvidna sredstva in odvisnost od kratkoročnega financiranja so sistem napravili ranljiv, kar pa je vodilo v velike izgube in sistemsko krizo. Finančni sistem so zato preoblikovale številne reforme. Nov model finančnega sistema temelji na močnejših kapitalskih in likvidnostnih rezervah. S tem naj bi se finančne institucije napravile odpornejše na šoke, stabiliziral pa naj bi se tudi tok kreditov v gospodarstvo. Bank for International Settlements v Letnem poročilu 2009/10 navaja, da bo ključno vlogo pri uspešnem približevanju temu modelu igralo okolje, v katerem bo regulacija sposobna nagrajevati pametno obnašanje finančnih institucij in ustvarjati pobudo trgu, da se obnaša enako.

SKLEP

V zadnjem desetletju se je finančno posredništvo usmerilo od tradicionalnih področij strogo reguliranih poslovnih bank, proti široki paleti drugih finančnih institucij. Predvsem na ameriških in evropskih tleh je zrasla obilica nejasno definiranih in slabo reguliranih finančnih institucij, znanih pod imenom senčno bančni sistem. Gre za vzporedni bančni sistem, ki se je razvil kot odgovor na povečano povpraševanje po kreditih. Razvoj senčnega bančništva je bil pogojen s širitvijo finančnih investicijskih možnosti, dostopnim gospodinjstvom in podjetjem. Ti so raje kot v banke, svoj denar nalagali v vzajemne sklade ali pa ga pustili v pokojninskih skladih. Ti skladi pa so nato denar investirali izven bančnega sektorja. Skozi različne, kompleksne finančne instrumente pa so med drugim financirali tudi hipotekarna in potrošniška posojila. Ukvarjali so se torej s posli, tipičnimi za banke. V senčno bančni sistem sodijo tako skladi denarnega trga kot tudi zavarovalnice, hedge skladi, investicijske banke in tudi izvenbilančne entitete (posebni skladi – SIV, SPV).

Poslovanje teh entitet je temeljilo na zapletenih matematičnih modelih. Prav tako so bili finančni produkti, s katerimi so trgovali, zelo kompleksni in mnogokrat razumljivi le ozkemu krogu finančnih strokovnjakov. Regulatorji pa se, zaradi slabega razumevanja teh produktov in entitet, niso povsem zavedali tveganja, ki se je kopičilo v sistemu. Sistem je bil tako predmet preslabe regulacije in institucije senčno-bančnega sistema so se bile sposobne hitro prilagoditi temu okolju. Hitro so širile paleto svojih finančnih produktov in storitev in v zadnjih dvajsetih letih so po količini izdanih kreditov celo prehiteli tradicionalni bančni sistem, vendar pa je to, ko so se pojavili dvomi o kvaliteti njihovih sredstev in produktov, povzročilo sistematične odlive z denarnega trga, preko katerega se je sistem financiral. Sistem senčnega bančništva se je zaradi tega zrušil, to pa je pripeljalo do ene najhujših finančnih kriz v zgodovini.

Kot je postalo jasno šele po nedavni finančni krizi, so bile mnoge institucije senčnega bančništva močno ranljive na finančne šoke predvsem zaradi treh razlogov. Delovale so pod velikim finančnim vzvodom, prekomerno so bile odvisne od financiranja na kratkoročnih denarnih trgih in za njimi ni stala država kot posojilodajalec v skrajni sili. Finančna kriza 2007-2009 je razkrila tudi množično širjenje izvenbilančnih entitet od leta 1990, ki niso bile

predmet dovolj stroge regulacije in nadzora. Entitete so finančnim institucijam dovolile prenos tveganja iz njihovih bilanc, izboljšale likvidnost posojil skozi listinjenje, omogočale ustvarjanje provizij in pomagale pri dosegu kapitalskih zahtev. Skozi dolgo obdobje presežne likvidnosti in nizkih obrestnih mer so bile te entitete del procesa, ki je omogočal posojilojemalcem dodaten dostop do kreditov, ki jih drugače ne bi bili sposobni dobiti. Listinjenje je bankam v času krčenja depozitov seveda predstavljalo še kako dobrodošel vir financiranja.

