

UNIVERZA V LJUBLJANI

PRAVNA FAKULTETA

DIPLOMSKA NALOGA

VLOGA BANK NA KAPITALSKEM TRGU V  
SLOVENIJI

Rok Vehovec

Ljubljana, marec 2010

UNIVERZA V LJUBLJANI

PRAVNA FAKULTETA

DIPLOMSKA NALOGA

VLOGA BANK NA KAPITALSKEM TRGU V  
SLOVENIJI

Rok Vehovec

Mentor: prof. dr. Franjo Štiblar

Ljubljana, marec 2010

# Vloga bank na kapitalskem trgu v Sloveniji

Avtor: Rok Vehovec

Mentor: prof. dr. Franjo Štiblar

Banke so pomemben vir financiranja gospodarstev po vsem svetu, zato je pomembno razumeti, kako banke neposredno in posredno vplivajo na financiranje preko kapitalskega trga. Verjetno malokatera odločitev v finančnem svetu je tako kontroverzna kot primeren obseg aktivnosti bank na kapitalskem trgu in ali naj banka poleg jemanja depozitov nastopa tudi na tveganem kapitalskem trgu. Svetovna finančna kriza je odkrila določene napake svetovnega finančnega sistema. Eden od vzrokov za krizo so tudi investicijske banke in njihova neprestana želja po ustvarjanju dobička. Kljub temu delovanje investicijskih bank in njihovo poslovanje na kapitalskem trgu ne bo propadlo. Sama definicija investicijskega bančništva opredeljuje storitve, brez katerih gospodarstvo preprosto ne more delovati. Investicijsko bančništvo v dosedanji obliki je izginilo, večina svetovnih investicijskih bank se je namreč združila s komercialnimi bankami v univerzalne banke. Nova naloga nadzornih organov predstavlja strožjo regulativo in čimbolj poenoten nadzor na globalni ravni.

Slovenski kapitalski trg je po vstopu Slovenije v Evropsko unijo leta 2004 utrpel korenite spremembe, saj je postal del enotnega evropskega kapitalskega trga. Največji izziv je predstavljalo usklajevanje nacionalne zakonodaje z evropskim pravnim redom. Rezultat so številni novi zakoni na finančnem področju. Slovenski kapitalski trg zaradi svoje majhnosti in nerazvitosti še vedno spada med razvijajoče se trge. Integracija v mednarodno skupnost je Slovenijo odprla pri prostem pretoku kapitala in mednarodni konkurenci, zato je svetovna finančna kriza prizadela tudi Slovenijo. Slovenska podjetja so se do sedaj financirala večinoma z bančnimi posojili. Likvidnostna kriza bank bo slovenska podjetja prisilila, da bodo v prihodnje sredstva zbirala tudi na kapitalskem trgu, kar prinaša nove izzive. Podjetja bodo prvič resnično potrebovala vlagatelje, zato bo korekten medsebojni odnos ključnega pomena. Nov izziv čaka tudi zakonodajalce in vse ustanove na kapitalskem trgu. Morda je zdaj čas, da se slovenski kapitalski trg spremeni v sodoben kapitalski trg, ki služi podjetjem kot vir financiranja za razvoj kot možna alternativa bankam ter vlagateljem kot učinkovit in pregleden trg za vlaganje svojih dolgoročnih prihrankov.

**Ključne besede:** investicijsko bančništvo, kapitalski trg, svetovna finančna kriza, finančni instrumenti, primarna izdaja vrednostnih papirjev, prevzemi in združitve, trgovanje z vrednostnimi papirji, upravljanje premoženja, Ljubljanska borza.

# Role of banks on capital market in Slovenia

Author: Rok Vehovec

Mentor: prof. dr. Franjo Štiblar

Banks are an important source of funding in economies all around the world, making it vital to understand how banks directly and indirectly affect funding through capital market. Few issues have perhaps been as controversial as the appropriate scope of bank activities and whether banks should participate directly in capital market activities, providing both lending and other services, such as underwriting. World's financial crisis has discovered certain flaws of the world's financial system. One of the causes for the crisis are also investment banks and their constant appetite for profit. Despite that, investment banks' activities on a capital market will not collapse. The definition of investment banking itself defines services, without which the economy can not function. Investment banking in current form has disappeared. Most of the investment banks have merged with commercial banks into universal banks. The new task of supervisory authority represents a stricter regulative and unified control on a global basis.

Slovenian capital market has suffered major changes after acceptance of Slovenia in European Union in the year 2004. Slovenian market became a part of a single European capital market. The biggest challenge represented coordination of Slovenian national legislation with European law. The results were numerous new financial laws. Because of its relatively small range and underdevelopment Slovenian capital market still falls under emerging markets. Integration in international community has opened Slovenian borders for the free capital flow and international competition. Therefore Slovenia could not avoid the global financial crisis. Before the crisis Slovenian companies were financed mostly with bank loans. In the future Slovenian companies will have to accumulate assets on a capital market, because of the liquidity crisis in the banking system. This will bring new challenges. It will be the first time that the companies will truly need investors, therefore the correct mutual relationship is a priority. A new challenge also awaits the legislature and all institutions on a capital market. Maybe now is the time that the Slovenian capital market transforms into a modern capital market. This should serve the companies as a source of finance for development as a possible alternative to bank financing and investors as an efficient and transparent market for long-term investments.

**Key words:** investment banks, capital market, financial crisis, financial instruments, underwriting, mergers & acquisitions, sales and trading with financial securities, asset management, Ljubljana stock exchange.

# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>TRG KAPITALA</b>	<b>4</b>
2.1	TRG KAPITALA KOT DEL FINANČNEGA TRGA	4
2.2	VLOGA IN POMEN TRGA KAPITALA	7
2.3	UČINKOVITOST TRGA KAPITALA (EFFICIENT MARKET)	8
<b>3</b>	<b>BANKA KOT INVESTICIJSKO PODJETJE</b>	<b>9</b>
3.1	POJEM INVESTICIJSKO BANČNIŠTVO	9
3.2	RAZVOJ INVESTICIJSKEGA BANČNIŠTVA	11
3.2.1	Vzpon modernega investicijskega bančništva	11
3.2.2	Bančni sistemi	14
3.2.3	Ločitev investicijskega in komercialnega bančništva ter njeni razlogi	17
3.3	MOŽNOSTI ZA INVESTICIJSKO BANČNIŠTVO V SLOVENIJI	18
<b>4</b>	<b>STORITVE BANK NA KAPITALSKEM TRGU</b>	<b>21</b>
4.1	VPIS NOVE IZDAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	23
4.1.1	Pridobitev mandata in naloge investicijske banke	25
4.1.2	Oblikovanje vrednostnega papirja	26
4.1.3	Distribucija vrednostnih papirjev	27
4.2	PREVZEMI IN ZDRUŽITVE	28
4.3	SVETOVALNE STORITVE IN IZDELAVA POŠTENIH MNENJ	30
4.4	TRGOVANJE ZA SVOJ RAČUN ALI ZA RAČUN STRANK	30
4.4.1	Borzno posredovanje	31
4.4.2	Trgovanje za svoj račun	32
4.4.3	Skrbniške storitve	34
4.5	RAZISKAVE INVESTICIJ IN ANALIZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	35
4.6	UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	36
4.6.1	Investicijski skladi	36
4.6.1.1	Vrste investicijskih skladov	38
4.6.2	Upravljanje finančnega premoženja strank	40
4.7	LOMBARDNO KREDITIRANJE	41
<b>5</b>	<b>REGULATIVA BANK IN TRGA KAPITALA V SLOVENIJI</b>	<b>43</b>
5.1	PRAVNA UREDITEV BANK IN TRGA KAPITALA V SLOVENIJI	44
5.1.1	Zakon o bančništvu (Zban-1)	47
5.1.2	Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI)	49
5.1.2.1	Uporaba ZTFI za banke	51
5.1.3	Zakon o prevzemih (Zpre-1)	53
5.1.4	Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP)	55
5.1.5	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)	56
5.2	NADZOR	57
5.2.1	Banka Slovenije	59
5.2.2	Agencija za trg vrednostnih papirjev	60
<b>6</b>	<b>TRG KAPITALA IN VLOGA BANK V SLOVENIJI</b>	<b>61</b>
6.1	RAZVOJ SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	61
6.2	PRIMARNI TRG KAPITALA V SLOVENIJI	63
6.3	SEKUNDARNI TRG KAPITALA V SLOVENIJI ALI LJUBLJANSKA BORZA	67
6.3.1	Struktura sekundarnega trga kapitala	67
6.3.2	Banke na sekundarnem trgu kapitala	69
6.3.3	Borzni indeksi	71
6.3.3.1	SBI 20 – Slovenski borzni indeks	71
6.3.3.2	SBI TOP – Slovenski blue chip indeks	73
6.3.4	Tržna kapitalizacija	74
6.3.5	Likvidnost trga	77
6.3.6	Trg izvedenih finančnih instrumentov	79

6.4	PREVLADUJOČI POLOŽAJ BANK .....	80
<b>7</b>	<b>ZAKLJUČEK.....</b>	<b>87</b>
<b>8</b>	<b>VIRI IN LITERATURA .....</b>	<b>92</b>
8.1	VIRI IN LITERATURA.....	92
8.2	PRAVNI VIRI – SLOVENIJA.....	96
8.3	PRAVNI VIRI – EU .....	96

## KAZALO SLIK

Slika 1: Shematski prikaz odprtega finančnega trga .....	5
Slika 2: Tokovi sredstev preko finančnega sistema .....	10
Slika 3: Možne organizacijske oblike bank .....	16
Slika 4: Segmentacija Ljubljanske borze .....	68

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Nove obveznice na slovenskem kapitalskem trgu v letu 2009.....	66
Tabela 2: Gibanje števila članov Ljubljanske borze .....	71
Tabela 3: Gibanje SBI 20 – Slovenskega borznega indeksa .....	72
Tabela 4: Gibanje SBI TOP – slovenskega blue chip indeksa.....	73
Tabela 5: Tržna kapitalizacija Ljubljanske borze .....	75
Tabela 6: Skupni promet na Ljubljanski borzi.....	77
Tabela 7: Skupni promet bank na Ljubljanski borzi.....	82
Tabela 8: Pregled slovenskih družb za upravljanje .....	83
Tabela 9: Bančni depoziti v Sloveniji.....	84
Tabela 10: Krediti bank v Sloveniji .....	85

## KAZALO GRAFOV

Graf 1: Indeks SBI 20 .....	73
Graf 2: Indeks SBI TOP .....	74
Graf 3: Tržna kapitalizacija Ljubljanske borze .....	76
Graf 4: Vrednost prometa na Ljubljanski borzi .....	78

## SEZNAM KRATIC IN NEKATERIH IZRAZOV

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

Basel II – nov tritebrni sporazum, ki vsebuje priporočila in smernice za bančno poslovanje in njegov nadzor

BS – Banka Slovenije

EU – Evropska unija

FSAP – Financial Services Action Plan (Akcijski načrt finančnih storitev)

FI – financial instruments, finančni instrumenti

ID – investicijske družbe

Investicijsko bančništvo – Investicijsko bančništvo v pravem pomenu besede so dejavnosti banke na kapitalskem trgu, predvsem zbiranje kapitala, posredovanje pri trgovanju s finančnimi instrumenti ter sodelovanje pri prevzemih in združitvah. Investicijske banke naj ne bi sprejemale depozitov.

KDD – Klirinško depotna družba

Komercialno bančništvo – Pod splošnim izrazom banka si ljudje predstavljajo komercialno banko. Pridevnik komercialna se je pojavil za razlikovanje od investicijskih bank. Gre za finančno institucijo, ki sprejema depozite in kreditira posameznike ter gospodarstvo.

MiFID – Markets in Financial Instruments directive (Direktiva o trgih finančnih instrumentov)

OTC – over-the-counter (prosti trg "preko okenc")

Poslovno bančništvo – Poslovno bančništvo kot definicija vrste bančništva ima različne pomene. Lahko se enači angleškemu pojmu komercialna banka. Lahko je



nasprotje centralne banke, ki je denarna oblastna institucija. Poslovno bančništvo je lahko tudi skupni izraz za komercialno in investicijsko bančništvo v univerzalnem bančnem sistemu.

Univerzalno bančništvo – Univerzalno bančništvo je bančni sistem, ki v eni finančni instituciji združuje tako komercialno bančništvo kot tudi investicijsko bančništvo.

Zban-1 – Zakon o bančništvu

ZNVP – Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih

Zpre-1 – Zakon o prevzemih

ZTFI – Zakon o trgu finančnih instrumentov

# 1 UVOD

Trend večletne visoke gospodarske rasti v svetovnem gospodarstvu se je končal konec leta 2007 zaradi svetovne finančne krize. Znaki finančne krize oziroma gospodarske recesije, kot so negativna gospodarska rast, umirjanje inflacije, manjša mednarodna menjava in počasnejša rast trgovine, padec cen surovin, zmanjšanje števila gradenj novih nepremičnin, padec prodaje avtomobilov, ohromitev/nedelovanje posojilnega in denarnega trga, padec borznih indeksov in hedge skladov so prisotni tako po celem svetu, kot tudi v Sloveniji.

Nezaupanje med finančnimi subjekti je ključni razlog za to, da se je kriza drugorazrednih hipotekarnih kreditov na ameriškem nepremičninskem trgu začela vse bolj kazati v pomanjkanju likvidnosti na medbančnem trgu in posledično v dvigovanju medbančnih obrestnih mer. Dražji bančni viri financiranja pomenijo tudi zaostritev posojilnih pogojev.

Subjekti finančnega sistema, ki so krizo občutili najbolj, so banke. Banke so pomemben vir financiranja svetovnih gospodarstev. Financiranje s strani bank poteka s kreditiranjem podjetij ali z zbiranjem kapitala za podjetja preko trga kapitala. Prav slednje je poslovanje investicijskih bank ter razlog, da je svetovna finančna kriza zajela svet v takšnem obsegu. Nelikvidnosti bančnega sistema je pripeljala do nesolventosti nekaterih finančnih ustanov. Propadla je večina največjih ameriških oziroma svetovnih investicijskih bank, kajti pohlep po čimvečjem dobičku je povzročil prevelika tveganja pri poslovanju na kapitalskem trgu, zavajanje finančnega sveta in nemoralnost bankirjev.

Namen diplomske naloge je ugotoviti razmere v katerih so se znašle banke, njihovo vlogo na kapitalskem trgu v svetu in predvsem v Sloveniji. Dejstvo je, da bo finančna kriza nekega dne minila, finančni sistem bo doživel spremembe, ki bodo skušale preprečiti naslednje finančne krize. Na vprašanje, kakšne bodo spremembe, ni enostavnega in enotnega odgovora.

Da lahko analiziramo vlogo bank na kapitalskem trgu moramo umestiti kapitalski trg v finančni sistem in teoretično opredeliti dejavnost investicijskega bančništva. Šele teoretična osnova omogoča nadaljnjo oceno konkretnih razmer. Zavedam se, da so

področja že vsaka zase dovolj kompleksa in obsežna. Preveč podrobna obravnava vsakega področja glede na namen naloge zato ne bi bila smiselna.

Diplomsko delo je razdeljeno na pet poglavij in zaključek. V prvem poglavju je poudarek na definiciji in opredelitvi trga kapitala kot dela finančnega trga. Teoretična opredelitev namreč omogoča bolje predstaviti in obravnavati bančne aktivnosti na kapitalskem trgu.

V drugem poglavju je predstavljen pojem investicijskega bančništva. Sledi zgodovinski pregled in razvoj investicijskega bančništva do danes. Investicijske banke kot finančni posrednik so eden od razlogov za trenutno svetovno finančno krizo. Različna razvojna pot bančništva v posameznih delih sveta je namreč tudi vzrok za različne bančne sisteme ter ločitev investicijskega in komercialnega bančništva. V zadnjem delu tega poglavja je obravnavana možnost za investicijsko bančništvo v Sloveniji.

V tretjem poglavju so predstavljene aktivnosti oziroma storitve bank na kapitalskem trgu. Poudarek je na storitvah, ki so sicer večinoma najpomembnejše in spadajo v definicijo investicijskega bančništva, a tudi najpogostejše v slovenskem bančnem sistemu. Storitve investicijskega bančništva so pomembne za delovanje in razvoj nacionalnega gospodarstva in financiranje podjetij za uspešno delovanje. Zbiranje kapitala je zaradi nelikvidnosti finančna kriza samo otežila, to pa ne pomeni, da bo dejavnost investicijskega bančništva zamrla.

Zadnji dve poglavji predstavljata osrednji del diplomske naloge. Četrto poglavje je namenjeno regulativi in nadzoru bank in kapitalskega trga v Sloveniji. Slovenija je po vstopu v Evropsko unijo postala del enotnega evropskega finančnega trga, zato je morala svojo zakonodajo prilagoditi evropskemu pravnemu redu. Našteti so zakoni, ki splošno urejajo področje bank in kapitalskega trga, podrobneje pa je obravnavana vsebina določenih zakonov, ki najkonkretnije opredeljuje področje. Ponovno postaja čedalje pomembnejši nadzor nad finančnimi posredniki, kar je nasprotje popolne liberalizacije finančnega sistema. Trenutna finančna kriza je namreč izpostavila mnoge napake neoliberalne ekonomske teorije, saj popolnoma svoboden pretok kapitala omogoča zlorabe, ki so pripeljale do sedanje krize.

Peto poglavje prikazuje razmere v praksi na slovenskem trgu kapitala in vlogo bank na njem. Opisana je njegova relativno kratka zgodovina in lastna tranzicijska pot, ki je do zdajšnje finančne krize kljubovala zunanjim negativnim vplivom. Na slovenskem primarnem in sekundarnem trgu kapitala imajo banke še vedno osrednjo vlogo in jo bodo imele najverjetneje tudi v prihodnosti. Poglavje vsebuje mnoge statistične podatke o slovenskem kapitalskem trgu ter s tem podlago za boljši pregled in primerjavo vloge bank na kapitalskem trgu ter omogoča sklepne ugotovitve in razmišljanja.

V zaključku sledita ocena trenutnega stanja na slovenskem kapitalskem trgu in napoved prihodnjega poslovanja bank na trgu kapitala v Sloveniji.

## 2 TRG KAPITALA

Finančni trgi obstajajo, ker bolje od finančnih posrednikov opravljajo funkcijo določanja cen finančnih naložb. Na trgu se pojavlja več informacij, kot jih lahko ima katerikoli posamezni finančni posrednik. Trg kapitala je pomemben del finančnega trga pri zbiranju in plasiranju prihrankov med subjekti.

### 2.1 Trg kapitala kot del finančnega trga

Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih sredstev od subjektov s finančnimi presežki (suficitni gospodarski subjekti) do subjektov s finančnimi primanjkljaji (deficitni gospodarski subjekti). Finančni trg v najširšem smislu obsega ves pritok finančnih prihrankov ali sredstev, ne glede na to, ali se trguje z vrednostnimi papirji ali pa gre za bilateralne odnose med posojilodajalcem in posojilojemalcem. Gre za finančni trg, ki ga delimo na denarni trg in trg kapitala v najširšem smislu.<sup>1</sup>

Finančni trg ima 2 funkciji:<sup>2</sup>

- Ekonomska funkcija – finančni trg omogoča prenos finančnih presežkov za zagotavljanje učinkovite porabe v produktivne namene, pri čemer naj investirajo ekonomski subjekti, ki imajo najboljše sposobnosti in možnosti;
- Finančna funkcija – funkcija, ki ima posreden učinek na prenos finančnih prihrankov. Najpomembnejše je zagotavljanje likvidnosti in razpršenosti naložb.

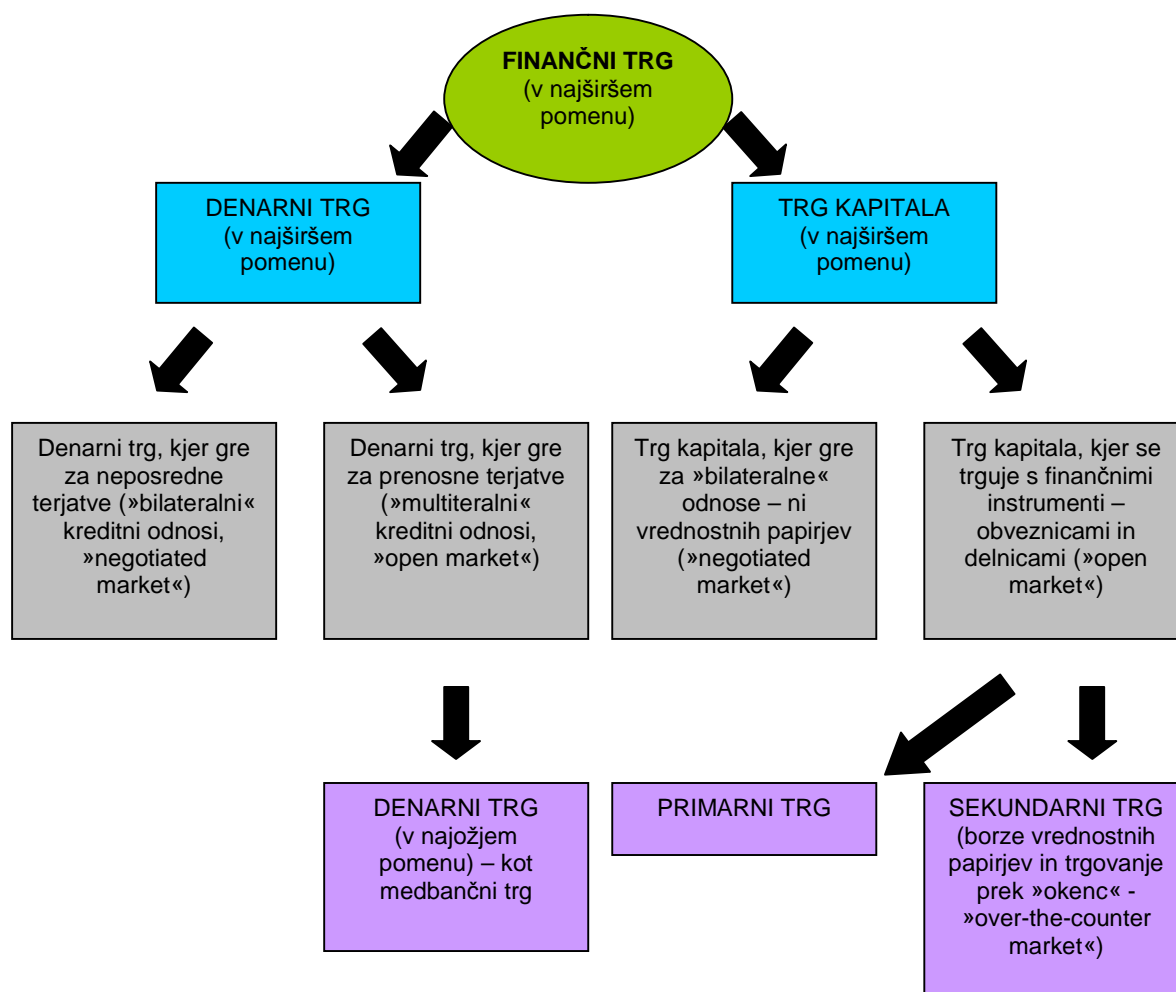
Finančni presežki se na finančnem trgu prenašajo s pomočjo finančnih instrumentov in preko posebnih finančnih institucij. Zato se finančni trg kot celota deli na posamezne delne trge, ki so med seboj tesno povezani in se v delovanju prepletajo.

---

<sup>1</sup> Ribnikar I.: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika), Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 155.

<sup>2</sup> Mramor D.: Uvod v poslovne finance, Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1993, str. 67-69.

Slika 1: Shematski prikaz odprtega finančnega trga<sup>3</sup>



Temeljna delitev finančnega trga, glede na čas prenosa (ročnost, dospelost) finančnih sredstev, je na trg denarja in trg kapitala. Meja za dospelost je eno leto, pri čemer sodijo na denarni trg transakcije kratkoročnih finančnih oblik z dospelostjo do enega leta, medtem ko se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta ali brez dospelja. Povezavo med denarnim in kapitalnim trgom zagotavljajo finančne institucije, predvsem banke, ki opravljajo tako imenovano funkcijo transformacije premoženja oziroma sredstev. Finančni posrednik

<sup>3</sup> Ribnikar I.: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika), Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 157.

(banka) preoblikuje lastnosti sredstev in jih ponudi na trg v drugačni obliki kot jih odkupi ali izposodi.

Denarni trg v najožjem pomenu besede je opredeljen kot medbančni trg, na katerem nastopajo centralna banka in poslovne banke. Prek tega trga poslovne banke uravnavajo svojo likvidnost. Instrumenti denarnega trga so vsa kratkoročna posojila in kratkoročni vrednostni papirji države, poslovnih bank, podjetij in drugih finančnih ter nefinančnih institucij. Trg denarja se deli na tri podtrge, in sicer: medbančni trg, trg kratkoročnih vrednostnih papirjev oziroma trg kreditnega in depozitnega poslovanja ter centralnobančni trg.<sup>4</sup>

Trg kapitala pa je del finančnega trga namenjen dolgoročnim finančnim oblikam. Lahko se deli na trg dolgoročnih posojil (debt securities) ali pogodbeni trg in na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev (equity securities) ali odprt trg oziroma trg kapitala v ožjem smislu.<sup>5</sup>

Trg kapitala v ožjem smislu se deli na primarni ali emisijski in na sekundarni trg kapitala. Glavne institucije primarnega trga so investicijske banke, ki sodelujejo pri prodaji na novo izdanih vrednostnih papirjev. Na sekundarnem trgu pa se z vrednostnimi papirji trguje. Borza je organizirani sekundarni trg, vendar se na borzah trguje praviloma samo s papirji najsolidnejših podjetij. Večina delnic in obveznic se preprodaja s posredovanjem bank - prek njihovih okenc (OTC, over-the-counter). Poleg teh primarnega in sekundarnega trga kapitala sta se pojavili še dve specializirani obliki sekundarnega trga, ki se razvijeta v okviru razvitejših trgov finančnih instrumentov: terciarni in kvartarni trg. Za terciarni trg kapitala gre, ko se trguje z vrednostnimi papirji podjetij, ki sicer kotirajo na borzi, mimo borze, preko okenc bank. Tu se pojavljajo še vzajemni skladi in vrednostni papirji pooblaščenih investicijskih družb. Za kvartarni trg pa gre pri trgovanju z vrednostnimi papirji institucionalnim varčevalcem.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Novak B., Gazvoda M., Divjak M.: Finančni instrumenti in njihovi trgi, V: Mramor D.: Trg kapitala v Sloveniji, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, str. 23.

<sup>5</sup> Prohaska Z.: Finančni trgi, Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 11.

<sup>6</sup> Ribnikar I.: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika), Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 172-175.

## 2.2 Vloga in pomen trga kapitala

Osnovni namen trga kapitala kot dela finančnega sistema je spodbuditi in omogočiti oblikovanje čim večjega obsega prihrankov ter usmeriti pridobljena finančna sredstva v naložbe.<sup>7</sup> Trg kapitala ima zelo pomembno vlogo, saj posameznikom, podjetjem in državi omogoča, da sodelujejo v raznih oblikah izposojanja in posojanja finančnih sredstev. Omogoča učinkovit prenos prihrankov varčevalcev k tistim vlagateljem, ki naj bi jih z družbenega vidika najbolj produktivno uporabili.

Po drugi strani pa institucije kapitalskega trga tekmujejo za finančne prihranke z drugimi institucijami finančnega sistema, kot so komercialne banke. Institucije kapitalskega trga dopolnjujejo ostale institucije finančnega sistema z akumulacijo prihrankov v oblikah, ki jih drugi ne morejo.

Trg kapitala zagotavlja tvegani kapital in dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje na temelju izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poleg tega prispeva k povečanju konkurence v finančnem sistemu in pomaga usmeriti sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju. To spodbuja gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, pomaga krepiti finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno solventnost finančnega sistema. Negativne posledice kapitalskega trga je nazorno in za mnoge "boleče" izpostavila trenutna svetovna finančna kriza.

Pomembna je tudi vloga vlade oziroma države (centralne banke), ki s svojo monetarno in fiskalno politiko oblikuje pogoje, v katerih trg kapitala deluje in se razvija. Dobro razvit trg kapitala krepi in razširja učinkovitost monetarne politike. Z razvojem trga kapitala, v povezavi z razvojem denarnega trga, se domači finančni sistem poveže z mednarodnim sistemom in omogoča kapitalske pretoke preko državnih meja. Finančni sistem mora biti za doseg ciljev čimbolj učinkovit in vreden zaupanja. V sedanji finančni krizi je eden od problemov prav povrnitev zaupanja v finančni sistem zaradi zlorab in nemoralnosti bank v prizadevanjih po čimvečjem dobičku.

---

<sup>7</sup> Mramor D., Jašovič B.: Capital Market Development, Chapter 17, V: Mrak M., Rojec M., Silva-Jauregui C.: Slovenija: From Yugoslavia to European Union, The World bank, Washington, 2004, str. 277.



### 2.3 Učinkovitost trga kapitala (efficient market)

Učinkovitost določanja cen naj bi bila bistvena lastnost finančnih trgov in največja prednost, ki jo imajo pred finančnimi posredniki.<sup>8</sup> Brez učinkovitosti je obstoj trgov nepotreben, saj bi lahko finančni posredniki, poleg lastnih prednosti, sami dovolj dobro določali tudi cene finančnih naložb. Če finančni trgi svoje funkcije ne opravljajo dovolj učinkovito, jih finančni posredniki potisnejo na obrobje finančnega sistema.<sup>9</sup>

Učinkovit trg kapitala je pogosto termin za opis ciljnega delovanja kapitalskega trga. Ločimo med notranjo oziroma operativno (internal, operational efficiency) in cenovno oziroma zunanjo (external, pricing efficiency) učinkovitostjo trga kapitala.

Notranje učinkovit trg omogoča vlagateljem najnižje stroške trgovanja. Notranje učinkovit ni trg kapitala, ki deluje popolnoma brez transakcijskih stroškov, saj ni sposoben zagotoviti obstoja posrednikom in preko njih najnižjega mejnega stroška informacije. Cenovna učinkovitost pa pomeni, da cena finančnega instrumenta v vsakem trenutku popolnoma odraža vse razpoložljive informacije, ki so pomembne za njegovo vrednotenje.<sup>10</sup>

Učinkovit trg je torej določen kot trg, na katerem cene finančnih instrumentov v vsakem trenutku hitro in popolnoma odražajo vse razpoložljive informacije.

---

<sup>8</sup> Problem so razne špekulacije na trgu in medijska kampanja, ki povzročijo, da je cena finančnega instrumenta precenjena, kar povzroča borzne balone in neučinkovito določanje in odražanje cene instrumenta na trgu glede na realno vrednost.

<sup>9</sup> Aver B., Petrič M., Zupančič B.: Učinkovitost trga kapitala, V: Mramor D.: Trg kapitala v Sloveniji, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, str. 304.

<sup>10</sup> Fabozzi F., Modigliani F.: Capital Markets: Institutions and Instruments, Prentice-Hall, tretja izdaja, New Jersey, 1992 str. 249-250.

## 3 BANKA KOT INVESTICIJSKO PODJETJE

### 3.1 Pojem investicijsko bančništvo

Finančni trgi postajajo globalni in tako kompleksni ter s tem težje dostopni posameznikom, podjetjem in vladam (državam), da zato potrebujejo finančne posrednike, ki jih povežejo s finančnimi trgi.<sup>11</sup> Finančni posredniki (financial intermediate, FI) so institucije na finančnem področju, ki prodajajo svoje znanje o finančnih priložnostih, pri tem zmanjšujejo tveganja za stranke in ustvarjajo spremembe denarnega toka na finančnem trgu. Privatni finančni posredniki so družbe v zasebni lasti, ki stremijo k ustvarjanju dobička in katerih premoženje je predvsem finančno. Finančni posredniki povežejo suficitne gospodarske celice, ki imajo presežek kapitala, z deficitnimi gospodarskimi celicami, ki kapital potrebujejo. Oba subjekta se zaradi medsebojnega nepoznavanja obrneta k finančnem posredniku, ki tako trguje z edinim produktom, ki ga ima, informacijo. Informacijo o ponudbi in povpraševanju kapitala, kar pomeni znižanje stroškov iskanja kapitala, širši izbor finančnih priložnosti in zmanjšanje tveganja na finančnem trgu. Finančni posredniki prodajajo te informacije svojim strankam, da le-te potem izberejo najboljšo finančno odločitev, ki ustreza njihovemu poslovanju in potrebam.

Finančni trg omogoča dva temeljna načina financiranja, neposredno in posredno. Na podlagi financiranja se ločijo tudi finančni posredniki, ki sodelujejo pri eni in drugi obliki financiranja. Finančni posredniki lahko uresničujejo dve obliki posredovanja.<sup>12</sup> Pri neposrednem financiranju (brokerage) finančni posrednik deluje kot agent, pri čemer zgolj pomaga izpeljati posel, ne da bi pri tem kakorkoli spreminjal lastno premoženje. Posrednik ni stranka v poslu, saj ravna v tujem imenu in za tuj račun ter tako le posreduje informacije in izpelje transakcijo, za kar prejme provizijo. Pri posrednem financiranju pa je finančni posrednik tudi stranka v poslu (principal), tako pri izposoji sredstev kot pri njihovem nadaljnjem posojanju. Ravna v tujem imenu in za svoj račun. Posrednik lahko posreduje svoja sredstva naprej ali pa jih pretvori tako, da ustrezajo potrebam strank, ki povprašujejo po dodatnem kapitalu. To posredovanje imenujemo transformacija premoženja (asset transformation), saj finančni posrednik preoblikuje lastnosti sredstev (securities) in jih ponuja v drugačnih

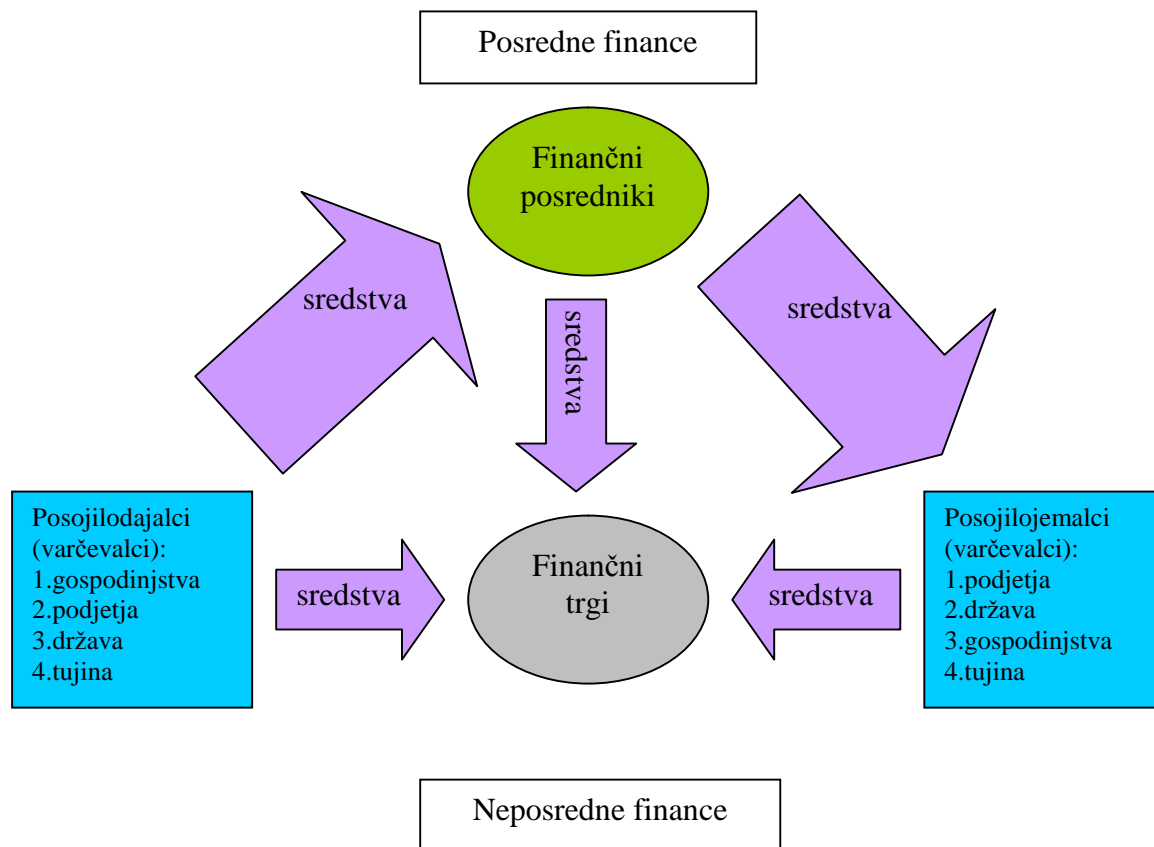
---

<sup>11</sup> Allen L.: Capital Markets and Institutions: Global View, John Wiley & Sons, 1997, str. 15.

<sup>12</sup> Saunders A.: Financial Institution Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill Higher Education, peta izdaja, New York, 2005, str. 4.

oblikah od tistih, ki ji odkupi. Posrednik se vrine med stranki, spremeni lastnosti sredstev in tako zmanjša tveganje za stranki.

**Slika 2: Tokovi sredstev preko finančnega sistema**<sup>13</sup>



Finančni posredniki uporabljajo tako neposredno kot posredno financiranje za zbiranje in posredovanje sredstev med subjekti, ki povprašujejo po kapitalu in subjekti s presežki kapitala.<sup>14</sup> Banke so eni izmed mnogih takšnih finančnih posrednikov, ki posredujejo med povpraševanjem in ponudbo po prihrankih oziroma finančnih sredstvih. Najbolj prepoznaven predstavnik finančnega posrednika pri posrednem financiranju je komercialna banka, pri neposrednem financiranju pa ta vloga pripada investicijski banki.

<sup>13</sup> Ribnikar I.: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika), Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 176.

<sup>14</sup> Allen L.: Capital Markets and Institutions: Global View, John Wiley & Sons, 1997, str. 18.

Dejavnost bank, ki opravljajo storitve na kapitalskem trgu, je investicijsko bančništvo. Za uspešno in donosno poslovanje investicijske banke kot posrednika je osnoven pogoj njen položaj na trgu kapitala. Posebne enotne definicije pojma investicijsko bančništvo v strokovni literaturi ni, poleg tega pa se obseg tega izraza neprestano in izjemno hitro širi z vedno novimi instrumenti in s tem posledično tudi storitvami ter poslovno prakso. Neka splošna definicija vedno obsega opis dejavnosti, poslov in storitev, s katerimi se investicijsko bančništvo ukvarja. Ena od definicij, ki med vsemi najboljše in celostno povzame bistvo dejavnosti je: investicijsko bančništvo so vse aktivnosti na trgu kapitala, kar zajema širok spekter aktivnosti glede zbiranja kapitala in podjetniških financ. S temi aktivnostmi so mišljene združitve in prevzemi, trgovanje s finančnimi instrumenti za svoj račun (merchant banking) in račun strank, izdelava poštenih mnenj, upravljanje skladov, upravljanje tveganega kapitala (venture), investicijske raziskave, upravljanje tveganj in podobno, pa tudi tradicionalne oziroma osnovne aktivnosti, kot so vpisovanje in vplačevanje dolžniških ter lastniških instrumentov.<sup>15</sup>

Investicijsko bančništvo je veliko bolj tvegano od dejavnosti komercialnih bank, saj je močno povezano z gibanjem tečajev borznih trgov, obrestno mero in številnimi drugimi otipljivimi dejavniki, ki odražajo visoko stopnjo špekulacij na trgu.<sup>16</sup>

## **3.2 Razvoj investicijskega bančništva**

### **3.2.1 Vzpon modernega investicijskega bančništva**

Morda nobene druge organizacije danes ne navdihuje toliko strahu, spletk, polemik in radovednosti kot svetovne investicijske banke. Investicijske banke so s svojim delovanjem v preteklosti uspele zavzeti pomemben položaj na finančnih trgih in danes sledijo ter aktivno sodelujejo v hitrem tempu tokov svetovne trgovine in kapitala.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 39.

<sup>16</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Asia Limited & Tsinghua University, 2003, str. 138.

<sup>17</sup> Lamb K.: The Rise Of the Modern Investment Bank, dostopno na <http://www.investopedia.com/articles/08/investment-banks.asp>, 10. december 2009.

Industrializacija in ekonomski napredek v 17. in 18. stoletju sta prinesla večje potrebe po financiranju in tudi večje prihranke. Razvoj svetovne trgovine in vojaške ambicije držav so zahtevali vedno več kapitala, zato so se pojavili posredniki, ki so zagotavljali potreben kapital.

Adam Smith je v 18. stoletju trg opisal kot "nevidno roko", ki vodi trg pri alokaciji sredstev. Finančni motorji omenjene nevidne roke v 18. in 19. stoletju so bile evropske trgovske banke (merchant banks), kot so Hope & Co, Baring Brothers, Rothschild in Morgan Grenfell. Nizozemska in pozneje Velika Britanija sta bili kolonialni velesili, ki sta v tem času obvladovali svetovno trgovino z oddaljenimi pristanišči v Indiji in Hong Kongu. Model trgovske banke se je uveljavil tudi preko Atlantika, kjer so ga uspešno prakticirala novoustanovljena družinska finančna podjetja na takrat razvijajočem se ameriškem finančnem trgu (emerging market). Struktura in dejavnost ustanovljenih ameriških bank, kot so JP Morgan & Co. in Dillon Read & Co., sta odražali evropski model bank, hkrati pa so imele banke sposobnost in možnost financiranja novih poslovnih priložnosti ter zbiranje kapitala.

Sčasoma sta se razvila dva različna modela bank. Model "stare", evropske poslovne banke je bil predvsem v zasebni lasti premožnejših družin v Evropi. Poslovna banka je imela precej svojega kapitala (družinsko premoženje) skupaj s kapitalom iz zasebnih virov, ki so s tem postali partnerji z omejeno odgovornostjo. Posle so banke financirale z lastnim kapitalom.