Proces listinjenja pomeni zbiranje in združevanje določenih podobnih si posojil v pakete, kateri se nato financirajo preko denarnega trga s prodajo vrednostnih papirjev navadno institucionalnim investitorjem. Začne se s prenosom terjatev ustanovnika teh terjatev na izdajatelja (ponavadi SPV ali SIV). Izdajatelj pa je ustvarjen z namenom, da te terjatve odkupi in jih izolira od njihovega tvorca. S tem se na novo entiteto prenese tudi vse tveganje, povezano s terjatvami. SPVji so nato kupce za te terjatve iskali z izdajanjem in prodajo vrednostnih papirjev, ki so bili razdeljeni v različne tranše. S tem so zadovoljili različne želje investitorjev po tveganju. Navadno so jih razdelili v tri tranše: nadrejene (angl. *senior*), srednje (angl. *mezzanine*), podrejene (angl. *Junior/Equity*). V tem vrstnem redu je naraščalo tudi tveganje in donosi. Vsaki tranši je bila nato pripisana tudi bonitetna ocena, ki jo je podala rating agencija. Investitorji pa so bili za vložke nagrajani z obrestmi, ki so jih plačevali posojilojemalci. Svoj delež pa so si seveda vzeli tudi izvajalci listinjenja.

V senčno-bančni sistem so vpletene različne vrste finančnih institucij, kot so skladi denarnega trga, hedge skladi, zavarovalnice, investicijske banke, skratka, vse institucije, ki svojih sredstev ne zbirajo z depoziti in izvajajo vlogo finančnega posrednika skozi različne vrste finančnih instrumentov. Hedge skladi so bili veliki kupci in trgovalci z lastniškimi vrednostnimi papirji, »toksičnimi« CDO-ji in ostalimi kompleksnimi, visoko tveganimi vrednostnimi papirji. Bili pomembni trgovalni partnerji velikih komercialnih in investicijskih bank in tako tvorili vez med tradicionalnim in senčnim bančnim sistemom. Pomembno vlogo v senčnem bančništvu so imele tudi t.i. »monoline« zavarovalnice, ki so svojo dejavnost osredotočale zgolj na kapitalske trge. Vpletale so se v zavarovanje CDO-jev in ostalih strukturiranih finančnih produktov. Naloga bonitetnih agencij pa je bila, kot tretji osebi, podajati ocene tveganja kompleksnim finančnim produktom v procesu listinjenja. Pomembna vrednota pri njihovem delu bi morala biti nepristranskost, vendar pa je na njihov račun obstajalo kar nekaj kritik. Plačali so jih namreč izdajatelji listinjenih paketov, namesto investitorji. V senčnem bančništvu pa so igrali pomembno vlogo pri zagotavljanju likvidnosti finančnim posrednikom tudi denarni skladi. Bili so veliki kupci kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki so jih izdajale različne finančne entitete v procesu listinjenja.

Regulacija senčno bančnih institucij je bila zelo slaba. Da se v prihodnje ne bi ponovila kriza enake razsežnosti, pa so v Evropi in ZDA finančni strokovnjaki v sodelovanju z regulatorji predpisali oziroma dopolnili zakone, ki so do sedaj veljali na finančnih trgih. Vsebinski Dodd-Frankovega, kot tudi Baselskega zakona, zapovedujeta velikim finančnim institucijam

predvsem strožje zakone v zvezi s kapitalskimi rezervami in dajeta večjo moč finančnim regulatorjem. Basel III zakon je ključni odziv regulatorjev na probleme v finančnem sistemu, ki so se razkrili v finančni krizi 2007-2009. Predpisuje strožje zahteve glede temeljnega Tier 1 kapitala in pa ustanovitev nekaterih dodatnih bančnih rezerv. Dodd-Frankov zakon pa predpisuje ustanovitev nekaterih novih organov za nadzor nad finančnimi trgi in zaščito potrošnikov. Zahteva jasno definicijo kompleksnih finančnih instrumentov in pa strožji revizorski nadzor nad finančnimi institucijami.

Finančni trgi so danes zaznamovani s hitrim tempom razvoja poslovnega okolja in skupaj s spremembami potrošnikovih potreb in njihovega obnašanja vzbujajo potrebo po raznih inovacijah. V takem okolju je regulacija nad finančnimi institucijami seveda potrebna. Preveč podrobna in omejevalna pa lahko povzroči, da se finančne institucije niso sposobne odzivati na hitre spremembe v okolju, kar jih lahko naredi nekonkurenčne in neprofitabilne. Regulacija mora biti razumna in ne sme po nepotrebem ovirati razvoja kakovostnih finančnih storitev, saj so te storitve pomemben dejavnik gospodarske rasti. Potrebno je torej najti primerno ravnotežje med varnostjo in trdnostjo finančnega sistema in regulacijo, ki institucijam kljub temu dovoljuje določene inovacije in svoje upravljanje s tveganjem.