V 19. stoletju je pridobil veljavo nov model bank, zlasti v ZDA. Podjetja, ki so želela pridobiti svež kapital, so to storila z izdajo vrednostnih papirjev zainteresiranim vlagateljem, ki so imeli nato možnost s temi vrednostnimi papirji trgovati preko organizirane izmenjave (borze) vrednostnih papirjev v velikih finančnih centrih, kot sta bila London in New York. Vloga finančne družbe oziroma banke je bila zastopanje izdajatelja v javnosti, pridobivanje interesa vlagateljev in priprava podrobnosti za uspešno izdajo vrednostnih papirjev. Banke, ki so se ukvarjale s tem poslom, so postale znane kot investicijske banke.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Morrison A., Wilhelm W. J.: Investment Banking: Institutions, Politics and Law, Oxford University Press, New York, 2007, str. 121-154.

Z razvojem investicijskega bančništva finančne institucije niso ostale zveste samo tej dejavnosti, ampak so razširile aktivnosti tudi na sprejemanje depozitov in dajanje kreditov, kar spada v dejavnost komercialne banke. Oktobra 1929, po zlomu ameriškega trga vrednostnih papirjev in veliki depresiji, je ameriška vlada sprejela sklep, da mora vzpostaviti večji nadzor nad finančnim trgom. Leta 1933 je bil v ZDA sprejet Glass-Steagall Act, ki je postavil verjetno največji mejnik v razvoju investicijskega bančništva. Bil je odgovor na slab gospodarski položaj in propad več kot 10.000 bank v ZDA. Uredil je ločitev med komercialnim in investicijskim bančništvom. Zakon je imel namen preprečiti usmerjanje depozitov komercialnih bank v tvegana sredstva, preprečiti konflikte interesov in povrniti zaupanje v sistem komercialnega bančništva. Zakon je uredil tudi delovanje investicijskih bank pri skrbni javni izdaji vrednostnih papirjev, izdelavo prospekta, cenitve in sindiciranje prve izdaje. Banke, kot so Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers in First Boston, so prevzele vodilne vloge investicijskih bank.<sup>19</sup>

Ločitev med sistemoma komercialnih in investicijskih bank je ob koncu prejšnjega stoletja postopoma izginila. Zaradi velikih sprememb v finančnem okoliščini, ki leta 1933 niso bile predvidene, so komercialne banke zahtevale večjo liberalizacijo na področju poslovanja z vrednostnimi papirji. V osemdesetih letih prejšnjega stoletja je bil Glass-Steagall Act spremenjen na večini najpomembnejših področij, ki jih ureja, vključno z možnostjo poslovanja z vrednostnimi papirji in možnostjo vpisovanja omejenih vrednosti podjetniških obveznic. Glass-Steagall Act je bil leta 1999 formalno odpravljen. Prizadevanja in lobiranja velikih bančnih institucij so bila uspešna, saj ga je nadomestil Gramm-Leach-Bliley Act, ki dovoljuje komercialnim bankam tudi aktivnosti na kapitalskem trgu, torej dejavnost investicijskega bančništva in obratno. Prav liberalizacija bančne dejavnosti je bil eden od vzrokov trenutne finančne krize. V ZDA se kot odgovor na sedanjo krizo skuša omejiti obseg poslovanja največjih bank in preprečiti njihovo trgovanje na tvegane kapitalskem trgu. Država namreč ni več pripravljena jamčiti za bančne depozite, če se ti potem "prelijejo" v tvegane investicije. Bankam naj bi se preprečilo tudi trgovati za svoj račun ali imeti v lasti investicijske sklade. Predlagane spremembe bodo vsekakor naletele na nasprotovanje največjih bančnih konglomeratov, ki se ne bodo zlahka podredili takšni regulativi.

---

<sup>19</sup> Ibidem.

Zadnja desetletja je investicijsko bančništvo doživelo veliko sprememb. Razvoj informacijske tehnike, velik vpliv globalizacije in posledično lažji dostop do novih trgov kapitala so zelo povečali obseg dejavnosti in "prisilili" investicijske banke v razvijanje vedno novih produktov, da bi prehiteli konkurenco.<sup>20</sup>

Čeprav je okoli investicijskih bank veliko nejasnosti, ni skrivnost, kakšna je bila vloga, ki so jo odigrale v evoluciji modernega kapitalizma. So finančne institucije, ki zagotavljajo finančna sredstva za zagotovitev delovanja Adam Smithove "nevidne roke" pri alokaciji sredstev med subjekti, ki kapital potrebujejo, in subjekti, ki imajo presežek kapitala.

Banke so bile uspešne na različnih področjih ekonomije, od začetka v 18. stoletju kot komercialne banke v Londonu in Amsterdamu do velikih institucij (konglomeratov) danes, ko obvladujejo svetovni finančni trg ter so ga s svojimi pretiranimi prizadevanji po čimvečjem zaslužku pripeljale do globalne finančne krize. Čeprav so vzroki sedanje finančne krize obstajali že desetletje, je bil povod za krizo padec cen nepremičnin v ZDA. Za mnoge je bil glavni razlog končnega padca svetovnega finančnega sistema stečaj ameriške investicijske banke Lehman Brothers 14. septembra 2008. Svetovni finančni sektor je zadela nelikvidnost, postopno pa mnoge institucije tudi nesolventost. Prišlo je do propada treh od petih največjih ameriških (tudi svetovnih) investicijskih bank, preostali pa se povezujejo s komercialnimi bankami v univerzalne banke. Investicijsko bančništvo v dosedanji poznani obliki je izginilo oziroma bo doživelo spremembe.<sup>21</sup> Vendar pa dokler bo obstajala tržna ekonomija, bodo investicijski bankirji kljub trenutni finančni krizi iskali nove poti za zaslužek in presenečali s svojo inovativnostjo, čeprav velikokrat na škodo vlagateljev in partnerjev pri poslovanju.

### **3.2.2 Bančni sistemi**

Banke so v vsaki državi glavni subjekti v finančnem sistemu, vendar to še zdaleč ne pomeni, da so vse banke enake. Ločijo se po velikosti, vrsti dejavnosti, ki jo opravljajo in udeležbi v mednarodnem poslovanju. Banke v svetu globalizacije in velikega napredka tehnologije tekmujejo med seboj in tudi z drugimi finančnimi

---

<sup>20</sup> Pri vedno večjem obsegu delovanja in poskusu po čimvečjih zasluških so bankirji mnogokrat pozabili na moralnost dejanj ter pri tem zavajali vlagatelje o tveganosti poslov.

<sup>21</sup> Štiblar F.: Svetovna kriza in Slovenci : Kako jo preživeti?, Založba ZRC, Ljubljana, 2008, str. 19-20.

institucijami (zavarovalnice, borzoposredniške družbe, finančni skladi). Vsekakor pa banke ostajajo glavni "igralci" v finančnem sistemu. Različnost med bankami posameznih držav je predvsem posledica zgodovinskega, narodnega, geografskega in funkcionalnega razvoja v posamezni državi.

Pomembnost bank kot finančnih posrednikov nasploh in še posebej pri financiranju podjetij je v različnih državah različna. Banke so zelo pomembne v Nemčiji in na Japonskem (bančno gospodarstvo, bank-based). Nemški sistem z univerzalnimi bankami je sistem posrednega financiranja. Banke financirajo podjetja z bančnimi posojili, pri tem pa se vzpostavi njihova dolgoročna medsebojna povezanost in lastništvo. Nekoliko manj so banke pomembne v ZDA in Veliki Britaniji (tržno gospodarstvo, market-based). Gre za sistem neposrednega financiranja, kjer se podjetja financirajo večinoma na kapitalskem trgu.<sup>22</sup>

V bančništvu je posebej obravnavano hranilništvo. Vse druge bančne aktivnosti, ki jih banke opravljajo, se delijo na komercialno in investicijsko bančništvo.<sup>23</sup> Kljub internacionalizaciji in globalizaciji se v svetu še vedno ločita kontinentalni in anglosaški sistem bančništva. Ločitev je posledica pravne ureditve države in njene naklonjenosti do poslovanja bank na različnih področjih. Prepoved opravljanja dejavnosti investicijskega bančništva tistim subjektom, ki se ukvarjajo s komercialnim bančništvom, je glavni vzrok za takšno ločitev dejavnosti. Pravni red, ki je bolj naklonjen komercialnemu bančništvu je tako imenovani kontinentalni sistem v Evropi in na Japonskem. Pravna ureditev v anglosaksonskih državah pa je uvedla ločitev med dejavnostjo komercialnih in dejavnostjo investicijskih bank ter je bolj naklonjena slednjim.

V kontinentalnem sistemu je v veljavi model univerzalne banke. Univerzalna banka opravlja vse posle ter na področju zakladništva združuje tudi trgovanje z vrednostnimi papirji oziroma upravljanje lastnega portfelja banke, medtem ko se trgovanje z vrednostnimi papirji po naročilu strank pretežno opravlja v ločeni enoti investicijskega bančništva.

---

<sup>22</sup> Ribnikar I.: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika), Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 1999, str. 175.

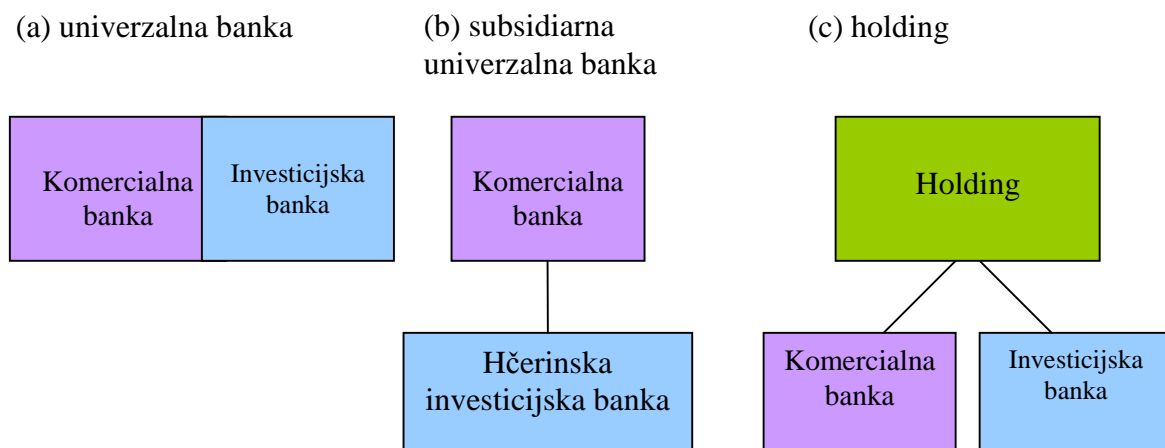
<sup>23</sup> Glej seznam kratic in nekaterih izrazov za poslovno bančništvo.



V anglosaksonskem finančnem sistemu se ločita dva tipa bank, in sicer komercialne ter investicijske banke, ki sta lahko združeni v finančni holding ali pa vsaka od njiju prek svojih hčerinskih bank opravlja bodisi komercialne bodisi posle z vrednostnimi papirji. Ta ločitev je nastala zaradi že omenjene poostrene ameriške regulative (Glass-Steagal Act iz leta 1933) po borznem zlomu v tridesetih letih 20. stoletja.<sup>24</sup>

Organizacijska struktura bank, ki so razširile svojo dejavnost tudi na posle z vrednostnimi papirji, je prav tako različna in odvisna od pravnega reda države.<sup>25</sup> V kontinentalnem sistemu, kjer ni potrebna ločitev komercialnega bančništva od investicijskega, sta oba oddelka združena v isti banki (primer Deutsche Bank).<sup>26</sup> V tem primeru je potrebna dodatna varovalka, takoimenovani kitajski zid (chinese wall), ki preprečuje izmenjavo informacij in podatkov med obema oddelkoma. Banka lahko ustanovi tudi hčerinsko podjetje, ki posluje z vrednostnimi papirji. Gre za subsidiarno univerzalni model banke, ki je najpogostejši v Veliki Britaniji in Kanadi.<sup>27</sup> V ZDA so v veljavi holdinška podjetja; komercialna banka in investicijska banka poslujeta vsaka s svojim kapitalom. Združeni sta v holding.<sup>28</sup>

**Slika 3: Možne organizacijske oblike bank<sup>29</sup>**



<sup>24</sup> Koch T.: Bank Management, The Dryden Press, četrta izdaja, 2000, str. 8.

<sup>25</sup> Glej sliko 3: Možne organizacijske oblike bank.

<sup>26</sup> Glej sliko 3(a): Organizacijska oblika univerzalne banke.

<sup>27</sup> Glej sliko 3(b): Organizacijska oblika subsidiarne univerzalne banke.

<sup>28</sup> Glej sliko 3(c): Organizacijska oblika holdinga.

<sup>29</sup> Saunders A.: Financial Institutions Management: A Modern Perspective, McGraw-Hill Higher Education, tretja izdaja, 2000, str. 494.

### 3.2.3 Ločitev investicijskega in komercialnega bančništva ter njeni razlogi

Bančna kriza v 30. letih prejšnjega stoletja, ki je pretresla ZDA, je pomenila konec univerzalnega bančništva v anglosaksonskih državah, takratnega uveljavljenega modela finančnih sistemov. Omenjena bančna kriza je bila in še vedno je zgodovinski dogodek, ki se ga omenja, ko govorimo ločitvi komercialnega in investicijskega bančništva.<sup>30</sup>

Po letu 1929, ko je ZDA zajela recesija, je propadla približno tretjina bank. Vlada je ustanovila komisijo (Pecora commission), da bi ugotovila vzroke za krizo. Komisija je kot vzrok krize navedla aktivnosti bank na trgu vrednostnih papirjev, zlorabe in konflikte interesov, ko so komercialne banke opravljale dejavnosti investicijskega bančništva.<sup>31</sup> Nekateri kritiki (Friedman M., Veblen T., Bernanke B.) kot vzroke za takratno krizo omenjajo tudi nizke državne rezerve ameriške centralne banke (Federal Reserve System, FED).

Prvi pravni akt, ki je uvedel delitev komercialnega in investicijskega bančništva v ZDA, je bil Glass-Steagal Act, sprejet leta 1933. Razlogi za ločitev komercialnega in investicijskega bančništva, opredeljeni v njem, še vedno obstajajo, kljub formalni odpravi akta, spremenjeni finančni situaciji in so prisotni vedno, kadar hoče komercialna banka razširiti poslovanje bodisi na posle z vrednostnimi papirji bodisi na zavarovalništvo.<sup>32</sup>

- Varnost in solidnost (safety and soundness) – pojavljata se predvsem dve bistveni vprašanji: kako tvegan posel je vpis nove izdaje vrednostnih papirjev (underwriting) in ali lahko neuspešna izdaja povzroči propad banke. Komercialne banke, ki se ukvarjajo z vpisom nove izdaje vrednostnih papirjev in poslujejo z lastnimi sredstvi, so bolj tvegane za komitente in njihove depozite.
- Ekonomija obsega in raznovrstnosti (economy of scale and scope) – razširitev poslovanja omogoča bankam nove finančne priložnosti, nov zaslužek, pri tem

---

<sup>30</sup> Canals J.: Universal banking: International comparisons and theoretical perspectives, Oxford University Press, 1997, str. 74.

<sup>31</sup> Saunders A.: Financial Institutions Management: A Modern Perspective, McGraw-Hill Higher Education, tretja izdaja, 2000, str. 480.

<sup>32</sup> Ibidem, str. 492.

pa se poveča možnost za zlorabe. V univerzalnih bankah so oddelki med seboj ločeni s tako imenovanim požarnim zidom (firewall).

- Konflikt interesov (conflict of interest) – morebitni konflikt interesov je glavni razlog za ločitev komercialnega in investicijskega bančništva. Možni konflikti so:
  - interes bank, da strankam agresivno ponujajo le določene bančne produkte namesto takih, ki so za stranko primerni;
  - ponujanje kreditov strankam za nakup vrednostnih papirjev, ki jih banka (underwriter) izda;
  - moč prisile, izsiljevanja, kot na primer poslabšanje pogojev za določeno bančno storitev, če se tudi v drugem primeru stranka ne odloči za storitev iste banke;
  - prenos informacij (od investicijske banke do oddelka za dajanje kreditov in obratno).
- Depozitna jamstvena shema (deposit insurance) – komercialne banke, ki imajo depozite zavarovane z jamstveno shemo, lahko dajejo bolj tvegane kredite. Depozitna jamstvena shema bo namreč komercialne banke spodbujala k bolj tveganem poslovanju v iskanju večjega dobička.
- Regulacijska vrzel (regulatory oversight) – bančni holdingi, ki imajo hčerinska podjetja za poslovanje na trgu vrednostnih papirjev, so predmet razpršene in večplastne strukture nadzora, ki omogoča morebitne prikrite zlorabe, konflikte interesov in preveč tvegano poslovanje z vrednostnimi papirji.
- Omejevanje konkurence (competition) – gre za učinek razširjenega poslovanja bank s storitvami investicijskega bančništva. Komercialne in investicijske banke, ki se že ukvarjajo z investicijskim bančništvom, bi poskušale preprečiti vstop na trg kapitala novim konkurentom.

### **3.3 Možnosti za investicijsko bančništvo v Sloveniji**

Investicijsko bančništvo se pri nas razvija v okviru univerzalnega bančnega sistema, v katerem so banke znotraj svoje organizacije vzpostavile oddelke za investicijsko bančništvo. Poleg bank se bo omenjena dejavnost razvijala tudi preko nebančnih

institucij, ki jim pravimo borzno posredniške družbe in opravljajo posle z vrednostnimi papirji oziroma upravljajo s premoženjem v obliki vrednostnih papirjev.

V Sloveniji podobno kot v drugih državah kontinentalne Evrope ni ločenega investicijskega in komercialnega bančništva. Ni pa tudi prave investicijske banke, kar pa ni nujno slabo, glede na trenutne razmere in propad mnogih investicijskih bank, ki zamajajo celotno gospodarstvo. Razloge za to je treba poiskati v primarnem trgu kapitala. Dejstvo je, da primarnega trga kapitala, skozi katerega priteka v gospodarstvo oziroma v podjetja svež kapital, v Sloveniji zaenkrat praktično še ni oziroma je zelo slabo razvit. Pod pojmom primarni trg kapitala je mišljen trg, kot ga poznajo v anglosaksonskih gospodarstvih, kjer je glavna naloga primarnega trga kapitala prenos prihrankov od prebivalstva do subjektov v gospodarstvu, ki potrebujejo sredstva. V Sloveniji se podjetja ne financirajo z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev, kar bi bilo potrebno spremeniti za hitrejši razvoj investicijskega bančništva. Omeniti velja tudi kapitalsko strukturo naših podjetij, ki ni primerna za financiranje preko primarnega trga. Podjetja se financirajo pretežno s kratkoročnimi in ne z dolgoročnimi viri financiranja. Razlogi za takšno situacijo so neugodne razmere na trgu kapitala, visoki stroški in daljši ter zahtevnejši postopki za dolgoročno financiranje. Zaradi tega podjetja pri nas investirajo predvsem na podlagi zadržanja lastnih dobičkov ali zadolževanja pri bankah.<sup>33</sup>

Nerazvitost primarnega trga vrednostnih papirjev ovira tudi hitrejši razvoj sekundarnega trga v Sloveniji. Dejstvo je, da je za podjetja težje zagotoviti refinanciranje s svežim kapitalom na podlagi izdaje primarne izdaje delnic, če se z njihovimi delnicami ne trguje na kapitalskem trgu. Primarni in sekundarni trg sta tako kot drugje po svetu tudi pri nas močno povezana. Podjetja, ki bi svojo širitev poslovanja financirala z izdajo novih vrednostnih papirjev v večjem obsegu, bi bila v lažji situaciji, če bi investitorji imeli ustrezno zagotovilo, da je določen vrednostni papir dovolj likviden, kar pomeni, da lahko vsak čas svoj vrednostni papir prodajo po ustreznih cenah na sekundarnem trgu. Razvoj stabilnega, likvidnega in transparentnega sekundarnega trga je zelo pomemben za obstoj in razvoj primarnega trga kapitala v

---

<sup>33</sup> Vojinović B.: Investicijsko bančništvo v fazi kontrakcije slovenskega ekonomskega sistema, Ljubljana, 2006, str. 135-136.

"pravem" pomenu besede, kot ga poznajo v razvitejših anglosaksonskih gospodarstvih.<sup>34</sup>

Podlaga za oblikovanje cene novoizdanega vrednostnega papirja na primarnem trgu je prav cena papirja istega izdajatelja, s katerim se že trguje na sekundarnem trgu. Za izdajatelja novih vrednostnih papirjev, ki tako financira svoj razvoj, je izredno pomembna stabilnost cene vrednostnega papirja na sekundarnem trgu. Glede na tveganje, ki ga prevzema investitor oziroma kupec vrednostnega papirja, le-ta zahteva določeno stopnjo donosnosti.

Za razvoj obeh trgov, primarnega in sekundarnega, lahko naštejemo nekaj pomembnih dejavnikov: potek lastninjenja, razvitost bančnega sistema, liberalizacija kapitalskih tokov, fiskalna in monetarna politika, razvoj institucionalnega investitorstva ter splošna organiziranost finančnega sistema v Sloveniji.

Banke na slovenskem trgu kapitala so pomemben in aktiven dejavnik. Nastopajo na organiziranem trgu kot pooblaščen udeleženec, kot članice borze. Za razliko od podjetij so banke bolje izkoristile primarni trg vrednostnih papirjev, predvsem z izdajo dolgoročnih vrednostnih papirjev, tako obveznic kot delnic. Univerzalne banke so in bodo edini pravi "podpisniki" (underwriter) primarne izdaje vrednostnih papirjev, ki jih izdajajo srednja in predvsem večja podjetja. To izhaja iz kapitalске moči bank, ki je nedvomno veliko večja od kapitalске moči njihovih konkurentov, borznoposredniških družb. Vstop Slovenije v Evropsko unijo je zaradi konkurence banke "prisilil" tudi v večje udejstvovanje s posli investicijskega bančništva, ki veljajo za neklasične bančne posle, omogočajo pa veliko možnosti za nove zaslužke, a lahko pomenijo tudi velike izgube, odpis sredstev in posledično propad banke.

Trg kapitala je vsekakor odločilni faktor, ki določa pomen investicijskega bančništva v določenem finančnem sistemu. Razvoj investicijskega bančništva in trga kapitala v posamezni državi usmerja njena zakonodaja, torej pravna ureditev in posledično učinkovit nadzor nad finančnimi posredniki.

---

<sup>34</sup> Ibidem.

## 4 STORITVE BANK NA KAPITALSKEM TRGU

Aktivnosti bank na kapitalskem trgu sodijo predvsem v dejavnost investicijskih bank in predstavljajo vse storitve, ki poskušajo v čimvečji meri zbrati prihranke gospodarskih subjektov, ki imajo presežke, in jih posredovati naprej. Storitve v zvezi s finančnimi instrumenti, torej predvsem storitve investicijskega bančništva, so tiste, ki najpomembneje oblikujejo trg kapitala, čeprav posredno na trg kapitala vplivajo tudi storitve komercialnega bančništva. Pogost primer je navadno bančno posojilo, ki ga komercialna banka odobri podjetju. Normalna poslovna praksa komercialnih bank je transformacija dela kratkoročnih virov v dolgoročne naložbe. Banke imajo nadzor in dostop do zasebnih podatkov svojih strank, ki pogosto niso znane v javnosti. Prav odobritev kredita podjetju lahko signalizira vlagateljem uspešnost poslovanja in s tem vpliva na ceno vrednostnega papirja na trgu.<sup>35</sup>

Prav tako te storitve niso rezervirane samo za banke, saj se z večino poslov investicijskega bančništva ukvarjajo tudi drugi subjekti na finančnem trgu, borzoposredniške družbe in v posameznih storitvah zavarovalnice.

Omeniti velja tudi miselnost oziroma način mišljenja, ki prevladuje (oziroma je prevladoval, saj je finančna kriza pomenila streznitev, ki jo bo treba upoštevati pri nadaljnjem poslovanju) v investicijskem bančništvu in bi ga bilo mogoče zajeti v naslednjih kategorijah:<sup>36</sup>

- Finančna maksimizacija - gre za prizadevanje, da bi dosegli največ od možnega danega. Do izraza pride predvsem pri vpisovanju vrednostnih papirjev, kjer pomeni doseganje minimalnih stroškov kapitala za izdajatelje vrednostnih papirjev. Na drugi strani pa to pomeni tudi največji možni donos na izbrano stopnjo tveganja.<sup>37</sup>
- Finančna optimizacija, analiza stroškov in koristi - gre za postavitve idealne finančne strukture in finančnega mehanizma v danih okoliščinah. Analizirati je

---

<sup>35</sup> Vsekakor odobritev kredita podjetju ne sme imeti kakšne zelo pomembne vloge pri vrednotenju poslovanja, saj so pogosti primeri, ko banke zaradi želje po dobičku ne preverijo skrbno poslovanja podjetij in posledično zadostno zavarujejo kredita.

<sup>36</sup> Kuhn R. L.: Capital Raising and Financial Structure, The Library of Investment Banking, Dow Jones-Irwin, Homewood, 1990, str. 3-58.

<sup>37</sup> Pri tem se vsekakor lahko pojavijo tudi izgube, ki so sorazmerne in primerne tveganju.

potrebno vse vidike določenega podjetja ali institucije, da bi lahko določili finančno strukturo, ki bi bila za določen subjekt najučinkovitejša.

- Neodvisna presoja in dajanje poštenih mnenj v zvezi z vrednotenjem podjetij - postavlja kredibilnost investicijskih bank, saj so poštena mnenja najboljši izkaz zaupanja v investicijske banke. Zaupanje bi moralo biti namreč eden od temeljev bančništva nasploh, zato bi morale tudi banke svoje poslovanje podrediti temu cilju. Informacije, ki jih dajejo investicijske banke, morajo biti natančne, popolne in seveda brezpogojno resnične.
- Finančna inovacija in razvoj novih produktov - danes je inovativnost ena od pglavitnih konkurenčnih prednosti posamezne investicijske banke. Bistveni razlog je optimiranje dejanskih potreb klientov ter s tem tudi lastnih potreb po dobičku. Zato finančna inovacija ne pomeni vedno napredka.
- Razpoložljivost kapitala in njegova učinkovita raba - razpoložljivost kapitala je eden začetnih ključnih dejavnikov za uspeh podjetja, medtem ko je učinkovita raba kapitala težišče številnih aktivnosti na sekundarnem kapitalskem trgu.
- Kakovostno servisiranje klientov - investicijske banke so predvsem storitvene organizacije, za katere je pomemben kakovosten odnos do svojih klientov in njihovo popolno servisiranje. Ne glede na kompleksnost in številčnost poslov investicijskega bančništva dober investicijski bankir nikoli ne pozabi, kdo so njegovi klienti in kakšne so njihove zahteve.

Glavne funkcije investicijske banke se delijo na:<sup>38</sup>

- zbiranje kapitala oziroma financiranje podjetij,
- trgovanje s finančnimi instrumenti,
- svetovanje in storitve pri prevzemih in združitvah,
- upravljanje premoženja.

Vendar pa to niso vse storitve, ki spadajo v dejavnost investicijskega bančništva. Sem spadajo namreč vse pomembne aktivnosti investicijske banke na kapitalskem trgu. Spekter storitev je širok, obravnavane pa bodo storitve, ki so uveljavljene v slovenskem finančnem prostoru in urejene v slovenski zakonodaji.

---

<sup>38</sup> Fleuriot M.: Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the industry, The McGraw-Hill Companies, 2008, str. 34.

Storitve bank, ki so pomembne za delovanje kapitalskega trga, imajo zadosten vpliv in vlogo ter trenutno predstavljajo največji delež dejavnosti investicijskega bančništva na slovenskem finančnem trgu so:<sup>39</sup>

- vpis nove izdaje vrednostnih papirjev,
- prevzemi in združitve,
- svetovalne storitve in izdelava poštenih mnenj,
- trgovanje za svoj račun ali za račun strank,
- skrbniške storitve,
- raziskave investicij in izdelava poštenih mnenj,
- upravljanje premoženja,
- lombardno kreditiranje.

#### **4.1 Vpis nove izdaje vrednostnih papirjev**

Javno ali zasebno zbiranje kapitala je ena temeljnih dejavnosti investicijske banke. Kapital lahko investicijska banka zbira s pomočjo vrednostnih papirjev ali brez njih, torej z bančnimi posojili. Javna ponudba dolžniških ali lastniških vrednostnih papirjev je nedvomno temelj investicijskega bančništva. Čeprav bi na prvi pogled mogli sklepati, da gre za preprosto bančno "operacijo", so stvari v realnem življenju težavne in pogosto zapletene.<sup>40</sup>

Financiranje z vpisom nove izdaje vrednostnih papirjev je pogostejše pri podjetjih v anglosaškem bančnem sistemu, kjer je investicijsko bančništvo tudi bolj razvito. Angleški izraz storitve je *underwriting*, kar bi v neposrednem prevodu pomenilo podpisovanje. Slovenska podjetja se pri financiranju poslovanja še vedno najpogosteje odločajo za najemanje posojil. Zelo malo je financiranja z izdajo obveznic ali delnic. Postopki so namreč zapleteni in dragi. Pri nas je zato še vedno zelo malo zanimanja podjetij za financiranje z izdajo novih vrednostnih papirjev. To je predvsem posledica majhnosti in nerazvitosti kapitalskega trga in stroškov izdaje, ki so višji od najema posojila. Dolgi so tudi postopki izdaje, prožnost pa manjša kot pri

---

<sup>39</sup> Storitve so povzete po spletnih straneh največjih bank na slovenskem finančnem trgu : NLB, Abanka, SKB, Gorenjska banka, Banka Celje, Probanka,...

<sup>40</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 40.



posojilih, če primerjamo denimo možnosti predčasnih vračil. Za izdajo delnic ali obveznic se pri nas zanimajo predvsem večja podjetja, saj so pri vrednostih izdaje, ki so nižje od 25 milijonov evrov, stroški previsoki. Zato banke srednjim in malim podjetjem za manjše zneske svetujejo financiranje s klasičnimi bančnimi posojili.<sup>41</sup>

Osnovni razlog za razvoj storitve vpisa nove izdaje vrednostnih papirjev je vsekakor potreba podjetij po novih finančnih sredstvih za svoje poslovanje in naložbe. Podjetja sama niso bila sposobna izvesti zahtevnega postopka, zato so ga vedno prepustila investicijskim bankam. Vpis nove izdaje vrednostnih papirjev kateregakoli podjetja je eden najpomembnejših trenutkov za nadaljnje uspešno poslovanje, kajti nepravilna ali neuspešna izvedba postopka lahko resno škoduje finančnemu položaju in ugledu podjetja. Vloga investicijske banke je zato odločilnega pomena.<sup>42</sup>

Vsaka izdaja vrednostnih papirjev ima za podjetje svoje prednosti in slabosti, uprava podjetja pa je tista, ki se ima možnost odločiti o obliki financiranja podjetja. Naštete so bistvene prednosti in slabosti financiranja z novo izdajo vrednostnih papirjev:<sup>43</sup>

- Prednosti:
  - mogoče zadolževanje v večjem znesku in z daljšo ročnostjo,
  - poznejše odplačevanje svojih obveznosti (izplačilo ob končni dospelosti),
  - manjša dolžniška odvisnost od bank,
  - izdajatelj ima fiksno določeno obveznost.
- Slabosti (nevarnosti):
  - tveganje spremembe obrestnih mer na trgu,
  - nezmožnost prodaje prevzetih papirjev,
  - neuspešna prodaja na primarnem trgu slabo vpliva na ugled,
  - obveza razkritja vseh pomembnejših podatkov o poslovanju,
  - razpršitev lastništva otežuje upravljanje.

---

<sup>41</sup> Nidorfer M.: Posli investicijskega bančništva: Malo novih izdaj vrednostnih papirjev, 30. junij 2005, dostopno na <http://www.finance.si/124752/Posli-investicijskega-ban%20ni%20tva:-Malo-izdaj-novih-vrednostnih-papirjev>, 11. december 2009.

<sup>42</sup> Geddes R.: IPO's and equity offerings, Elsevier Finance, 2003, str. 31.

<sup>43</sup> Nidorfer M.: Posli investicijskega bančništva: Malo novih izdaj vrednostnih papirjev, 30. junij 2005, dostopno na <http://www.finance.si/124752/Posli-investicijskega-ban%20ni%20tva:-Malo-izdaj-novih-vrednostnih-papirjev>, 11. december 2009.

### 4.1.1 Pridobitev mandata in naloge investicijske banke

Naloga investicijske banke je uspešna izpeljava postopka pri vpisu nove izdaje vrednostnih papirjev. Izdajatelj izbere investicijsko banko na podlagi uspešnosti bančnega poslovanja in njenega ugleda v finančnem okolju. Vpis nove izdaje vrednostnih papirjev ima več stopenj. Običajno vpisa nove izdaje ne opravlja ena sama investicijska banka, pač pa se izdaja razdeli med več investicijskih bank, ki tvorijo sindikat. Pred samim postopkom izdaje in ustanovitvi sindikata mora investicijska banka dobiti strankin mandat za izdajo novih vrednostnih papirjev na trg. Za pridobitev mandata mora investicijska banka posvetiti znatno količino časa in interesa za razvoj razmerja s stranko. Med investicijskimi bankami obstaja velika konkurenca za pridobitev novega podjetja med svoje stranke. Investicijska banka mora pokazati razumevanje za strankine strateške in poslovne načrte, skrbno načrtovati izdajo novih vrednostnih papirjev in predvideti vse možne zaplete pri nadaljnji prodaji vrednostnih papirjev. Če investicijska banka pridobi mandat, postane vodilna investicijska banka (lead manager) pri vpisu nove izdaje vrednostnih papirjev in lahko kasneje sestavi sindikat za pomoč pri vpisu novih vrednostnih papirjev na primarnem trgu.<sup>44</sup>

Vodilna investicijska banka ima predvsem štiri naloge:<sup>45</sup>

- svetovanje podjetju, kako zbrati potreben kapital,
- pomoč podjetju pri pripravi nove izdaje vrednostnih papirjev,
- oblikovanje vrednostnega papirja in izdaja,
- distribucija ali nadaljnja prodaja vrednostnih papirjev.

Te naloge so zaporedne stopnje v postopku in so med seboj soodvisne. Investicijska banka mora upoštevati vse stopnje kot celoto postopka, drugače je izdaja lahko neuspešna. Vpis nove izdaje vrednostnih papirjev se imenuje tudi primarni trg kapitala, ker se z vrednostnimi papirji prvič trguje.

---

<sup>44</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Asia Limited & Tsinghua University, 2003, str. 146.

<sup>45</sup> Bierman H., Smidt S.: Financial Management for Decision Making, Beard Books, Washington, 2003, str. 382-383.

### 4.1.2 Oblikovanje vrednostnega papirja

Potencialni izdajatelj oziroma podjetje ima na razpolago več možnosti za financiranje svojega poslovanja. Lahko se odloči za lastniško ali dolžniško financiranje, financiranje z delnicami ali obveznicami (izbere lahko fiksno ali spremenljivo obrestno mero).<sup>46</sup> Podjetje se odloči na podlagi presoje, katera vrsta financiranja je v določenem trenutku optimalna glede na kapitalsko strukturo podjetja. Pri odločitvi mu pomaga tudi vodilna investicijska banka, ki ima potrebno znanje in izkušnje na tem področju. Postopki izdaje se med seboj razlikujejo, saj so za različna podjetja potrebne različne analize panoge in podjetja. Investicijska banka naredi oceno kreditnega tveganja, oceno trga in morebitnih vlagateljev, pripravi predlog za organe odločanja v podjetju in podobno. Za uspešnost same izdaje je pomemben tudi čas (timing), kajti likvidnost izdaje je odvisna tudi od razpoloženja na kapitalskem trgu, da se zagotovi ustrezno podporo novi izdaji vrednostnih papirjev.<sup>47</sup>

Položaj biti vodilna investicijska banka pri izdaji prinaša največji dobiček v poslu. Obenem prinaša tudi največje obveznosti, saj mora banka pred izdajo opraviti vso potrebno pravno podlago in objektivno, skrbno in temeljito raziskati podjetje (due dilligence), njen finančni, tržni in poslovni položaj na trgu. Vodilna investicijska banka od podjetja odkupi vse vrednostne papirje in prevzame nase tveganje glede nadaljnje prodaje končnim vlagateljem. Vodilna banka zato ustanovi sindikat investicijskih bank, ki odkupijo del izdaje vrednostnih papirjev in jih nato prodajo vlagateljem. Namesto ene institucije se tako tveganje razprši med vse investicijske banke v sindikatu. Število bank v sindikatu je odvisno od obsega nove izdaje.<sup>48</sup>

Najzahtevnejša in tudi najpomembnejša naloga pri oblikovanju vrednostnega papirja je določitev cene. Primarni interes podjetja, ki izdaja vrednostni papir, je prodaja tega po najvišji možni ceni. Problem je predvsem dolgotrajni postopek izdaje, zato je končna cena odvisna od razmer na trgu v trenutku izdaje. Investicijska banka v pripravah na izdajo določi razpon možnih cen, v okviru katerega bo potem določena končna cena. Zaradi spremenljivosti razmer na trgu je končna cena določena šele,

---

<sup>46</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Asia Limited & Tsinghua University, 2003, str. 147.

<sup>47</sup> Kevin S: Security Analysis and Portfolio Management, Prentice-Hall of India Private Limited, New Delhi, 2006, str. 22.

<sup>48</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Limited & Tsinghua University, 2003, str. 147.

preden se vrednostni papir proda, najprej investicijski banki in skoraj takoj naprej vlagateljem. Investicijska banka postavi nekoliko višjo ceno od tiste, po kateri je vrednostni papir odkupila od podjetja (underwriting spread), ki izdaja vrednostni papir. Cilj investicijske banke je postaviti ceno, ki se bo na trgu obdržala ali zvišala. Uspešnost nove izdaje je odvisna od količine nadaljnjih prodanih vrednostnih papirjev končnim vlagateljem in cene, ki jo vrednostni papir doseže na sekundarnem trgu kapitala.<sup>49</sup>

Določitev cene nove izdaje vrednostnih papirjev je posebno težavna, ko podjetje prvič javno izdaja vrednostne papirje, saj ni nikakršne preteklo osnove, na podlagi katere bi se lahko oblikovala cena. Če se podjetje odloči za naknadno financiranje in se z njegovimi vrednostnimi papirji že trguje, je stvar manj težavna.<sup>50</sup>

#### **4.1.3 Distribucija vrednostnih papirjev**

Naslednja naloga investicijske banke je nadaljnja prodaja vrednostnih papirjev končnim vlagateljem. Investicijska banka oziroma sindikat prevzema tveganje, ali bo lahko distribuirala celotno izdajo po določeni končni ceni. Ko investicijska banka da obljubo, da bo opravila vpis in distribucijo vrednostnih papirjev, obstajata dve osnovni različici takšne obljube:

- trdna zaveza (firm commitment), ko investicijska banka odkupi celotno izdajo vrednostnih papirjev,
- zaveza po najboljših močeh (best effort), kjer se investicijska banka zaveže, da bo prodala največjo možno količino vrednostnih papirjev na trgu, a brez vsakršne garancije.

Večina novih izdaj poteka po trdni zavezi, tako da investicijska banka odkupi celotno izdajo in se zaveže prodati določeno minimalno količino vrednostnih papirjev po postavljeni ceni. Če banki ne uspe distribucija, mora preostale vrednostne papirje odkupiti sama. V tem primeru nosi celotno tveganje za prodajo in doseženo ceno investicijska banka.<sup>51</sup>

---

<sup>49</sup> Bierman H., Smidt S.: Financial Management for Decision Making, Beard Books, Wahington, 2003, str. 384.

<sup>50</sup> Ibidem, str. 385.

<sup>51</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Limited & Tsinghua University, 2003, str. 147.

V nasprotju s trdno zavezo pa zaveza po najboljših močeh ne pomeni nobene garancije podjetju. Investicijska banka se zaveže, da bo poskušala prodati čimvečje število vrednostnih papirjev, preostalo neodkupljeno količino pa vrnila izdajatelju. Tveganje nosi podjetje.

## 4.2 Prevzemi in združitve

Združitve in prevzemi<sup>52</sup> so aktivnosti investicijskega bančništva, ki imajo največji odziv v javnosti. Pojem prevzem podjetja obsega različne pojavne oblike pridobitve nadzora nad določenim podjetjem. Investicijske banke iščejo, določajo ceno ter financirajo združitve in prevzeme.

Osnovne vsebinske oblike prevzemov so združitve (spojitve in pripojitve) in prevzemi (z odkupom delnic, odkupom premoženja). O združitvi podjetij govorimo takrat, kadar iz dveh ali več podjetij nastane eno samo. Znotraj kategorije združitev ločimo pripojitve in spojitve. O pripojitvi govorimo takrat, kadar prevzemno podjetje zadrži svoje ime in identiteto, pridobi pa vse obveznosti in sredstva prevzetega (pripojenega) podjetja. Prevzemno podjetje je močnejše finančno, tehnološko, tržno in njegova blagovna znamka je bistvena. Spojitev je enaka pripojitvi, le da je ob združitvi ustanovljeno popolnoma novo podjetje. S spojitvijo obe podjetji pravno prenehata obstajati in postaneta del novega podjetja.<sup>53</sup>

Pri prevzemu z odkupom delnic podjetja je cilj prevzemnika pridobitev zadostne količine (prevzemni prag) ali vseh delnic, kar mu zagotavlja nadzor nad upravljanjem prevzetega podjetja. Po prevzemu z odkupom delnic ostane ciljno podjetje ločeno in v celoti odgovorno za svoje obveznosti. Glavne razlike med združitvami in prevzemi so predvsem v velikosti podjetij, lastništvu med podjetji in statusnih spremembah v skupnem podjetju.

Podjetje ima za združitve in prevzeme veliko specifičnih razlogov, vsem pa je skupno, da prinašajo določene nove dimenzije pri poslovanju podjetja. Med glavne

---

<sup>52</sup> V anglosaški strokovni literaturi se za zgornja pojma uporablja termin mergers and acquisitions (M&A).