Prvi korak v tem procesu je nadzor, ki mora biti posebej osredotočen na razvoj nad tistimi področji, ki so v preteklosti že bili povezani z določenimi problemi. Naslednji korak vključuje natančno analizo. Pri tem je nujno, da imajo regulatorji in nadzorniki vse potrebno znanje in izkušnje, da popolnoma razumejo kompleksne instrumente, ki nastajajo. Le tako bomo lahko finančni sistem naredili trdnejši in usmerjen k zdravemu napredku.

VIRI IN LITERATURA

1. Adrian, T. & Shin, H.S. (2009). *The shadow banking system: Implications for financial regulation*. Najdeno 14. oktobra 2010 na spletnem naslovu http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr382.html
2. Altunbas, Y., Gambacorta, L., & Marques D. (2007). *Securitisation and the bank lending channel*. Frankfurt am Main. ECB working paper series.
3. A monoline meltdown? (2007a, 26. julij). *The Economist*. Najdeno 17. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.economist.com/node/9552987>
4. Amadou, N. R. (2009). *The systemic regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper. Najdeno 2. februar 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>
5. Ashcraft, A.B., & Schuermann, T. (2008). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*. Staff Reports. Najdeno 6. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf
6. Barr A. (2008, 20.julij). Brokers threatend by run on shadow bank system. Najdeno 1. avgust 2010 na spletnem naslovu: http://cta.visionlp.com/pdf/gen/shadow_bank.pdf
7. Basel III Overview and Update. Najdeno 25. septembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.basel-ii-risk.com/Basel-III/BaselIIIRulesKey.htm>
8. *Basic insurance principles*. Najdeno 10. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.quatloos.com/basic_insurance.htm
9. BIS Annual Report 2009/10. (2010). *The future of the financial sector*. Najdeno 14. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e.htm>
10. BIS Press release. (2008). *OTC derivatives market activity in the first half of 2008*. Najdeno 8. decembra 2010 na spletnem naslovu: http://www.bis.org/publ/otc_hy0811.pdf
11. Blair, A. N., & Berg. D. I. (2009). *Securities Litigation & Regulation*. Najdeno 26. december 2010 na spletnem naslovu <http://www.cadwalader.com/assets/article/122706MarketSecLitandRegulation.pdf>
12. Blundell W. A., & Atkinson P. (2010). Thinking beyond basell III: Necessary solutions for capital and liquidity. *OECD Journal*, 2 (1).
13. Bobek, D. (1989). *Sodobna banka*. Maribor. Založba Obzorja. 179 str.
14. Boot, W. A. (1999). *Consolidation and Strategic Positioning in Banking*. Najdeno 3. avgust 2010 na spletnem naslovu: http://www1.fee.uva.nl/fm/papers/Awaboot/english/consolidation_banking.pdf
15. Boot, W.A., & Schmeits A. (2005). *The Competitive Challenge in Banking*. *Amsterdam Center for Law & Economics*. Working paper No. 2005-08. Najdeno 14. julija 2010 na spletnem naslovu: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841285
16. Boncelj, J. (1983). *Zavarovalna ekonomika*. Maribor: Založba Obzorja.
17. Braithwite, T., & Guerrera, F. (2010, 14. novembra). Financial regulation: a garden to tame. *Financial Times*. Najdeno 15. novembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.ft.com/cms/s/0/90873016-f016-11df-88db-00144feab49a.html#axzz15Qux4mVp>