<sup>53</sup> Coyle B.: Mergers and Acquisitions, The Chartered Institute of Bankers, Fitzroy Dearborn Publishers, 2000, str. 2-4.

razloge, da se podjetje odloči za združitev z drugim podjetjem ali za prevzem določenega podjetja, so:<sup>54</sup>

- Pridobitev novih sredstev oziroma virov je eden glavnih razlogov, saj podjetje lahko pridobi kadrovski talent, vstopi v nov trg, pridobi nov produkt, gotovino ali možnost zadolževanja, strojno opremo, surovine, patente in "know-how".
- Diverzifikacija omogoča rast podjetju s širitvijo osnovne dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja. Takšno širitev imenujemo ekonomija raznovrstnosti oziroma po angleško economy of scope.
- Sinergija preprosto pomeni, da sta dve podjetji z združitvijo vredni več kot vsako podjetje posamezno. Tako širitev, ki zaradi povečanja obsega poslovanja pomeni večjo učinkovitost in manjše stroške (ekonomija obsega), po angleško imenujemo economy of scale. Obstaja več razlogov za sinergijo:
  - določeno podjetje ima slabe poslovne rezultate, drugo podjetje pa ima sposobnost izboljšati njeno poslovanje,
  - vertikalna integracija omogoča boljše načrtovanje poslovanja in izboljšati distribucijo produkta,
  - horizontalna integracija pomeni boljši tržni delež produkta.
- Obrambna strategija, ki podjetje prisili v združitev z drugim podjetjem, da se obrani pred sovražnim prevzemom.
- Velikost in obseg: prevzem podjetja je včasih lažji in cenejši kot ustanovitev novega podjetja. Uprava podjetja pa je tako ali tako usmerjena v neprestano rast podjetja.

Združitve in prevzemi so finančno in pravno zahteven postopek, zato prevzemnik ponavadi najame investicijsko banko. Investicijska banka izdelava analize o smotnosti prevzema in oceni ciljno podjetje. Postopek cenitve in vrednotenja ciljnega podjetja se imenuje skrbni pregled (due dilligence). Skrbni pregled mora vsebovati vrednotenje vseh možnih področij poslovanja, kot so finančni, tržni, pravni položaj podjetja. Investicijska banka nudi vse storitve, ki so potrebne za uspešen prevzem ali združitev podjetja.<sup>55</sup> Investicijske banke imajo znanje in podatke, da izberejo pravo

---

<sup>54</sup> Bierman H., Smidt S.: Financial Management for Decision Making, Beard Books, Washington, 2003, str. 739-741.

<sup>55</sup> Gaughan P.: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, John Wiley & Sons, četrta izdaja, New Jersey, 1999, str. 10.

ciljno podjetje, svetujejo pri izbiri prevzemne strategije in sodelujejo pri financiranju prevzema. Investicijske banke najemajo tudi ciljna podjetja, da se obranijo pred sovražnimi prevzemi. V investicijski banki je ponavadi zaposlena skupina strokovnjakov, ki sestavi obrambno strategijo pred prevzemom.

Za svoje storitve investicijska banka tako prevzemnikom kot ciljnemu podjetju v primeru obrambe pred prevzemom zaračuna provizijo za svetovanje, prevzemniku pa tudi provizijo za pomoč pri financiranju prevzema.

### **4.3 Svetovalne storitve in izdelava poštenih mnenj**

Finančno svetovanje vsekakor ni najdonosnejša storitev, ki jo opravljajo investicijske banke, je pa običajno povezana oziroma omogoča preostale storitve investicijskega bančništva. Svetovanje kot storitev investicijske banke največkrat zajemajo ostale storitve, kot so vpis nove izdaje vrednostnih papirjev, prevzemi in združitve... Kot samostojna storitev je finančno svetovanje takrat, ko investicijska banka za vsak nasvet, priporočilo ali mnenje dobi plačilo, provizijo.<sup>56</sup> Izdelava poštenih mnenj je v primerjavi s samim svetovanjem bolj donosna. Tarife za izdelavo poštenih mnenj so v nasprotju s finančnim svetovanjem lahko izjemno visoke, osnovni razlog pa je visoka stopnja odgovornosti do naročnika oziroma investicijske javnosti. Izdelava poštenega mnenja je velikega pomena za bolj zapletene transakcije (privatizacije, prevzemi, združitve).<sup>57</sup>

### **4.4 Trgovanje za svoj račun ali za račun strank**

Banke preko svojih investicijskih oddelkov trgujejo s finančnimi instrumenti na sekundarnem trgu kapitala. Investicijske banke si z možnostjo trgovanja na sekundarnem trgu kapitala krepijo tako imenovano distribucijsko moč, s katero posredno podpirajo tudi druge aktivnosti investicijskega bančništva. V Sloveniji mora banka pred samim začetkom opravljanja poslov pridobiti ustrezno dovoljenje Banke

---

<sup>56</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Limited & Tsinghua University, 2003, str. 151.

<sup>57</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 40.

Slovenije. Investicijske banke lahko trgujejo na treh stopnjah: v svojem imenu in za tuj račun (broker – borzni posrednik), v svojem imenu in za lasten račun (dealer – trgovec) ali pa ustvarjajo trg za finančni instrument (market maker – ustvarjalci trga). Kot podpora trgovanju so pomembne tudi skrbniške storitve, brez katerih samo trgovanje ne bi bilo mogoče. Med skrbniške storitve štejemo odprtje in vodenje računov, preknjižbe finančnih instrumentov, storitve v zvezi z izvrševanjem pravic iz finančnih instrumentov in obveščanje imetnika o korporacijskih pravicah in dejanjih.

#### **4.4.1 Borzno posredovanje**

Investicijska banka lahko trguje s finančnimi instrumenti na borzi le, če je pooblaščen borzni član. Borza je organizirani sekundarni trg kapitala, ustanovljena za zagotavljanje pogojev, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti. Člani borze morajo izpolnjevati vse potrebne pogoje in pridobiti dovoljenja za samo trgovanje, pri tem pa nosijo določene stroške (članstvo borze, izobraževanja in seminarji, pridobivanje licenc borznih posrednikov).

Pravna ali fizična oseba lahko trguje s finančnimi instrumenti samo preko pooblaščenega člana. Z borznim članom sklene pogodbo o borznem posredovanju in odda naročilo za nakup ali prodajo. Vsako naročilo članu borze mora opredeljevati vrsto naročila, rok izvršitve ter vrsto in količino vrednostnega papirja. Za svojo storitev investicijska banka kot borzni posrednik zaračuna določeno provizijo kot odstotek od vrednosti posla. Višina provizije je odvisna od vrste vrednostnega papirja, vrednosti naročila in poslovnega odnosa borznega posrednika s stranko ter obsega storitev borznega posrednika. Borzni posrednik lahko stranki argumentirano priporoči določen vrednostni papir (full-service broker) in ga tudi kupi ali pa samo izvrši naročilo komitenta (discount broker).<sup>58</sup> Borzni posrednik vsekakor ne sme spodbujati ali priporočati strankam nakupa ali prodaje vrednostnih papirjev zgolj z namenom pridobitve provizije. Samo trgovanje je lahko za investicijsko banko pomemben vir dohodkov, čeprav nestalnih.<sup>59</sup> Predvsem v času borzne eforije in posledično povečanega prometa z vrednostnimi papirji so ti dohodki lahko zelo veliki. Napredek informacijske tehnologije je omogočil strankam samostojno trgovanje na vseh

---

<sup>58</sup> Saunders A., Cornett M.: Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill Higher Education, peta izdaja, New York, 2005, str. 49.

<sup>59</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 40.



svetovnih kapitalskih trgih, saj večina investicijskih bank ponuja svojim strankam spletno ("online") trgovanje.

Banka, ki opravlja posle z vrednostnimi papirji, mora takšno poslovanje organizirati povsem ločeno od ostalega poslovanja banke. Poslovanje je lahko organizirano v hčerinskem podjetju ali v posebnem oddelku (nekaj oddelkih), ki se ukvarja samo s posli z vrednostnimi papirji. Ločeno mora biti tudi knjigovodstvo tega področja, ki mora biti od ostalih organizacijskih enot tudi prostorsko razmejeno.<sup>60</sup> Zaradi varnosti in preprečevanja tržnih manipulacij mora biti posebej ločeno premoženje investicijske banke od premoženja komitentov.

Trgovanje z vrednostnimi papirji poteka na organiziranem trgu, borzi in na prostem trgu. V večini bolj razvitih držav poteka trgovanje na prostem trgu za svoj račun preko okenc (OTC ali over-the-counter). Medtem ko borza sistematično izenačuje ponudnike (prodajalce) in povpraševalce (kupce) za izvedbo posla, gre pri OTC za zasebno pogajanje subjektov, ki s trgovanjem za svoj račun ustvarjajo tudi trg vrednostnega papirja.<sup>61</sup> Investicijska banka na večini svetovnih prostih trgov ne trguje kot agent, temveč kupi vrednostni papir v svojem imenu in za svoj račun in ga kasneje proda stranki.

#### **4.4.2 Trgovanje za svoj račun**

Trgovanje za svoj račun se je najbolj razvilo v anglosaških bančnih sistemih. Prvotno v angleških "merchant" bankah, največji razmah pa je dejavnost dosegla v ZDA že v prejšnjem stoletju.<sup>62</sup> Trgovanje za svoj račun je temeljni razlog, da so investicijske banke v nasprotju s komercialnimi bankami običajno močno kapitalizirane, saj so izpostavljene tržnemu tveganju. Trgovanje za svoj račun ne pomeni storitve investicijskega bančništva v pravem pomenu besede, saj ne gre za storitev, ki jo investicijska banka opravi za svojo stranko. Kopičenje tveganega kapitala pa je pomenilo tudi propad veliko investicijskih bank po svetu, ko po močnem znižanju borznih tečajev kot posledice finančne krize niso imele več sredstev za poslovanje in predpisane kapitalske ustreznosti.

---

<sup>60</sup> Jamnik G., Krašovec J., Žnidaršič M.: Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, V: Mramor D.: Trg kapitala v Sloveniji, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, str. 143.

<sup>61</sup> Fleuriet M.: Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the industry, the McGraw-Hill Companies, 2008, str. 102.

<sup>62</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 40.

Trgovanje za svoj račun ima v finančnem svetu več pomenov. Pri trgovanju za svoj račun dobiček investicijske banke ne predstavljajo provizije pri poslu, še vedno pa gre za dobičkonosno storitev.<sup>63</sup> Na večini sekundarnih trgov investicijske banke trgujejo za svoj račun na prostem trgu, vrednostni papir pa kasneje prodajo strankam.

Trgovanje za svoj račun z določenimi vrednostnimi papirji predstavlja tudi vzdrževanje trga tega finančnega instrumenta. Investicijske banke nastopajo kot vzdrževalci trga (market makers) na sekundarnem trgu kapitala. Investicijska banka sprejme določeno tveganje z imetništvom določene količine posameznega vrednostnega papirja in s tem omogoča trgovanje s posameznim nelikvidnim vrednostnim papirjem. Pri vzdrževanju trga je potrebno ločiti več oblik. Prva je sponzorstvo, ko investicijska banka po vpisu nove izdaje vrednostnih papirjev za neko podjetje zagotavlja likvidnost izdanih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu. Druga oblika pa je vzdrževanje trga v ožjem pomenu. Finančni posredniki, ki so regulirani vzdrževalci trga, morajo v vsakem trenutku odkupiti ali prodati vrednostni papir po tržni ceni. Določen je ozek razpon med nakupno in prodajno ceno, ki omogoča zaslužek investicijski banki kot vzdrževalcu trga in nosilcu tržnega tveganja. Določena je tudi količina vrednostnih papirjev, ki morajo biti na razpolago, da ni ogrožena likvidnost.

Investicijske banke trgujejo z vrednostnimi papirji za svoj račun tudi, ko upravljajo lastno premoženje z namenom ustvarjanja dobička. Z upravljanjem lastnega portfelja investicijske banke unovčujejo kapitalski dobiček, obresti, dividende iz vrednostnih papirjev izdajatelja ali pa gre zgolj za vpliv in moč odločanja v podjetjih, torej korporativne pravice. Prav ta vpliv nad določenim podjetjem lahko pomeni investicijski banki dodaten zaslužek pri nujenju bolj osnovnih storitev investicijskega bančništva podjetju. Tako imenovano zakladništvo ne pomeni tradicionalne dejavnosti investicijskega bančništva. Zato se vse investicijske banke ne odločijo za to storitev, saj zahteva tako usposobljen kader zaposlenih kot lahko prinaša velike izgube zaradi tveganega poslovanja. Izgube lahko resno ogrozijo primarno funkcijo investicijske banke, to je zbiranje kapitala.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> Freeman J.: Sales and Trading, V: Williamson J.P.: The Investment Banking Handbook, John Wiley & Sons, 1988, str. 187.

<sup>64</sup> Hughes J., MacDonald S.: International Banking: Text and Cases, Pearson Education Asia Limited & Tsinghua University, 2003, str. 156.

### 4.4.3 Skrbniške storitve

Skrbniške storitve so neizbežno povezane z dejavnostjo borznega posredovanja in trgovanja za svoj račun. Skrbniške storitve so se razvile, ker je investiranje sredstev, spremljanje in vrednotenje premoženja postajalo vedno bolj kompleksna naloga, ki jo je posameznik vedno težje obvladoval. Sprva se je razvilo predvsem za zagotavljanje fizične varnosti pri materializiranih vrednostnih papirjih. Z dematerializacijo vrednostnih papirjev so postale bolj pomembne druge skrbniške storitve, kot so opravljanje preknjižb, obveščanje imetnika o pravicah, izplačilo obresti, glavnice in dividend... Skrbništvo vrednostnih papirjev je storitev, ki jo v glavnem opravljajo investicijske banke ali drugi finančni posredniki, ki morajo imeti za to pooblastilo. Skrbniške storitve spadajo v okvir nevtralnih bančnih poslov, saj skrbnik to storitev opravlja v vlagateljevem imenu in po njegovih navodilih v skladu s skrbniško pogodbo. Skrbnik ima vlogo posrednika in pri tem ni investicijsko odgovoren za investitorjeva sredstva na skrbniškem računu.

Ponavadi skrbniške storitve za določeno stranko opravlja drug subjekt kot borzno posredovanje, vendar na slovenskem trgu kapitala obe storitvi običajno zagotavlja isti subjekt. Ponudniki skrbniških storitev morajo biti člani Klirinško depotne družbe (KDD), ki je centralni register vrednostnih papirjev v Sloveniji. Dne 1. marca ima KDD 43 članov, ki se ločijo na registrske in poravnalne člane. Člani so poleg bank in borznoposredniških družb kot članov Ljubljanske borze tudi zavarovalnice, Banka Slovenije, Slovenska odškodninska družba (SOD), Kapitalska družba (KAD), družbe za opravljanje skladov in investicijske družbe (ID).<sup>65</sup>

Skrbniške storitve, ki jih na trgu kapitala opravljajo člani KDD, so:<sup>66</sup>

- odprtje in vodenje računa vrednostnih papirjev,
- opravljanje preknjižb,
- poravnava vrednostnih papirjev in denarja,
- storitve v zvezi z izvrševanjem pravic iz naslova vrednostnih papirjev,
- obveščanje imetnika glede korporativnih dejanj izdajatelja.

---

<sup>65</sup> Spletna stran Centralne klirinško depotne družbe d.d., dostopno na <http://www.kdd.si/>, 10. december 2009.

<sup>66</sup> Ibidem.

Posle skrbniških storitev lahko štejemo med dejavnosti investicijskega bančništva, saj gre za pomožne storitve, ki omogočajo samo trgovanje na sekundarnem trgu kapitala. Investicijska banka tudi ustvarja dobiček, ki ga prinaša odpiranje in vodenje trgovalnih računov.

#### **4.5 Raziskave investicij in analize vrednostnih papirjev**

Raziskave in analize vrednostnih papirjev so bile dolgo najbolj prestižno področje delovanja investicijskih bank. Dejansko je razvoj mnogih investicijskih bank temeljil, predvsem v ZDA, na zanesljivosti analiz oziroma raziskav. Gre namreč za temelj razvoja transakcijskih aktivnosti številnih analitičnih oddelkov bank.<sup>67</sup> Raziskave so še vedno temeljnega pomena v delovanju investicijskih bank na celotnem kapitalskem trgu, tako na primarnem trgu kot na sekundarnem trgu kapitala. Velikokrat so prav raziskave kapitalskega trga tudi podlaga za uspešno izvedbo drugih storitev investicijske banke na kapitalskem trgu. Investicijske banke preko raziskav in analiz pridobivajo zaupanje in kredibilnost, kar je bistveno za sklenitev novih poslov, zato banka potrebuje dobro skupino analitikov. Dobra skupina analitikov, zaposlenih v investicijski banki, je pogosto referenca, prek katere se pridobivajo ali izgubljajo posli. Analiza vrednostnih papirjev velja za področje, kjer pridejo v poštev vsa možna analitična orodja in različne kvantitativne analize, za pravilno vrednotenje vrednostnega papirja pa so potrebne tudi izkušnje, psihologija vlagateljev, trenutno stanje na trgu in ponavadi tudi veliko sreče. Pri analizah vrednostnih papirjev analitiki določijo ciljno ceno vrednostnega papirja na podlagi kazalcev podjetja, analitičnih orodij in svojega znanja, ki naj bi jo vrednostni papir v prihodnosti dosegel. Pogosto analizo spremlja tudi mnenje investicijske banke, kaj storiti z vrednostnim papirjem, in sicer v treh oblikah: kupi, drži ali prodaj. Vsekakor pa zaradi neizbežnih sprememb na trgu investicijska banka pogosto prilagaja analize tem spremembam.

---

<sup>67</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 41.

## 4.6 Upravljanje premoženja

Upravljanje premoženja je zelo preprosta storitev, ki jo investicijske banke ponujajo že dolgo. Posamezniki, ki skušajo oplemenititi svoje premoženje, pa za to nimajo potrebnega znanja, časa ali pripomočkov, prepustijo svoja sredstva usposobljenim finančnim posrednikom, investicijskim bankam.<sup>68</sup>

Upravljanje premoženja kot storitev investicijskega bančništva se pojavlja v dveh temeljnih oblikah:

- upravljanje investicijskih skladov,
- upravljanje finančnega premoženja strank.

Za storitev investicijskega bančništva gre samo takrat, ko investicijska banka prodaja svojo storitev stranki z namenom in ustreznim upravljanjem oplemeniti, povečati ali vsaj ohraniti vrednost upravljanega premoženja. Upravljanje lastnega premoženja banke ne spada med posle investicijskega bančništva, ker ne gre storitev, ki bi jo finančni posrednik (investicijska banka) odplačno opravljal za neko pravno ali fizično osebo (stranko). Stranka se lahko odloči za pristop k investicijskem skladu, ki ga upravlja investicijska banka, ali za individualno upravljanje premoženja, ko stranka zaupa svoje premoženje banki, ki ga potem upravlja.

Z veliko rastjo akumulacije kapitala v najrazličnejših skladih postaja upravljanje premoženja vedno pomembnejša dejavnost investicijskih bank ali njihovih podružnic. Za največje in vodilne svetovne banke je obseg premoženja v upravljanju pogosto primerljiv z njihovo bilančno vsoto ali v nekaterih primerih celo večji. Banke so v zadnjih letih v obdobju finančne krize utrpeli velike izgube, zato bodo morale biti v prihodnje bolj previdne pri investiranju in omejiti naložbe v tvegani kapital. Vzpostaviti bo potrebno nekakšno ravnotežje med zdravim poslovanjem in zmernim donosom.

### 4.6.1 Investicijski skladi

Investicijske banke se v okviru svoje dejavnosti upravljanja premoženja ukvarjajo predvsem z upravljanjem različnih investicijskih skladov. Investicijski skladi so

---

<sup>68</sup> Saunders A., Cornett M.: Financial Institutions Management: A Risk Management Approach, McGraw-Hill Higher Education, peta izdaja, New York, 2005, str. 71.

pomembni udeleženci na sodobnih finančnih trgih. Ustanovijo jih lahko različni subjekti, predvsem pa se za to odločijo različni finančni posredniki (investicijske banke, zavarovalnice, pokojninski in zdravstveni skladi). Svojim uporabnikom ponujajo številne prednosti pred drugimi oblikami vlaganja, kot so razpršitev premoženja in zato manjše tveganje, strokovnost upravljanja, likvidnost sredstev, nižji transakcijski stroški, nadzor institucij nad poslovanjem investicijskih skladov in samostojnost izbora stopnje tveganja.

Investicijska banka lahko sama ustanovi lasten investicijski sklad ali pa ji sklad poveri v upravljanje druga družba. Glavna naloga investicijske banke je skrbno trgovanje s finančnimi instrumenti, ki jih ima sklad v portfelju, na podlagi analiziranja, predvidevanja in ocenjevanja gibanja tečajev na kapitalskem trgu. Upravljalca sklada išče vedno nove možnosti za investiranje, svetuje vlagateljem pri vstopu v sklad ter o nadaljnjem poslovanju sklada in opravlja vse administrativne posle v zvezi z investicijskim skladom.

Vlagatelj lahko v sklad vstopi tako, da vanj vloži svoja denarna sredstva, z nakupom kupona ali z nakupom delnice, odvisno od vrste sklada. Tako vrednost vloženih sredstev posameznika kakor tudi kapitalski dobiček posameznika sta odvisna od nihanja tečajev finančnih instrumentov, ki sestavljajo premoženje posameznega investicijskega sklada. Prednost investicijskih skladov je tudi v likvidnosti, saj zaradi svoje narave (vrednost obveznosti kot tudi vrednost sredstev je določena na trgu) ne morejo postati plačilno nesposobni.<sup>69</sup>

Različni investicijski skladi imajo različno investicijsko politiko, ki jo določa sama investicijska banka kot upravljalca sklada. Zaradi prilagoditve potrebam in željam vlagateljev se je v hitro razvijajoči dejavnosti v obdobju razvoja do danes razvila vrsta najrazličnejših investicijskih skladov, ki ustrezajo različnim vlagateljem.<sup>70</sup>

---

<sup>69</sup> Pahor M.: Investicijski skladi, V: Mramor D.: Trg kapitala v Sloveniji, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, str. 89.

<sup>70</sup> Ibidem.

#### 4.6.1.1 Vrste investicijskih skladov

Temeljna delitev glede na pasivno stran investicijskih skladov je:<sup>71</sup>

- Vzajemni skladi (odprti sklad ali mutual funds) so premoženje vseh vlagateljev. Vsak vzajemni sklad je razdeljen na določeno število enot, kuponov oziroma vlog. Vrednost enot oziroma kupona je določena s trenutno tržno vrednostjo aktivne strani bilance vzajemnega sklada. Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem trgu kapitala, pač pa sklad sam ali preko posrednikov prodaja in odkupuje enote na vlagateljevo željo. Vlagatelj lahko kadarkoli zahteva izplačilo svojega deleža enot od vzajemnega sklada. Odprti skladi se ločijo tudi glede na financiranje upravljanja premoženja:
  - na sklade s provizijo (load funds), kjer vlagatelj plača provizijo pri vstopu (front-end load) ali izstopu (back-end load). Obstajajo tudi skladi z znižano pristopno premijo (low-load fund);
  - na sklade brez provizije (no load funds), kjer prodaja poteka neposredno in ni nikakršne provizije.
- Investicijske družbe (zaprti sklad, closed-end investment company) so delniške družbe. Trguje se z delnicami sklada, vlagatelj pa ne more zahtevati od sklada, naj mu delnico odkupi, temveč jo mora prodati na sekundarnem trgu kapitala. Vlagatelj lahko vloži premoženje tako, da kupi delnice sklada ob ustanovitvi ali od drugega vlagatelja na sekundarnem trgu. Običajno nastane razlika med knjižno in tržno vrednostjo delnice, ki jo določata ponudba in povpraševanje.

Najpomembnejša razlika med omenjenima vrstama skladov je v likvidnosti oziroma zmožnosti unovčevanja deležev. Medtem ko pri zaprtem skladu vlagatelj lahko proda delnice investicijskega sklada na sekundarnem trgu, imetnik enote odprtega sklada, kupone vzajemnega sklada proda skladu samemu. Oblika zaprtega sklada je zaradi tega manj pogosta oblika investicijskih skladov.<sup>72</sup>

---

<sup>71</sup> Ibidem, str. 90.

<sup>72</sup> Ibidem, str. 91.

Obstajajo tudi druge delitve skladov glede izbire investicijske politike, torej aktivna stran bilance skladov, ki se na ta način prilagajajo najrazličnejšim željam, potrebam in ciljem vlagateljev.

- Delitev skladov glede na pogostost sprememb njihovega premoženja:
  - skladi, ki so aktivno upravljani, kar pomeni redno trgovanje z naložbami;
  - skladi, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje daljši čas nespremenjeno;
  - skladi, katerih premoženje je stalno in se v času poslovanja ne spreminja (investiranje v dolžniške vrednostne papirje).
- Delitev skladov glede na različen odnos do kapitalskih dobičkov, nagnjenosti k tveganju in pričakovanih donosov:
  - sklad maksimalnega kapitalskega dobička, katerega cilj je doseganje nadpovprečnega, maksimalnega kapitalskega dobička, zato sklad vlaga v zelo tvegane in visoko donosne vrednostne papirje;
  - sklad rasti, ki vedno stremi k rasti, vendar z manj tveganimi naložbami;
  - sklad dohodka, katerega cilj je visok gotovinski dohodek v obliki obresti ali dividend. Sklad vlaga v obveznice ali prednostne delnice;
  - sklad ravnotežja, ki vlaga na podlagi prepričanja, da so razmere, ki so neugodne za navadne delnice, velikokrat ugodne za obveznice in obratno;
  - sklad brez obdavčenj investira le v obveznice, katerih kapitalski dobički niso obdavčeni.
- Delitev glede na prevladujočo obliko finančnih instrumentov:
  - sklad delnic, ki ima v svojem portfelju samo lastniške vrednostne papirje;
  - sklad obveznic, ki investira zbrana sredstva v dolžniške vrednostne papirje;
  - mešani sklad, ki investira tako v lastniške kot v dolžniške vrednostne papirje;
  - sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki je edina oblika skladov, ki so namenjeni kratkoročnemu investiranju. Premoženje je sestavljeno iz kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev;



- sklad nepremičnin, ki ni tipičen investicijski sklad, saj investirajo v nepremičnine.

Investicijski skladi (in s tem njihovi upravljalci, predvsem investicijske banke, ki obvladujejo največje sklade) so pomembni udeleženci na razvitih finančnih trgih. Z akumulacijo velikega obsega sredstev, ki jim ga zaupa v upravljanje prebivalstvo in gospodarstvo, veliko trgujejo in s tem krojijo in omogočajo učinkovito delovanje kapitalskega trga.

Posebnost slovenskega finančnega sistema so pooblaščne investicijske družbe, ki so oblika zaprtega investicijskega sklada. Nastale so kot produkt lastninskega preoblikovanja podjetij. Te družbe so se morale preoblikovati v eno od naslednjih oblik: v vzajemne sklade, v investicijske družbe ali v finančne holdinge.

#### **4.6.2 Upravljanje finančnega premoženja strank**

Upravljanje finančnega premoženja strank kot individualna oblika storitve upravljanja premoženja je namenjena posameznikom z večjo količino sredstev za investiranje, ki sami ne zmorejo ali se nočejo ukvarjati s svojim premoženjem ali pa nimajo potrebnega znanja. Posameznik lahko želi svoje premoženje vložiti v finančne instrumente kapitalskega trga kot alternativo depozitom na banki, pa za to nima potrebnih informacij, izkušenj in predvsem časa. Investicijska banka kot ponudnik storitve upravljanja premoženja strank je strokovno dobro usposobljena, ima dostop do vseh naložb in je tudi boljše informirana od posameznika.

Investicijska banka oziroma upravljalec podpiše s stranko individualno pogodbo o upravljanju premoženja, s katero ga stranka pooblasti za prosto razpolaganje z njenim premoženjem. Obenem ima stranka svoja pričakovanja in zahteve, zato se v vsaki pogodbi določi struktura naložbenega portfelja. Upravljalec mora upoštevati strankine želje, investicijske cilje, pričakovan donos, ročnost naložb, nagnjenost k tveganju, morebitne zadržke glede posamezne gospodarske panoge. Določitev investicijske strategije pomeni pravzaprav določitev stopnje tveganja, ki je za stranko še sprejemljivo. Upravljalec mora skladno s pogodbo ustvariti primeren strankin portfelj različnih finančnih instrumentov. Stranka se lahko odloči samo za eno vrsto vrednostnih papirjev ali za določen geografsko opredeljen kapitalski trg. Posameznik ponavadi ne razpolaga z informacijami glede naložb na tujih trgih. Upravljalec ima

dostop do tujih kapitalskih trgov, kar omogoča boljšo razpršenost naložbenega portfelja. Pri upravljanju premoženja se upravljalec premoženja opira na ugotovitve temeljne in tehnične analize, hkrati pa mora biti pozoren na ostale tržne dejavnike, ki močno vplivajo na trg finančnih instrumentov. Cilj upravljanja premoženja je doseganje dogovorjene donosnosti portfelja pri določeni stopnji tveganja.

Upravljalec za svojo storitev dobi določeno provizijo od ustvarjenega kapitalskega dobička. V bistvu gre za delitev dobička med upravljalcem in stranko, določenega v pogodbi. Stroške transakcij lahko plača stranka posebej ali pa se upravljalec poplača iz portfelja. Upravljalec mora redno (ponavadi po koncu kvartalnega obdobja) poročati o opravljenih poslih in stanju naložbenega portfelja. Upravljalec poleg upravljanja premoženja izdelava napoved za odmero davka od kapitalskih dobičkov.

#### **4.7 Lombardno kreditiranje**

Beseda *lombard* pomeni jemanje ali dajanje posojila na podlagi lahko unovčljivega premičnega predmeta. Lombardne kredite so prvi uvedli v italijanski pokrajini Lombardija, od tod tudi izhaja ime za to vrsto kreditov.

Lombardne kredite ponuja večina večjih bank, ki se ukvarjajo z investicijskim bančništvom. Bistvo lombardnega kredita je, da posojilojemalec za zavarovanje kredita zastavi depozit, obveznice, točke vzajemnih skladov, blagajniške zapise in vrednostne papirje. Večina bank kot osnovo za pridobitev kredita pogojuje z delnicami iz redne kotacije izdajatelja ustrezne bonitete, s katerimi se trguje na borzi. Imetnik lahko zastavi svoje vrednostne papirje ali pa je imetnik vrednostnih papirjev nekdo drug, ki se z zastavo strinja.

Pri zastavi vrednostnih papirjev banke upoštevajo njihovo tržno vrednost. Vrednostnih papirjev v času odplačevanja kredita ne moremo prodajati. Šele, ko je kredit v celoti poplačan, banka izda nalog za sprostitev vrednostnih papirjev. Razmerje med vrednostjo posojila in številom zastavljenih vrednostnih papirjev je v

različnih bankah različna. Lombardne kredite banke praviloma ne odobrijo za financiranje nakupa vrednostnih papirjev.<sup>73</sup>

Kredit se lahko vrača z mesečnim odplačevanjem obresti in poravnavo glavnice kredita ob zapadlosti. Ko je kredit poplačan, izda banka nalog za sprostitev zastave vrednostnih papirjev ali ostalih zastavljenih stvari.

V Sloveniji je povečan obseg lombardnega kreditiranja posledica privatizacije, kar pa niti ni nepričakovano. Problem je bil vsekakor nerazvit sekundarni trg, zato so banke večinoma odobrile zastavo likvidnih vrednostnih papirjev.<sup>74</sup> Nedavna in sporna dejanja večjih slovenskih podjetij in njihovih menedžerjev pa so prikazala lombardno kreditiranje v slabši luči, kot orodje za bogatenje posameznikov. Podjetja so namreč zastavila bodoče lastne delnice podjetja za pridobitev kredita, s katerim so potem izpeljala menedžerske prevzeme. Zaradi finančne krize je vrednost delnic, ki so bile zastavljene za zavarovanje kredita, močno padla, kar je mnoga podjetja pripeljalo v prisilno poravnavo ali v stečaj, ko so banke zahtevale dodatno zavarovanje ali je ročnost lombardnega kredita zapadla. To je še dodatno znižalo tržno vrednost delnic zadolženega podjetja. Pojavlja se vprašanje, ali so banke (oziroma bankirji) ravnale kot skrben gospodar, ko so odobrile takšne kredite z nizkim zavarovanjem.

---

<sup>73</sup> Lombardni kredit, dostopno na <http://www.slonep.net/finance/kreditilombardni/>, 10. december 2009.

<sup>74</sup> Velkavrh P.: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu, Bančni vestnik 1-2/1997, str. 41.

## 5 REGULATIVA BANK IN TRGA KAPITALA V SLOVENIJI

Pojem regulativa v širšem pomenu predstavlja pravno ureditev in nadzor določenega področja ter hkrati splet nadzornih organov in pravil, na osnovi katerih delujejo udeleženci v finančnem posredništvu. Regulativa v ožjem pomenu so ravno ta pravila. Za celovito in učinkovito regulativo v ožjem pomenu moramo upoštevati predvsem normativno zakonodajo, priporočila nadzornih organov, splošna pravila varnega in skrbnega poslovanja ter pravila sklepanja poslov.<sup>75</sup>

Za dejavnost komercialnih bank je značilno, da se nahaja v panogi, ki je zaradi velikih denarnih vložkov in njenega pomena za celotno svetovno gospodarstvo močno regulirana. Banke bi v primeru manjše ali celo odsotne regulative sprejele večje tveganje pri poslovanju, kot je preudarno in bi s tem močno vplivale na stabilnost finančnega sistema.<sup>76</sup> Bančništvo po svoji naravi vsebuje številna tveganja. Bančni nadzorniki jih morajo poznati in se prepričati, da jih banke primerno merijo in uravnavajo. Ključna bančna tveganja so: kreditno, deželno, tržno, tveganje obrestnih mer, likvidnostno, operativno, pravno in tveganje poslovnega ugleda.<sup>77</sup>

Pojma bančna regulativa in bančni nadzor sta v praksi pogosto povezana, čeprav gre za različni dopolnjujoči dejavnosti. Bančna regulativa Evropske unije, katere članica je tudi Slovenija, sestoji iz vrste splošno sprejetih pravil, smernic Evropske unije in priporočil ter državnih predpisov. Pravna ureditev bančnega sektorja ima torej za posledico oblikovanje in izdajo specifičnih predpisov in vodil za vodenje bančne strukture in vodenje bančništva s strani zakonodajne oblasti.<sup>78</sup> Bančni nadzor pa izvaja preverjanje izpolnjevanja postavljenih pravil.

Cilji regulative ali predpisov za urejanje bančnega delovanja so:

- zaščita vlagateljev pred zlorabami,
- varnost in trdnost bank ter stabilnost bančnega sistema,
- učinkovitost in konkurenčnost finančnega sistema,
- monetarna stabilnost.

---

<sup>75</sup> Vavpotič Srakar J.: Vpliv slovenske in tuje regulative na bančno prakso na področju trgovanja, magistrsko delo, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 2003, str. 11-13.

<sup>76</sup> Z liberalizacijo finančnega sistema se je to tudi zgodilo in posledica je sedanja globalna finančna kriza.

<sup>77</sup> Borak N.: Bazelska načela preudarnega poslovanja, Zveza ekonomistov Slovenije, Ljubljana, 1998, str. 18-20.

<sup>78</sup> Kavčič M.: Regulacija in nadzor bank, magistrsko delo, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, 1999, str. 8.

Kljub vsemu ima še tako skrbno uveljavljena in učinkovita regulativa svoje meje. Bančna regulativa ne more preprečiti kriz in posledično propadov bank, izločiti splošnih tveganj, izhajajočih iz ekonomskega okolja, niti ne more prevzeti jamstva za etično ali morebiti neetično ravnanje uprave ali zaposlenih v bankah. Učinkovitost regulative je preprosto v tem, da služi kot vodilo za vodenje zdrave poslovne politike v bankah.

V bančnem okolju se nenehno pojavljajo in dogajajo spremembe. Posledica sprememb je nenehno iskanje novih poti, rešitev, kako z bančno regulativo upoštevati in urediti vsa tveganja, ki se jim banke izpostavljajo. Prav tako finančni trgi postajajo vse bolj mednarodni in njihova globalizacija zahteva ureditev področja na mednarodni ravni.

Nastajanje predpisov urejanja bančnega poslovanja ter reakcij trga nanje poteka v stalnem medsebojnem vplivu in dopolnitvah. Cilj regulative in nadzornih organov je vzpostavitev varnosti, stabilnosti in ustrezne strukture bančnega sistema, banke pa se nagibajo k maksimiziranju vrednosti in dobička. Če bankam ne uspeva dobičkonosno poslovanje v načrtovanih številkah, začnejo iskati stranpoti in luknje v zakonih. Zato prihaja do finančnih zlorab, škandalov ali do kriz, kot smo jim priča tudi danes, kot posledica prevelikega izpostavljanja tveganju. Zlorabe pri bančnem poslovanju odkrijejo nadzorni organi. Posledično se pripravijo novi predpisi, ki imajo namen preprečiti omenjene dogodke. Tako vedno poteka nekakšno usklajevanje med bankami (trgom) in regulativo, ki privede do finančnih inovacij.<sup>79</sup>

## **5.1 Pravna ureditev bank in trga kapitala v Sloveniji**

Pravna ureditev določenega področja je eden najpomembnejših dejavnikov razvoja in delovanja posamezne dejavnosti v finančnem sistemu. Neposreden vpliv ima tudi na razvoj trga finančnih instrumentov ter na razvoj bančnega sektorja. Slovenija se je z vključitvijo v Evropsko unijo morala uskladiti z njenim pravnim redom. Slovenski kapitalski trg je po vstopu Slovenije v EU utrpel korenite spremembe, saj je postal del enotnega evropskega kapitalskega trga.

---

<sup>79</sup> Ibidem, str. 23.

Za bančništvo v Evropski uniji je značilna zakonodaja, ki jo urejajo enotni minimalni standardi. Te standarde morajo upoštevati vse države članice pri oblikovanju nacionalne zakonodaje. Enotni standardi omogočajo izenačenost konkurenčnih pogojev bank ne glede na različno nacionalno zakonodajo. V Evropski uniji močno prevladuje model univerzanega bančništva, ki je s sedaj veljavno zakonodajo postavljen tudi kot model prihodnjega razvoja bank.

Regulativa na področju bančništva je sprejeta v obliki direktiv (smernic). Direktive nimajo neposreden pravni učinek v državah članicah. Državam članicam je prepuščeno, kako in v kakšni obliki bodo vsebine direktiv uveljavile v svoj pravni red. Direktiva je zavezujoča le glede cilja. Metode in oblika so prepuščene državam članicam, ki morajo v predpisanem roku implementirati (preliti) vsebino direktive v svoj pravni red.<sup>80</sup>

V Evropski uniji vse direktive, ki urejajo finančno področje, temeljijo na določitih Rimske pogodbe, Maastrichtskega sporazuma in Lizbonske pogodbe. Prva prizadevanja po oblikovanju enotnega evropskega trga za finančne storitve so se pojavila že ob koncu prejšnjega stoletja, zaradi česar je bila potrebna prilagoditev finančnega trga. Takratno stanje in predlagane spremembe na tem področju so bile sprejete v posebnem akcijskem načrtu (Financial Services Action Plan, FSAP, imenovan tudi Monti Review) iz leta 1998. Vzporedno s sprejemom FSAP so države članice stremele k optimizaciji sprejemanja finančne zakonodaje v Evropi in k izboljšanju sodelovanja držav članic pri nadzoru izvajanja evropske zakonodaje. V ta namen je Evropska komisija oblikovala Odbor modrecev (Committee of Wise Men), katerega vodja je bil baron Aleksander Lamfalussy. Po njem se imenuje zakonodajni postopek sprejemanja in implementacije evropske zakonodaje. Namen obeh novosti je bila pospešitev harmonizacije, saj sama harmonizacija prek direktiv ni prinašala spodbudnih rezultatov. V okviru akcijskega načrta so bile sprejete številne direktive s finančnega področja, ki so po večini vse že prenesene v slovenski pravni red. Akcijski načrt je leta 2000 v Lizboni potrdil tudi Evropski svet.<sup>81</sup>

---

<sup>80</sup> Kljub neimplementiranju direktive v državni pravni red, se posameznik (državljan) lahko sklicuje nanjo. Gre za odgovornost države članice, ki jo je uvedla doktrina Frankovich.

<sup>81</sup> Kašutin G.: Kako nastaja finančna regulativa v EU, Bančni vestnik, 11/2004, str. 2-3.

Oblikovanje enotnega trga finančnih storitev sega v osemdeseta leta prejšnjega stoletja. Povečano sodelovanje bank pri trgovanju z vrednostnimi papirji, vključno z dejavnostjo investicijskega bančništva, je pripeljalo do potreb po spremembi v regulaciji industrije investicijskega bančništva v Evropski uniji. Predlog Evropske komisije za ustvarjanje skupnega finančnega trga je vseboval dve glavni sestavini, in sicer svoboden trg finančnih storitev, ki naj bi pomenil popolno liberalizacijo gibanja kapitala in ukinitve nadzora nad gibanjem kapitala znotraj skupnosti. Pri poslovanju z vrednostnimi papirji pa je bilo najpomembnejše omogočiti podjetjem uporabo Evropske unije kot enotnega trga za izdajo novih vrednostnih papirjev, poleg tega pa omogočiti popolno transparentnost informacij, potrebnih za investiranje. Prost vstop investicijskih bank na evropske finančne trge je močno okrepil konkurenco in s tem tudi povzročil, da se je kriza lahko tako močno razširila na svetovnem finančnem trgu. Evropa je poleg ZDA in Japonske tretji (velik) trg investicijskega bančništva.<sup>82</sup>

Trenutno veljavno zakonodajo na področju bančne dejavnosti, investicijskega bančništva in trga kapitala v Republiki Sloveniji predstavljajo naslednji zakoni:

- Zakon o bančništvu (Zban-1, 2006) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI, 2007) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o prevzemih (Zpre-1, 2006) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP, 1999) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o finančnih konglomeratih (ZFK, 2006);
- Obligacijski zakonik (OZ, 2001) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1, 2006) s kasnejšimi spremembami;
- Zakon o menici;
- Zakon o čeku.

Gre za zakone, ki pomembneje vplivajo na razvoj trga finančnih instrumentov in tudi aktivnosti bank na njem. Prvih pet zgoraj naštetih zakonov predstavlja najpomembnejšo pravno ureditev. Ostali prav tako urejajo področje investicijskega

---

<sup>82</sup> Vojinović B.: Investicijsko bančništvo v fazi kontrakcije slovenskega ekonomskega sistema, Ljubljana, 2006, str. 140.

bančništva in trg finančnih instrumentov, vendar niso tako pomembni, saj so predvsem teoretični in opredeljujejo le osnovne pojme s tega področja.

Na podlagi teh in drugih zakonov je bilo izdanih več podzakonskih aktov za področje investicijskega bančništva. Podzakonske akte izdajata ATVP in Banka Slovenije.