18. Buffett and the Ratings Cartel (2010). Najdeno 11. avgust 2010 na spletnem naslovu: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704717004575268622397797094.html>
19. CDOh no!. (2007b, 8. november). *The Economist*. Najdeno 12. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/node/10113339?story_id=10113339
20. Cho, D., & Appelbaum, B. (2010, 22. januar). Obama's 'Volcker Rule' shifts power away from Geithner. *Washington Post*. Najdeno 10. januarja 2011 na spletnem naslovu: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/01/21/AR2010012104935.html>
21. Craig, V. (2002). *Merchant Banking: Past and Present*. Najdeno 7. junija 2010 na spletnem naslovu: <http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2001sep/article2.html>
22. Credit rating agency. *Wikipedia*. Najdeno 10. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency
23. Davidson, A. (2009). *How the global financial markets really work*. British Library catalogong-in-Publication Data
24. Davies P, Sakoui A., & Tett, G. (2008, 1. oktober). Sigma collapse ends shadow bank project. *Financial Times*. Najdeno 13. decembra na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/18fbcd5c-8fe4-11dd-9890-0000779fd18c.html#axzz1B7jq71gW>
25. Dembe, A. E., & Boden, L.I. (2010). Moral Hazard: A Question of Morality?. *A Journal of Environmental and Occupational Health Policy*, 10 (1)
26. Deželak, M. (2008). *Izvenbilančni bančni posli*. (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
27. Dodd, C. (2010). Summary: Restoring American Financial Stability. *Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*
28. Doles, J. (b.l.). *Izvedeni finančni instrumenti: Vrste in njihova uporaba v Sloveniji*. Najdeno 27. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/izvedeni-uporaba-slo>
29. Echave, C. (2008). Securitisation: the end of the beginning. *Buttenworths Journal of International Bnaking and Financila Law*. Najdeno 14. avgusta 2010 na spletnem naslovu: <http://www.mayerbrown.com/securitization/article.asp?id=4835&nid=12625>
30. FCIC – Financial Crisis Inquiry Commission. (2010a, 29. junij). *Overview on Derivatives. Preliminary Staff Report*. Najdeno 14. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.fcic.gov/reports/pdfs/2010-0630-psr-derivative-overview.pdf>
31. FCIC – Financial Crisis Inquiry Commission. (2010b, 4. maj). *Shadow Banking and the Financial Crisis. Preliminary Staff Report*. Najdeno 14. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.fcic.gov/reports/pdfs/2010-0505-Shadow-Banking.pdf>
32. Fender, I., & Mitchell, J. (2005). Structured finance: Complexitiy risks and the use of ratings. *BIS quarterly Review*, str. 70
33. *Frontline: The long demise of Glass-Steagall*. (2008). Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu: <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/weill/demise.html>
34. Geithner, T. (2008, 9.junij). *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System. speech*. Najdeno 2. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>]

35. Gilani, S. (2008, 23. september). *Collapse of AIG: The inside story*. Najdeno 9. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.contrarianprofits.com/articles/the-inside-story-of-the-collapse-of-aig/5641>]
36. Gillian, T., & Davies P. J. (2007). *Out of the shadows: How banking's secret system broke down*. Najdeno 18. avgusta 2010 na spletnem naslovu: http://www.ft.com/cms/s/0/42827c50-abfd-11dc-82f0-0000779fd2ac.html?nlick_check=1]
37. Gorton, G. (2009). *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*. Najdeno 7. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.frbatlanta.org/news/CONFEREN/09fmc/gorton.pdf>
38. Gorton, G., & Metrick, A. (2010). *Regulating the Shadow Banking system*. Working paper series. Najdeno 15. avgusta na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676947
39. Gorton G., & Metrick A. (2010). *Securitized Banking and the Run on Repo*. Working paper series. Najdeno 16. avgusta na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440752&rec=1&srcabs=941551
40. Gorton, G., & Souleles, N.S. (2005). *Special purpose vehicle and securitization*. *FRB Philadelphia Working Paper*, 5 (21)
41. Hahn, R. J. (2005). *Securitization: An Introduction*. Najdeno 27. oktobra 2010 na spletnem naslovu http://www.hunton.com/files/tbl_s47Details/FileUpload265/1274/Securitization_An-Introduction_Hahn.pdf
42. Hoefle, J. (2009). *Return to FDR's Glass-Steagall Standard Now!*. Najdeno 10. avgust 2010 na spletnem naslovu: http://www.larouchepub.com/other/2009/3640return_glass-steagall.html
43. IFSL Research. (2008). *Banking 2008*. Najdeno 2. decembra 2010 na spletnem naslovu: http://www.thecityuk.com/media/2180/CBS_Banking_2008.pdf
44. IFSL Research. (2010). *Hedge Funds 2010*. Najdeno 5. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge_Funds_2010.pdf]
45. IMF report (2008). *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. Najdeno 18. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm>
46. Impavido, G., & Tower, I. (2009). *How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter*. IMF Working Paper. Najdeno 24. januarja na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442253##
47. Ineichen, A. (2009). *AIMA's roadmap to hedge funds*. Najdeno 18. septembra 2010 na spletnem naslovu http://www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm
48. ISDA – International Swaps and Derivatives Association. (2010). *Market Survey*. Najdeno 19. novembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-annual-data.pdf>

49. Jackson, D. W. (1987). *Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment banking, Government documents collection*. Najdeno 14. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metacrs9065/>
50. Keoun, B. (2010). Volcker Rule May Give Goldman, Citigroup Until 2022 to Comply. *Business Week*. Najdeno 15. december 2010 na spletnem naslovu <http://www.businessweek.com/news/2010-06-29/volcker-rule-may-give-goldman-citigroup-until-2022-to-comply.html>
51. Klein, A. (2004, 24. november). Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say. *Washington Post*. Najdeno 15. decembra na spletnem naslovu <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A8032-2004Nov23.html>
52. Kwak, J. (2009, 20. junij). *Shadow banking system*. Najdeno 11. julija 2010 na spletnem naslovu <http://wallstreetpit.com/5264-shadow-banking-system>
53. Litan, E. R. (2009). *Regulating Insurance After the Crisis, Fixing finance series*. Najdeno 7. decembra na spletnem naslovu http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0304_insurance_litan/0304_insurance_litan.pdf
54. Lumpkin, A.S. (2009). Regulatory Issues Related To Financial Innovation, *OECD Journal*. 2 (1)
55. Maslakovic, M. (2008). *Banking 2008*. IFSL Research. Najdeno 15. avgusta 2010 na spletni strani <http://www.ifs.org.uk/publications>
56. Mauldin, J. (2010, 25. maj). *After the Crisis: Planning a New Financial Structure, Learning from the Bank of Dad*. Najdeno 28. julija 2010 na spletnem naslovu: <http://www.marketoracle.co.uk/Article19768.html>
57. McCulley, A. P. (2010). *Teton Reflections*. Najdeno 15. julija 2010 na spletnem naslovu: <http://www.pimco.com/Pages/GCBFAugust-September%202007.aspx>
58. Measuring the measurers (2007c, 31. maj). *The Economist*. Najdeno 12. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/node/9267952?story_id=9267952
59. Merger of Citicorp and travelers Group redefines "big deal" (2010). Najdeno 17. avgusta 2010 na spletnem naslovu: http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3755/is_199804/ai_n8791626/
60. Monoline insurance. *Worldlingo*. Najdeno 25. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.worldlingo.com/ma/enwiki/en/Monoline_insurance
61. Mohorič, S. (2010). Listinjenje premoženja. *Bančni vestnik*. 6 (2)
62. Neate, R. (2009, 7. julij). *\$400bn SIV market sold off in two years*. Najdeno 4. januarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/5769361/400bn-SIV-market-sold-off-in-two-years.html>
63. Out of the shadows. (2010, 13. julij). *The Economist*. Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/07/financial_regulation
64. Partnoy, F. (2006, maj). *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*. Najdeno 14. decembra na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257

65. Petajisto, A. (2010, 19. julij). *Hedge Funds after Dodd-Frank*. Najdeno 7. januar 2011 na spletnem naslovu <http://w4.stern.nyu.edu/blogs/regulatingwallstreet/2010/07/hedge-funds-after-doddfrank.html>
66. Pituwan, P. (2009). *On- and off-balance sheet credit risk and capital in U.S. banks*, University of Missouri-Columbia: Doctoral dissertation.
67. Poynton, I. (2010). *Solvency II and the regulation of insurance across Europe*. Najdeno 23. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://corporate.practicallaw.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1247269927235&ssbinary=true>
68. Priest, W. (2007). *Hedge Fund Math: Why Fees Matter*. Najdeno 14. novembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.eipny.com/pdf/HedgeFundMathWhyFeesMatter110907.pdf>
69. Recommendations and Principles to Strengthen Financial Systems. (2009, 2. april). *Financial Stability Forum*. Najdeno 23. novembra na spletnem naslovu <http://www.bis.org/press/p090403b.pdf>
70. Ribnikar, I. (1990). *Banka. Bančni vestnik*. 39 (7)
71. Ricks, M.. (2010). *Shadow Banking and Financial Regulation*. Najdeno 22. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/09/18/shadow-banking-and-financial-regulation/>
72. Ritter, R. J. (2003). Investment Banking and Securities Issuance. *Handbook of the Economics of Finance*. 1 (1). str. 255-306
73. Roubini, N. (2008, 21. september). The shadow banking system is unravelling. *Financial Times*. Najdeno 8. avgusta 2010 na spletnem naslovu: <http://www.ft.com/cms/s/0/622acc9e-87f1-11dd-b114-0000779fd18c.html>
74. Schwarcz, S. L. (2008). The Future of Securitization. *Research Paper Series* No.223. Duke Law School. str. 10-11
75. Securitization (2010). Najdeno 15. oktobra 2010 na spletnem naslovu: <http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization>
76. Securitisation Data Report (2010). Najdeno 6. novembra na spletnem naslovu http://www.afme.eu/AFME/What_We_Do/Securitisation/2010-Q4AFMEESFFINALAFME.pdf
77. Shadow banking. Najdeno 3. avgusta 2010 na spletnem naslovu: http://www.mhhe.com/economics/cecchetti/Cecchetti2_Ch03_ShadowBanking.pdf
78. Sherter, A. (2010, 21. julij). *As Obama Enacts Financial Reform, Credit Rating Agencies Fight to Remain Above the Law*. Najdeno 16. oktobra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bnet.com/blog/financial-business/as-obama-enacts-financial-reform-credit-rating-agencies-fight-to-remain-above-the-law/6702>
79. SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association. (2010). *Global CDO Issuance. Press release*. Najdeno 1. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-Global-CDO-Issuance-SIFMA.xls>
80. Special purpose vehicle. *Wikipedia*. Najdeno 5. oktobra 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Special_purpose_vehicle