Skoraj vsi zakoni so bili sprejeti po priključitvi Slovenije Evropski skupnosti, ostali pa so bili ustrezno dopolnjeni. Pri vsakem zakonu je podana direktiva Evropske unije, na podlagi katere je bil zakon sprejet ali dopolnjen ter tako skladen s pravnim redom Evropske unije. Pri obravnavi posameznega zakona je poseben poudarek predvsem na določbah zakona, ki se nanašajo na vlogo bank na kapitalskem trgu, torej na dejavnost investicijskega bančništva in ureditev trga kapitala.

### **5.1.1 Zakon o bančništvu (Zban-1)<sup>83</sup>**

Matični zakon za dejavnost bančništva (Zakon o bančništvu, Zban-1) je začel veljati 29. decembra 2006, uporabljati pa se je začel 1. januarja 2007. Leta 2006 sta bili v okviru Evropske unije na področju bančništva sprejeti dve novi direktivi. To sta Direktiva 2006/48/ES o začetku opravljanja in samem opravljanju dejavnosti kreditnih institucij in Direktiva 2006/49/ES o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucijah, ki uvajata nove, znatno podrobnejše in zahtevnejše standarde varnega in skrbnega poslovanja bank, tako imenovani Basel II.<sup>84</sup>

Prenos omenjenih direktiv v pravo Republike Slovenije je zahteval obsežnejše spremembe najpomembnejših področij urejanja poslovanja bank, zlasti področja upravljanja tveganj in nadzora. Namesto noveliranja starega zakona o bančništvu (Zban) se je zakonodajalec odločil za sprejetje povsem novega zakona o bančništvu, katerega cilj je slediti skupnostnim pravilom o poslovanju bank in nadzoru nad njimi ter zagotavljanje primernih razmer za varnejše in učinkovitejše poslovanje bank in večjo trdnost finančnega sistema.

Temeljna načela, ki se uresničujejo z zakonom o bančništvu, so:

---

<sup>83</sup> Uradni list RS št. 131/2006, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009.

<sup>84</sup> Rupnik M.: Novi Zakon o bančništvu (Zban-1), Pravna praksa, 3/2007, str. 15.



- Načelo varnega, skrbnega in preglednega poslovanja bank – načelo zahteva, da banke z ustreznimi ukrepi učinkovito upravljajo s tveganji, ki so jim ali bi jim lahko bile izpostavljene pri svojem poslovanju. Najpomembnejše določbe zakona so zahteva po kapitalski ustreznosti banke, zahteva po vzpostavitvi zanesljivega in trdenega sistema upravljanja ter zahteva po ustreznem upravljanju likvidnosti.
- Načelo učinkovitega poslovanja bank – zahteva in omogoča, da banke pravila o upravljanju s tveganji uresničujejo sorazmerno z značilnostmi, obsegom in zapletenostjo poslov, ki jih opravljajo.
- Načelo skrbnega in učinkovitega nadzora – zahteva, da z namenom zagotavljanja poslovanja bank, ki je v skladu s pravili upravljanja s tveganji in drugimi pravili varnega in skrbnega poslovanja, nad bankami nadzor opravlja nadzorni organ (Banka Slovenije). Temu daje zakon možnosti za izrekanje ukrepov nadzora, s katerimi lahko učinkovito doseže namen nadzora na posamični in konsolidirani podlagi.
- Načelo zaupanja vlagateljev – se uresničuje s pravili o jamstvu za vloge in pravili o varovanju zaupnih podatkov.

Zakon ureja pogoje za ustanovitev, poslovanje, nadzor in poslovanje bank s sedežem v Republiki Sloveniji in pogoje za opravljanje bančnih storitev, vzajemno priznanih finančnih storitev in storitev izdaje elektronskega denarja na območju Slovenije osebam s sedežem zunaj Republike Slovenije.

Drugače kot v prejšnjem zakonu je urejen pojem dejavnosti, ki jih sme opravljati banka. Finančne storitve, ki jih banka sme opravljati so bančne storitve, vzajemno priznane in dodatne finančne storitve ter druge finančne storitve. Banka mora za opravljanje posamezne finančne storitve pridobiti dovoljenje Banke Slovenije.

Investicijsko bančništvo v tem zakonu ni nikjer omenjeno, našteva pa so storitve, ki spadajo pod to dejavnost. 10. člen Zban-1 kot vzajemno priznane finančne storitve našteva: trgovanje za svoj račun ali za račun strank, sodelovanje pri izdaji vrednostnih papirjev in storitve povezane s tem, svetovanje podjetjem glede kapitalne strukture, poslovne strategije in sorodnih zadev ter svetovanje in storitve v zvezi z združitvami in nakupom podjetij, upravljanje z naložbami in svetovanje v zvezi

s tem, hramba vrednostnih papirjev in druge storitve povezane s hrambo, investicijske ter pomožne investicijske storitve in posli.

### 5.1.2 Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI)<sup>85</sup>

Državni zbor je 12. julija 2007 sprejel Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI), ki je nadomestil Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1). Zakon je bil objavljen 27. julija 2007, veljati je začel 11. oktobra 2007. Obsežne spremembe, ki jih vsebuje ZTFI, so posledica prenosa direktiv:

- Direktiva 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov, sprejeta 21. aprila 2004, MiFID.
- Prej omenjeni 2006/48/ES in 2006/49/ES v obsegu, v katerem se uporabljata za borznoposredniške družbe (investicijska podjetja).<sup>86</sup>
- Direktiva 2004/109/ES o uskladitvi zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih.

Prenos MiFID in izvedbene direktive<sup>87</sup> v slovenski pravni red je zahteval obsežnejše spremembe ključnih področij urejanja trga finančnih instrumentov. Tedaj veljavni zakon ZTVP-1 bi bilo treba bistveno spremeniti in dopolniti, zato se je tudi v tem primeru zakonodajalec odločil, da prenos opravi z novim zakonom o trgu finančnih instrumentov. Spremembe so narekovale tudi razmere na slovenskem trgu kapitala, ki se je kljub nekaterim posebnostim otresel obdobja tranzicije in se nekoliko bolj približal primerljivim evropskim trgom.<sup>88</sup>

Na novosti in spremembe najbolj vpliva direktiva MiFID, z njenim prenosom pa je ZTFI naredil velik korak naprej v primerjavi z ZTVP-1. Direktiva o trgih finančnih instrumentov je nadomestila direktivo o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev, najpomembnejšo evropsko direktivo za investicijske posrednike

---

<sup>85</sup> Uradni list RS št. 67/2007, (100/2007 popr.), 69/2008, 40/2009.

<sup>86</sup> Glej prejšnje poglavje 4.1.1 Zakon o bančništvu.

<sup>87</sup> Direktiva 2006/31/ES Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov glede nekaterih rokov, ki je določila, da je rok za prenos določb MiFID v nacionalne pravne rede 31. januar 2007 ter da se direktiva MiFID začne uporabljati 1. novembra 2007.

<sup>88</sup> Kosi Ž.: Zakon o trgu finančnih instrumentov – Izziv slovenskega trga kapitala, Pravna praksa 31-32/2007, str. 3.

in finančne trge vse od leta 1993.<sup>89</sup> MiFID je korenito spremenila ureditev področja z uvajanjem pomembnih novosti v delovanju kapitalskih trgov ter vodenju poslov in notranji organizaciji investicijskih podjetij. Osnovni namen direktive o trgih finančnih instrumentov je bil postaviti temelje za integrirano in konkurenčno infrastrukturo trgovanja na vseevropskem trgu. Pri vzpostavitvi celovitega režima za opravljanje transakcij s finančnimi instrumenti je direktiva poleg reguliranih trgov priznala tudi nastanek novih načinov trgovanja (execution venues), ki so se z razvojem finančnega trga že razvili v praksi. Za zagotavljanje nemotenega in učinkovitega delovanja kapitalskega trga direktiva določa visoke standarde preglednosti transakcij, ki jih sklepajo investicijska podjetja v posameznih načinih trgovanja. Temeljno vodilo pri izvrševanju investicijskih storitev na trgih finančnih instrumentov je zaščita interesov vlagateljev nasproti interesom investicijskih podjetij, ki si morajo prizadevati dosegati najboljše možne rezultate za svoje stranke skladno s pravilom "najboljše izvedbe" (best execution).

Vsebinsko je Zakon o trgih finančnih instrumentov širši od ureditve direktive MiFID, saj vsebuje tudi določbe, katerih prenos so zahtevale tudi druge direktive.<sup>90</sup> Cilji ZTFI so povzeti predvsem po direktivi MiFID, pri čemer lahko ugotovimo, da gre za tri pglavitne cilje in kar šest načel. Cilji so opisani že v zgornjem odstavku, med najpomembnejša načela pa štejemo:<sup>91</sup>

- načelo preglednosti trga finančnih instrumentov, ki zahteva, da se vlagateljem zagotovijo vse informacije o finančnih instrumentih in njihovih izdajateljih,
- načelo celovitosti trga finančnih instrumentov, ki zahteva, da se trgovanje opravlja pošteno in urejeno,
- načelo varnega, skrbnega in preglednega poslovanja borznoposredniških družb in bank, ki zahteva, da te družbe učinkovito upravljajo tveganja, katerim so pri svojem delu izpostavljene,
- načelo učinkovitega poslovanja, ki zahteva, da borznoposredniške družbe in banke pravila o upravljanju s tveganji uresničujejo sorazmerno značilnostim in zapletenosti poslov, ki jih vodijo,

---

<sup>89</sup> Podboršek U.: Vpliv direktive o trgih finančnih instrumentov na slovenski trg, Bančni vestnik 5/2006, str. 37.

<sup>90</sup> Glej zgoraj.

<sup>91</sup> Vidmar Rukavina N.: Kaj nam prinaša novi zakon o trgu finančnih instrumentov, Bančni vestnik 10/2007, str. 49-50.

- načelo skrbnega in učinkovitega nadzora, ki zahteva, da obstaja ustrezen nadzorni organ z možnostjo izrekanja ukrepov,
- načelo zaupanja vlagateljev, ki je izpeljanka prvih dveh načel in zagotavlja preglednost in urejenost trgovanja.

Zakon ureja<sup>92</sup>: pogoje za ponudbo vrednostnih papirjev javnosti in za uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, obveznosti glede razkrivanja informacij v zvezi z vrednostnimi papirji, pogoje za ustanovitev, poslovanje, nadzor in prenehanje investicijskih podjetij, upravljavcev organiziranih trgov in poravnalnih sistemov s sedežem v Republiki Sloveniji, pogoje, pod katerimi lahko osebe s sedežem zunaj Slovenije opravljajo investicijske storitve v Republiki Sloveniji, pravila trgovanja na organiziranih trgih, prepovedana ravnanja zlorabe trga in pravila poravnave poslov, sklenjenih na organiziranih trgih, pravila delovanja ATVP pri opravljanju pristojnosti in odgovornosti po tem in drugih zakonih.

#### **5.1.2.1 Uporaba ZTFI za banke**

Pogosto vprašanje v praksi se pojavi glede obsega veljavnosti ZTFI za banke s sedežem v Republiki Sloveniji, ki so pridobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje investicijskih ter pomožnih investicijskih storitev in poslov ter opravljajo te storitve za stranke.<sup>93</sup> Za poslovanje bank namreč velja omenjeni matični Zakon o bančništvu (Zban-1) in na njegovi podlagi izdani podzakonski predpisi Banke Slovenije, ki ureja določena področja, katera za borzno-posredniške družbe predvideva ZTFI (področja kot so statusni ustroj banke, upravljanje s tveganji, poslovne knjige in letno poročilo). Temeljna bančna zakonodaja je torej poglavitni razlog, da ZTFI za banke ne velja v celoti. Izhodišče, katere določbe ZTFI veljajo za banke, je 33. člen ZTFI (in tudi 34. člen ZTFI, ki našteva določbe zakona v katerih so navedene izjeme za banke), ki našteva določbe ZTFI, ki se za banke uporabljajo smiselno (in ne nujno dobesedno). Vendar je določilo 33. člena ZTFI lahko zavajajoče, saj vsebine člena ne gre razlagati, da ta člen določa, katere določbe oziroma poglavja ZTFI veljajo za banke, čeprav bi naslov in njegova vsebina lahko nakazovala prav to. Potrebno je upoštevati tudi uvodne definicije drugih pojmov v ZTFI in uporabo teh pojmov v zakonu ter preučiti vsebino posameznih poglavij ZTFI.

<sup>92</sup> Vsebinsko zakona ureja 1. člen ZTFI.

<sup>93</sup> Strehovec G.: ZTFI – ali velja tudi za banke, Pravna praksa 46/2007, str. 9-10.

Pod določenimi pogoji za banke veljajo tudi drugi členi in druga poglavja ZTFI in ne le tista, ki jih navaja 33. člen. Določbe ZTFI, ki smiselno veljajo za banke:

- 2. poglavje ZTFI (ponudba vrednostnih papirjev javnosti), če ima banka položaj osebe, ki ponuja ali sodeluje pri ponudbi vrednostnih papirjev javnosti v Republiki Sloveniji, ali položaj osebe, ki uvršča ali sodeluje pri uvrstitvi vrednostnih papirjev v trgovanje na borznem trgu,
- 3. poglavje ZTFI (obveznosti razkrivanja nadzorovanih informacij), če ima banka položaj javne družbe (je izdajatelj vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali v drugi državi članici EU),
- 7. poglavje ZTFI (pravila poslovanja pri opravljanju investicijskih storitev in poslov) velja razen nekaterih določb skoraj v celoti,
- 9. poglavje ZTFI (borzni trgi) v delu, ki se nanaša na člane borze, če je banka članica,
- 10. poglavje ZTFI (prepovedana ravnanja zlorabe trga ter druge obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga), ki velja brez omejitev za širok krog subjektov, torej tudi za banke,
- 11. poglavje ZTFI (poravnava poslov s finančnimi instrumenti) v delu, ki se nanaša na člane klirinškodpotne družbe, če je banka članica,
- 12. poglavje ZTFI (sistem jamstva za terjatve vlagateljev), kjer gre za terjatve vlagateljev do banke iz naslova pogodbe o opravljanju investicijskih in pomožnih investicijskih storitev.<sup>94</sup>

Podobne težave z veljavnostjo predpisov za banke se nadaljujejo tudi pri podzakonskih aktih, ki jih je na podlagi ZTFI sprejela ATVP. Vsi podzakonski akti za banke zagotovo ne veljajo, saj tudi ZTFI za banke v celoti ne velja. Nobeden od podzakonskih aktov ATVP ne daje nedvoumnega odgovora, ali velja za banke, saj niti v uvodnih niti v končnih določbah ni navedeno, da podzakonski akt velja za banke. Vendar to še ne pomeni, da potem noben podzakonski akt ATVP ne velja za banke. Banke niso navedene poleg borznoposredniških družb kot naslovniki predpisa, kar je bila praksa pri podzakonskih aktih, izdanih na podlagi ZTVP-1. Za

---

<sup>94</sup> Strehovec G.: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik 7-8/2008, str. 55-62.

uporabo podzakonskega akta za banke je potrebno pogledati pravno podlago za sprejem posameznega sklepa ATVP in veljavnost člena ZTFI, ki je bil podlaga za sprejem podzakonskega akta. V kolikor je podlaga za sprejem podzakonskega akta določba ZTFI, ki za banke ne velja, potem tudi podzakonski akt ne velja za banko. Večina sklepov ATVP ne velja za banke, ker njihova pravna podlaga ne velja za banke. Dodatni razlog je, da je za banke njihova vsebina urejena v Zban-1 in podzakonskih predpisih Banke Slovenije, ki so bili sprejeti na podlagi tega zakona.<sup>95</sup>

### **5.1.3 Zakon o prevzemih (Zpre-1)<sup>96</sup>**

Zgodovina zakona o prevzemih pri nas je pestra. Svojo prvotno obliko je dobila pred skoraj desetimi leti, ko so na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev začela množično prihajati podjetja. Zakon o prevzemih je že takoj na začetku dobro opredelil prevzemni prag, a hkrati pustil toliko neurejenih področij, da so številni udeleženci na trgu vrednostnih papirjev to z veseljem izkoriščali. Sledili so številni popravki in poskusi ureditve tega področja, ki so leta 2006 pripeljali do trenutno veljavnega zakona o prevzemih (Zpre-1). Zakon je začel veljati 11. avgusta 2006. Cilj izvedbe prenove Zakona o prevzemih je bil sodoben in učinkovit okvir prevzemne zakonodaje v skladu s standardi Evropske unije. Glavni razlog za sprejem ZPre-1 je bil med drugim prenos direktive o prevzemnih ponudbah 2004/25/ES, odprava tranzicijskih posebnosti, sanacija pomanjkljivosti prejšnjega zakona ZPre in uskladitev z drugo zakonodajo (ZGD-1, ZTFI ...).

ZPre-1 se uporablja za:

- ciljne družbe, ki so javne družbe in se z njihovimi delnicami z glasovalno pravico trguje na organiziranem trgu (to je tudi minimalni standard direktive 2004/25/ES);
- druge ciljne družbe, ki so delniške družbe, če imajo na zadnji dan leta pred predmetnim letom najmanj 250 delničarjev in najmanj 4 milijone evrov (milijarda tolarjev) osnovnega kapitala.

---

<sup>95</sup> Strehovec G.: Na podlagi ZTFI sprejeti podzakonski akti in banke, Pravna praksa 24-25/2008, str. 16-17.

<sup>96</sup> Uradni list RS št. 79/2006, 67/2007, (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008.

S tovrstno opredelitvijo so se odpravile tranzicijske posebnosti (ZLPP) in, kar je še posebej pomembno, razširilo se je področje uporabe na vse kvalificirane nejavne družbe.

Zakon ureja način, pogoje in postopek v zvezi s prevzemno ponudbo. Zakon vsebuje širšo opredelitev delovanja povezanih oseb, to pa daje prednost Agenciji za trg vrednostnih papirjev z namenom čim strožjega nadziranja holdinških skupin. Te so pri nas zelo priljubljene – pojem povezane skupine se namreč razširi tudi na skupine, ki sicer lastniško niso povezane, delujejo pa zato usklajeno. Zakon o prevzemih pa ne ščiti samo prevzemne tarče, ampak tudi prevzemnika. V 47. členu zakona je določeno, česa ne sme storiti podjetje, ki je tarča prevzemnika, brez sklepa skupščine delničarjev: povečati osnovnega kapitala, sklepati poslov zunaj rednega poslovanja družbe, opravljati dejanj ali sklepati poslov, ki bi lahko resneje ogrozili nadaljnje poslovanje družbe, pridobivati lastnih delnic ali vrednostnih papirjev, iz katerih izhaja upravičenje do njih, in opravljati dejanj, ki bi to lahko onemogočala. To varovalo je pokazalo tudi negativne posledice. Gre za to, da prevzemnik lahko s prevzemnimi namerami začasno ustavi tekmece.

Kot prevzemni prag, t.j. delež glasovalnih pravic v ciljni družbi, je določen 25% delež glasovalnih pravic. Obveščanje o kvalificiranem deležu je bilo urejeno že v prejšnjem zakonu, vendar gre za tako pomembno informacijo na trgu, da to določa tudi ta zakon. Oseba, ki doseže, preseže ali neha presegati 5-, 10-, 15-, 20-, 25-odstotni, 1/3, 50-, 75-odstotni delež glasovalnih pravic, mora o tem obvestiti izdajatelja vrednostnih papirjev in ATVP v štirih delovnih dneh po dnevu, ko je za to izvedela ali bi morala izvedeti, obvestilo pa mora izdajatelj javno objaviti najpozneje v treh delovnih dneh po njegovem prejemu.<sup>97</sup>

Zakon, ki je pisan v kontekstu zaščite malih delničarjev, podaja podlago tudi za nasprotno smer, to je posredno izločanje tekmecev iz prevzemnih iger. To pa negativno vpliva na prevzemno ceno.

---

<sup>97</sup> Markovič Čas A.: Predlog novega zakona o prevzemih, Bančni vestnik 7-8/2006, str. 56-60.

#### **5.1.4 Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP)<sup>98</sup>**

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih je začel veljati 23. aprila 1999. Zakon ureja izdajo in prenos vrednostnih papirjev, način zamenjave že izdanih materializiranih vrednostnih papirjev z nematerializiranimi ter pogoje in omejitve dostopa do podatkov o imetnikih nematerializiranih vrednostnih papirjev. Zakon vsebuje tudi pravila vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev, ki ga vodi Centralna klirinško depotna družba (KDD).

Danes velja novela Zakona o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP-B). Ta je bila potrebna zaradi uskladitve evropske direktive v zvezi z urejanjem vprašanj pravic delničarjev družb, ki trgujejo na organiziranem trgu. Direktivi, ki se z novelo prenašata v slovenski pravni red sta:

- Direktiva 98/26/ES z dnem 19. maj 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev (Ur. l. št. 166, z dnem 11. junij 1998) in
- Direktiva 2007/36/ES z dnem 11. julij 2007 o uveljavljanju določenih pravic delničarjev družb, ki kotirajo na borzi (Ur. l. št. 184, z dnem 14. julij 2007).