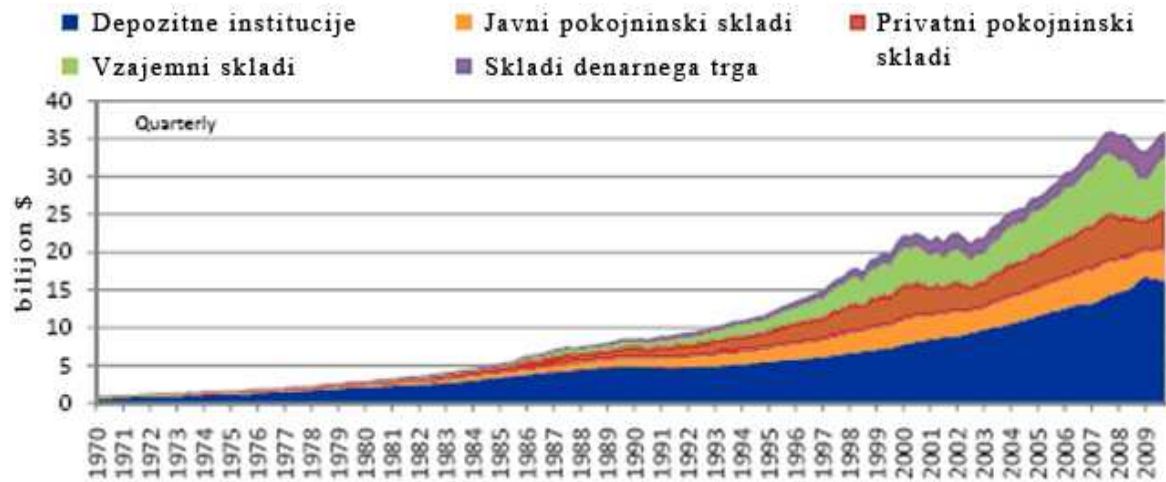
81. Structured investment vehicle. Wikipedia. Najdeno 6. oktobra 2010 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle
82. Structured investment vehicle criteria. Najdeno 2. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/au/page.article/3,2,2,0,1037650771233.html>
83. Tett, G., & Davies, P. (2007, 16. december). Out of the shadows: How banking's secret system broke down. *Financial Times*. Najdeno 24. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.ft.com/cms/s/0/42827c50-abfd-11dc-82f0-0000779fd2ac.html?nclick_check=1
84. The Basel iii Accord. Basel iii Compliance Professionals Association. Najdeno 23. septembra 2010 na spletnem naslovu: <http://www.basel-iii-accord.com/>
85. Tucker, P. (2010). *Shadow banking, financing markets and financial stability*, BIS press and speeches. Najdeno 16. decembra na spletnem naslovu <http://www.bis.org/review/r100126d.pdf>
86. Weistroffer, C. (2009, 21. december). *Credit Default Swaps*. Najdeno 28. novembra 2010 na spletnem naslovu http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000252032.pdf
87. White, L. J. (2009, 8. april). *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*. Najdeno 5. decembra 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434483&http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434483

PRILOGE

Priloga 1: Slovar uporabljenih angleških izrazov in kratic

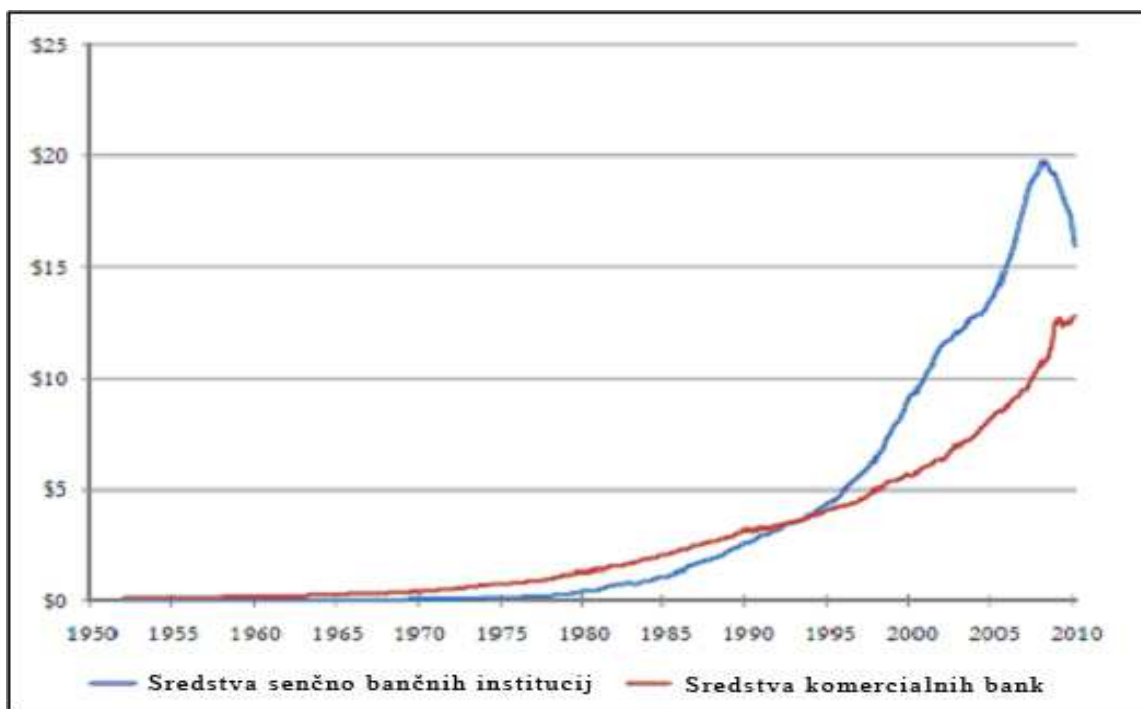
1. **ABCP - asset backed commercial paper** – s sredstvi zavarovani komercialni papirji
2. **ABS - asset-backed security** - s sredstvi zavarovani vrednostni papir
3. **BIS - Bank for International settlements** – banka za mednarodne poravnave
4. **Capital conservation buffer** – dodatne rezerve bank, za primer krize
5. **Capital notes** - zapisi z nizko bonitetno oceno
6. **CDO - collateralized debt obligations** – vrednostni papirji, zavarovani z dolgom
7. **CDS - credit default swap** – zavarovanje finančnih instrumentov
8. **CLO - collateralized loan obligation** – vrednostni papirji, zavarovani s posojili
9. **Countercyclical Capital Buffer** - proticiklične kapitalske rezerve
10. **Conudit** – prenosnik
11. **Derivatives market** – trg izvedenih finančnih instrumentov
12. **FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation** – ameriška institucija, ki zagotavlja izplačilo depozitov, v primeru težav banke
13. **FED - Federal Reserve Bank** – ameriška centralna banka
14. **FSA – Financial Services Authority** - Urad za nadzor finančnih storitev v Veliki Britaniji
15. **Financial Protection Bureau** - nadzorni organ za zaščito potrošnikov
16. **Financial Stability Oversight Council** - svet za nadzor nad finančno stabilnostjo
17. **Haircut** - varnostna marža
18. **Liar's loans** - posojila, dana osebam nesposobnim vračila
19. **NAV – net asset value** - neto vrednost sredstev
20. **Office of Credit Ratings** – pisarna za nadzor nad rating agencijami
21. **Office of National Insurance** – pisarna za nadzor nad zavarovalniško industrijo
22. **Originator** - ustanovnik terjetev v prodesu listinjenja
23. **OTC market - over the counter market** – neorganizirani trg vrednostnih papirjev
24. **Overcollateralization** – presežek posojil v procesu listinjenja
25. **MBS - mortgage-backed securities** – hipotekarne obveznice
26. **Money market mutual fund** – sklad denarnega trga
27. **REPO market - repurchase agreement market** – REPO trg
28. **SEC - Securities and Exchange Commission** – agencija za nadzor ameriškega trga vrednostnih papirjev
29. **Securitisation** - listinjenje
30. **Short selling** - prodaja na kratko
31. **SIV - Structured investment vehicle** – strukturirani investicijski sklad
32. **SPV - Special purpose vehicle** – entiteta, ustanovljena za posebne namene poslovanja
33. **Too big to fail institutions** – sistemsko pomembne institucije
34. **Underwriter** – podpisnik novih izdaj vrednostnih papirjev
35. **US Department of the Treasury** – ameriške zvezne rezerve

Slika 1: Graf sredstev izbranih finančnih posrednikov



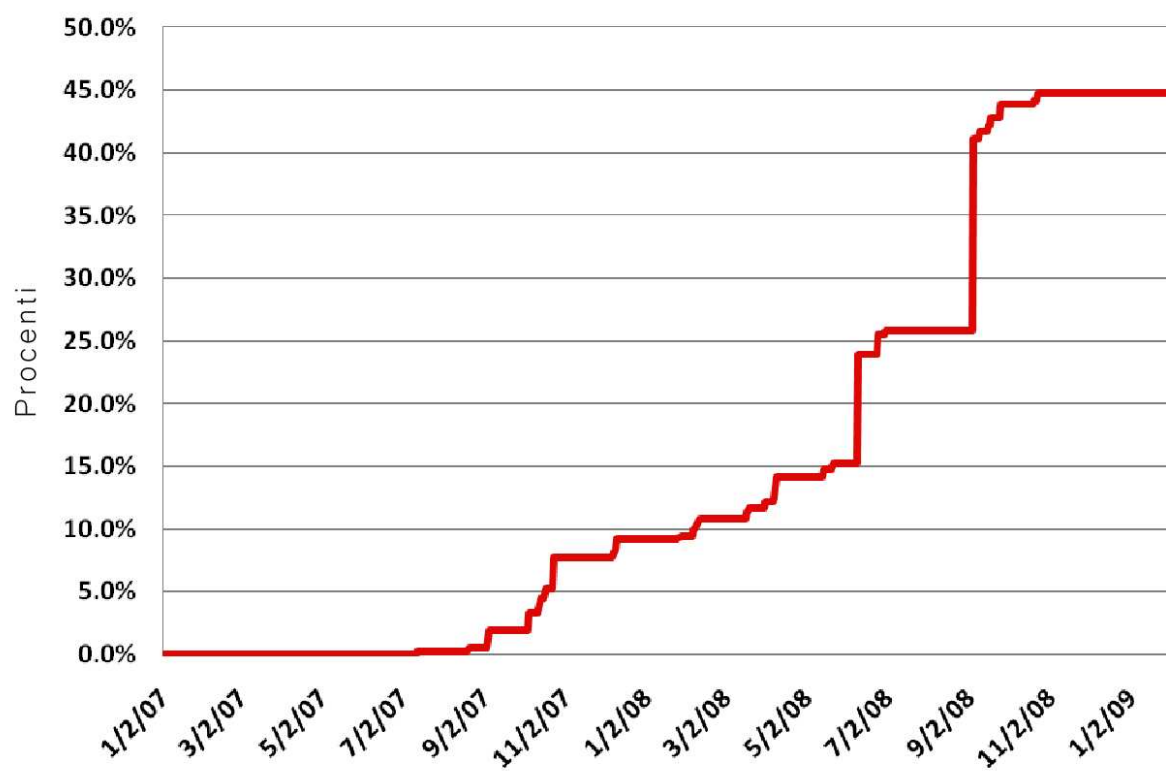
Vir: FCIC, *Shadow Banking and the Financial Crisis*, 2010b

Slika 2: Graf velikosti tradicionalnega in senčnega bančništva (v bilijonih \$)



Vir: *Out of the shadows*. The Economist. 2010

Slika 3: Graf indeksa »varnostne marže« (oz. Haircut)



Vir: G. Gorton & A. Metrick, *Securitized Banking and the Run on Repo*, 2010