Bistvo dematerializacije vrednostnih papirjev je v tem, da papir kot nosilec nadomestimo z elektronsko obliko zapisa. Razvoj računalniške tehnologije omogoča učinkovitejši način prenašanja pravic, kot so ga zagotavljali materialni prenosi vrednostnih papirjev kot listin. Razvoj vrednostnih papirjev je bil vedno odsev potreb gospodarskega razvoja. Inkorporacija v listino je postajala večje breme, oteževala je samo trgovanje ter uveljavljanje pravic iz listine. V gospodarskih razmerah je danes hitrost izjemno pomembna. Ključna funkcija vrednostnih papirjev je cirkulacijska. Računalniška tehnologija je ponudila rešitve, ki so pospešile prenos vrednostnih papirjev, ne da bi bila ogrožena pravna varnost. Temeljni razlog za ureditev sistema nematerializiranih vrednostnih papirjev je v zagotovitvi učinkovitejšega, zanesljivejšega in bolj racionalnega trga vrednostnih papirjev prek sodobnega

---

<sup>98</sup> Uradni list RS št. 23/1999, 75/2002, 114/2006,2/2007, 67/2007, (100/2007 popr.), 58/2009.



finančnega instrumenta, ki bo olajšal kroženje ter izvrševanje pravic vrednostnih papirjev.<sup>99</sup>

### **5.1.5 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)<sup>100</sup>**

Tudi ZISDU-1 je bil sprejet kot posledica vključitve Slovenije v Evropsko unijo in prilagoditev slovenske zakonodaje evropskemu pravnemu redu. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) je začel veljati 2. januarja 2003.

Nova zakonodaja je za slovensko industrijo vzajemnih skladov pomenila revolucijo, čeprav zakon z vidika evropskega prostora ni prinesel posebnih inovacij. V delih, ki predstavljajo novosti, je bil namreč novi zakon predvsem prevod določb novih direktiv EU iz leta 2001, ki se nanašata na investicijske sklade in družbe za upravljanje (najbolj sta znani s skupnim imenom UCITS III).

Zakon določa pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način in nadzor njihovega poslovanja, pogoje prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji, vrste storitev ki jih druge osebe opravljajo za investicijske sklade in pogoje ter način opravljanja teh storitev, kakor tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov.

Sprememba, ki najbolj vpliva na področje vzajemnih skladov, je preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb v vzajemne sklade. Preoblikovanje v vzajemni sklad zakon omogoča ne le pooblaščenim investicijskim družbam (PID-om), ampak tudi njihovim naslednicam, investicijskim družbam. Na novo je bila opredeljena dejavnost oziroma poslovanje redne delniške družbe, nastale s preoblikovanjem oziroma razdružitvijo PID-a, ki ne sme imeti značilnosti poslovanja investicijskih skladov. Zakon varuje tudi male delničarje javnega finančnega holdinga. To je zagotovljeno z nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev nad poslovanjem javnega finančnega holdinga. Zakon zahteva, da je redna delniška družba javna družba s preglednejšim poslovanjem javnega finančnega holdinga, zlasti pa zahteva obveznost delničarja javnega finančnega holdinga dati ponudbo za odkup v primeru, ko je pridobil delež

<sup>99</sup> Dugar B.-A.: Dematerializacija vrednostnih papirjev, Bančni vestnik 9/2006, str. 48-50.

<sup>100</sup> Uradni list RS št. 110/2002, 73/2003, 32/2004, 42/2004, 26/2005, 68/2005, 92/2007, (109/2007 popr.), 65/2008.

vrednostnih papirjev javnega finančnega holdinga, ki mu skupaj z drugimi vrednostnimi papirji, ki jih že ima, zagotavljajo najmanj 10-odstotno glasovalno pravico.

Z vidika razvoja vzajemnih skladov kot produktov je pomembno, da zakonodaja odpravlja nesmiselne in škodljive omejitve o največ desetodstotni izpostavljenosti naložb skladov tujim vrednostnim papirjem. Zakon dopušča razvoj tako rekoč celotne palete produktov, ki je uveljavljena v razvitem svetu (denimo indeksnih vzajemnih skladov), kar je mogoče celo preveč za nerazvit slovenski kapitalski trg.<sup>101</sup>

Določbe direktive MIFID iz 66. člena so bile prenešene v slovensko zakonodajo z novelo ZUISD-1B (Ur.l. RS, 92/2007 v veljavi od 25. oktobra 2007). Danes velja novela ZISDU-1C (Ur.l. RS, 65/2008).

## 5.2 Nadzor

Nadzor bank pomeni predvsem preverjanje, spremljanje poslovanja in revizijo bank z namenom ocene njihove pripravljenosti za delovanje v skladu z veljavno zakonodajo in pravili. Nadzorni organ mora imeti ustrezno strokovno znanje, poznati vsa tveganja, katerim so izpostavljene banke in drugi finančni posredniki in slediti hitremu razvoju v finančnem okolju.

Učinkovit nadzorni sistem je povezan z oblikovano bančno zakonodajo in z izhodišči za delovanje nadzora, predvsem pravno in računovodsko okolje. Bančna zakonodaja namreč opredeli, katere institucije lahko veljajo kot banke, katere storitve lahko opravljajo in katere so jim prepovedane. Prav tako je z bančno zakonodajo moč določiti politiko licenciranja. Najbolj pomembno je, da je nadzorna institucija neodvisna organizacija, kar omogoča odločanje na objektivni nadzorni osnovi.

Največja bančna kriza v zadnjih desetletjih je pokazala, kako lahko naložbena tveganja destabilizirajo finančne sisteme držav in ogrozijo celotna gospodarstva. Nadzor evropskega bančnega sistema za zdaj poteka na nacionalni ravni. Lanska

---

<sup>101</sup> Kleindienst R.: ZISDU-1 in vzajemni skladi: bo drugi porod manj boleč?, 15. september 2003, dostopno na <http://www.finance.si/56561>, 12. december 2009.

srečanja voditeljev EU in voditeljev 20 gospodarsko najpomembnejših držav na svetu so postregla z zavezo o okrepljenem nadzoru nad finančnim sistemom, ki bo preprečil prevelika tveganja. Komisija EU je predlagala vzpostavitev vseevropskega organa, ki bi prepoznal in obravnaval tveganja za finančni sistem.<sup>102</sup>

Evropski svet za sistemska tveganja bi vodil predsednik Evropske centralne banke in bi ga sestavljali finančni nadzorniki in zastopniki centralnih bank vseh držav. Zgodaj bi opozoril na tveganja, ki ogrožajo stabilnost trgov in priporočil popravne ukrepe.

Najverjetneje pa bodo morali v prihodnosti postaviti enoten finančni nadzor po vsem svetu. Vendar pa v resnici to pomeni enotno zakonodajno ureditev in enega nadzornika za ves svet, kar pa zanika kakršnokoli suverenost in to bodo države težko sprejele.<sup>103</sup> Zato so nadaljna prizadevanja skupine držav G-20, da je treba povečati moč in odpornost bank (s tem, da bi imele več kapitalskih rezerv, ki bi bile tudi kakovostnejše) ter preprečiti ponovitev zdajšnje krize. Baselski odbor za bančni nadzor je pred kratkim podal predloge novih kapitalskih in likvidnostnih zahtev. Predlogi so odgovor na težave, ki jih je kriza razkrila pri regulativi, nadzoru in upravljanju tveganj v globalnem bančništvu.<sup>104</sup>

Za nadzor nad posameznimi segmenti finančnega sistema v Sloveniji so zadolžene različne institucije. Banka Slovenije opravlja nadzor nad bankami in hranilnicami. Pri tem mora upoštevati tudi temeljna načela za učinkovit bančni nadzor, ki predstavljajo najpomembnejši globalni standard za regulativo ter nadzor varnega in skrbnega poslovanja bank. Temeljna načela, ki pomenijo minimum pogojev za opravljanje učinkovitega nadzora in s tem osnovo, na podlagi katere se lahko ocenjuje učinkovitost bančnih nadzornih režimov, so rezultat dela Baselskega komiteja in bančnih nadzornikov različnih držav.

Za kontinentalni del Evrope in tudi Slovenijo so značilne univerzalne banke, ki smejo opravljati vse posle komercialnega in tudi investicijskega bančništva. Poleg tega obstajajo tudi pogodbene in kapitalske povezave bank ter zavarovalnic. Ker vsako od omenjenih področij nadzira druga nadzorna institucija, je za učinkovit nadzor nad

---

<sup>102</sup> Članek Evropske komisije: Varovanje finančne stabilnosti, 27. maj 2009, dostopno na [http://ec.europa.eu/news/economy/090527\\_sl.htm](http://ec.europa.eu/news/economy/090527_sl.htm), 13. december 2009.

<sup>103</sup> Štiblar F.: Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?, Založba ZRC, Ljubljana, 2008, str. 77.

<sup>104</sup> Kenda A.: Kapitalska merila za banke se bodo poostrila, 18. december 2009, dostopno na <http://www.finance.si/266715/Kapitalska-merila-za-banke-se-bodo-poostrila>, 18. december 2009.

finančnimi institucijami potrebno usklajeno delovanje vseh nadzornih organov. V Sloveniji je bil leta 2007 za ta namen sprejet Pravilnik o medsebojnem sodelovanju nadzornih organov (Ur. l. RS 43/2007). Pravilnik določa vsebino in način sodelovanja med Banko Slovenije, ATVP in Uradom Republike Slovenije za zavarovalni nadzor.

Za nadzor nad bankami v Republiki Sloveniji glede opravljanja investicijskih storitev in poslov je pristojna in odgovorna Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), ki ta nadzor opravlja v sodelovanju z Banko Slovenije. Pravna podlaga za razmejitev pristojnosti nad bankami je ZTFI v povezavi z Zban-1. ZTFI razmeji tri rešitve: za določene zadeve je pristojna samo Banka Slovenije, za druge je le ATVP, v dveh primerih pa je predvideno nujno medsebojno sodelovanje oziroma obveščanje.

### **5.2.1 Banka Slovenije**

Banka Slovenije je centralna banka Republike Slovenije. Ustanovljena je bila s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije (ZBS) 25. junija 1991. Je pravna oseba javnega prava, ki samostojno razpolaga z lastnim premoženjem. Banka Slovenije ter člani njenih organov odločanja so neodvisni in pri opravljanju svojih nalog po ZBS niso vezani na sklepe, stališča in navodila državnih ali drugih organov, niti se ne smejo nanje obračati po navodila ali usmeritve.<sup>105</sup>

Banka ima izključno in celovito pristojnost glede izdaje in odvzema raznih dovoljenj banki oziroma članom uprave banke. Enako velja glede dolžnosti bank o dejstvih, podatkih in okoliščinah ter glede poročanja bank na posebno zahtevo.

Izključno Banka Slovenije je organ nadzora za vse storitve in posle, razen za investicijske storitve in posle po ZTFI, ki jih opravljajo banke na podlagi Zban-1. Tudi nadzor nad bankami glede upravljanja s tveganji pri poslovanju, tudi z vidika ZTFI, izvaja izključno BS v skladu s pravili Zban-1 in na njegovi podlagi izdanimi podzakonskimi predpisi.<sup>106</sup>

---

<sup>105</sup> Spletna stran Banke Slovenije, <http://www.bsi.si/banka-slovenije.asp?Mapald=124>, 10. december 2009.

<sup>106</sup> Strehovec G.: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik 7-8/2008, str. 58-59.

## 5.2.2 Agencija za trg vrednostnih papirjev

Agencija za trg vrednostnih papirjev je pravna oseba javnega prava, zadolžena za nadzor nad trgom finančnih instrumentov. Ustanovljena je bila 13. marca 1994. Njeno delovanje ureja Zakon o trgu finančnih instrumentov. Pri opravljanju svojih nalog in pristojnosti je samostojna in neodvisna.<sup>107</sup>

ATVP ima izključno pristojnost izrehati nadzorno-upravne ukrepe na podlagi ZTFI zoper banke, z že omenjeno izjemo glede odvzema dovoljenj. Prav tako je ATVP prekrškovni organ, ki zoper banke izreka prekrškovne ukrepe, če kršijo določbe ZTFI. ATVP tudi edina izdaja podzakonske predpise na podlagi ZTFI ter določa pravila poslovanja banke pri opravljanju investicijskih storitev tudi za banke.

Banke so dolžne poročati Agenciji o poslih s finančnimi instrumenti, uvrščenimi v trgovanje na organiziranem trgu ter poročati o sumljivih poslih.

Nadzor nad bankami glede opravljanja investicijskih storitev in poslov iz ZTFI opravlja ATVP v sodelovanju z BS. Pri tem se lahko postavlja vprašanje, kako bo skupno sodelovanje pri nadzoru delovalo v praksi. Nadzornika sta samostojna in imata proste roke pri medsebojnem dogovoru glede tega. Banke kot subjekti nadzora pričakujejo, da se način sodelovanja določi jasno, natančno in predhodno.<sup>108</sup>

---

<sup>107</sup> Spletna stran Agencije za trg vrednostnih papirjev, <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=71>, 13. december 2009.

<sup>108</sup> Strehovec G.: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev, Bančni vestnik 7-8/2008, str. 58-59.

## **6 TRG KAPITALA IN VLOGA BANK V SLOVENIJI**

Kljub temu, da Slovenija kot država že spada med ekonomsko razvite, tega ne moremo trditi za njen kapitalni trg. Slovenski kapitalni trg je majhen v primerjavi z evropskimi trgi in spada med evropske razvijajoče se trge. Po vstopu v Evropsko unijo je slovenski trg kapitala postal del enotnega finančnega trga. Najverjetneje tudi v prihodnje kapitalni trg v Sloveniji zaradi svoje majhnosti in omejenosti ne bo imel glavne vloge v njenem finančnem sistemu. Slovenski finančni sistem bo še vedno temeljil na bankah. Nerazvitost in majhnost slovenskega kapitalnega trga je sorazmerna tudi z učinkom in obsegom svetovne finančne krize, ki je zajela svetovno gospodarstvo. Kljub očitnim posledicam svetovne finančne krize pri nas, bi bila trenutna finančna in gospodarska situacija Slovenije lahko tudi precej slabša. Ne gre pa izključiti možnosti, da bi ob primernem nadaljnjem razvoju kapitalni trg prinašal nekatere prednosti pri financiranju podjetij in varčevanju prebivalstva. Učinkovitost trga kapitala v posamezni državi je namreč poleg učinkovitosti finančnih posrednikov odvisna tudi od splošnega finančnega stanja v državi, mednarodnih vplivov in naklonjenosti kapitalnemu trgu.

### **6.1 Razvoj slovenskega trga kapitala**

Razvoj trga kapitala v Sloveniji se je začel po reformah ekonomskega sistema v letih 1988-1989, ko je bila Slovenija še del SFR Jugoslavije. V začetku devetdesetih se je v Sloveniji odvijalo nekaj vzporednih procesov, kot so osamosvajanje oziroma odcepljanje naše države od Jugoslavije, politične in ekonomske reforme. V okviru slednjih je eno najpomembnejših točk predstavljala privatizacija ali bolj natančno lastninjenje t.i. družbene lastnine. Takšno obliko lastninjenja so poznale samo države nekdanje Jugoslavije, zato je bilo pri slovenski "privatizaciji" nekaj specifičnosti, ki so bile predvsem v tem, da je bilo treba najprej najti ustreznega naslednika (lastnika) družbene lastnine. Od začetka je Slovenija izbirala lastnim potrebam in stopnji relativne razvitosti prilagojeno tranzicijsko pot, kar se je izkazalo za pravilno. Edino Slovenija izmed preostalih tranzicijskih držav, ki so danes članice EU, ni doživela bančne krize v 90. letih, kar je posledica lastne poti saniranja bančnega in

finančnega sistema.<sup>109</sup> Po osamosvojitvi Slovenije leta 1991, trg kapitala še ni imel pomembne vloge v finančnem sistemu in v ekonomiji. Sprva njegova vloga ni bila financiranje podjetij z javnimi izdajami vrednostnih papirjev ali njihova distribucija na sekundarnem trgu. Prva prizadevanja so bila vzpostaviti organiziran, varen, pregleden, likviden kapitalski trg z nizkimi stroški, kot potrebo za zagotavljanje novih finančnih storitev in usmerjanje povečanih ter razpoložljivih prihrankov v produktivne investicije, tako pred kot po lastninjenju družbene lastnine. Čeprav privatizacija ni bila povod za razvoj kapitalskega trga v Sloveniji, še vedno predstavlja pomemben in prelomen dogodek pri njegovem razvoju. V postopku privatizacije je nastalo veliko delničarjev, ki so svoje vrednostne papirje želeli prodati ob prvi priložnosti.<sup>110</sup> Bolj opazna vloga slovenskega trga kapitala se je začela leta 1996, ko se je začelo trgovati s prvim olastninjenim podjetjem (Kolinska, d.d.) na Ljubljanski borzi. Pred tem se je trgovalo z nekaterimi novonastalimi delniškimi družbami in obveznicami, vendar je bila tržna kapitalizacija majhna in nepomembna. Slovenska borza je bila leta 1996 pravzaprav zadnja med državami Evrope, ki je začela s trgovanjem kakšnega privatiziranega podjetja. Ton celotnemu borznemu dogajanju dajejo še danes slovenska olastninjena podjetja, v katerih poteka tretji, predzadnji krog privatizacije, če s prvim razumemo množični del, z drugim prvo grobo koncentracijo z množičnimi prodajami, s tretjim menedžerske prevzeme (MBO)<sup>111</sup> ali temu podobne prevzeme in s četrtem morebitno prodajanje lastništva tujcem.<sup>112</sup>

Slovensko iskanje naslednika (lastnika) nekdanje družbene lastnine je trajalo dolgo, pri čemer je bil končni rezultat oziroma zakonodaja kompromis med večimi možnostmi. Slovensko lastninjenje je bilo nekakšna kombinacija med razdelilnimi (give away) in nakupnimi (buy out) metodami, pri čemer so v razdelilnem delu lahko sodelovali prav vsi državljani Republike Slovenije, ki so lastninska potrdila v procesu lastninjenja lahko vložili v svoje podjetje, podjetje v javni prodaji ali v pooblaščne investicijske družbe (tako imenovane PID-e ali zaprte privatizacijske sklade). Odkupni del lastninjenja je potekal s 50% popustom v primeru nekdanjih zaposlenih. Tipično

---

<sup>109</sup> Štiblar F.: Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?, Založba ZRC, Ljubljana, 2008, str. 67.

<sup>110</sup> Mramor D., Jašovič B.: Capital Market Development, Chapter 17, V: Mrak M., Rojec M., Silva-Jauregui C.: Slovenija: From Yugoslavia to European Union, The World bank, Washington, 2004, str. 278-281.

<sup>111</sup> Tretji krog se je za nekatera podjetja in njihove managerje končal na finančno zelo "boleč" način, saj so podjetja prezadolžena in na robu solventnosti, zato morajo razprodajati svoje naložbe in premoženje za poplačilo kreditov.

<sup>112</sup> Veselinovič D.: Trgi nove Evrope in slovenski finančni trg v evropskem prostoru, Bančni vestnik 12/2007, str. 28-29.

slovensko podjetje je tako lastninjenje končalo s približno 40% lastništva zunanjih in 60% lastništva notranjih lastnikov. Takšnih podjetij je bilo največ, okoli 90%. V preostalih slabih 10% podjetij pa je prevladovalo zunanje lastništvo, saj je prišlo tudi do javne ponudbe delnic najširšemu krogu drobnih vlagateljev. To so tudi podjetja iz lastninjenja, poleg PID-ov, ki so bila avtomatsko postavljena v organizirano trgovanje na Ljubljanski borzi. Tujci v postopek lastninjenja niso bili vključeni, vanj so se lahko vključili šele na sekundarnem trgu ob vrsti formalnih in neformalnih omejitev. Koncept slovenskega lastninjenja je bil najprej poiskati naslovnike družbene lastnine in potem pustiti podjetjem, da se glede koncentracije lastništva in iskanja pravih lastnikov odločajo sama. Seveda je država prek svojih skladov (KAD, SOD), ki sta dobila vsak 10% deleže podjetij, uspešno nadzorovala proces, saj se brez njenega soglasja praktično ni moglo zgoditi nič pomembnega. To velja se do danes, ko država še vedno intenzivno posega v svoje gospodarstvo.<sup>113</sup>

Kljub množični in na videz nenadzorovani obliki lastninjenja v Sloveniji je bil v bistvu ves proces zelo nadziran. Do prave privatizacije nekaterih pomembnih državnih slovenskih podjetij pa do danes še ni prišlo.

## **6.2 Primarni trg kapitala v Sloveniji**

Na primarnem trgu kapitala potekajo dejavnosti nastanka in oblikovanja vrednostnih papirjev, vpis, plasma in distribucija vrednostnega papirja ter prodaja in kotacija vrednostnega papirja.

Za Slovenijo je značilno, da podjetja nimajo optimalne strukture virov financiranja in se ne odločajo za financiranje s pomočjo novih izdaj tako lastniških kot dolžniških vrednostnih papirjev na primarnem trgu kapitala. Večina financiranja in na drugi strani seveda varčevanja poteka preko bančnega sistema. Banke so pri nas daleč najpomembnejši finančni posrednik, saj po podatkih Banke Slovenije še vedno predstavljajo tri četrtine celotnega finančnega sektorja.

Podjetja na našem trgu so se večinoma odločala za ugodno bančno kreditiranje kot zbiranje sredstev za svoje poslovanje na drugačen način, recimo vpis nove izdaje

---

<sup>113</sup> Ibidem, str. 28-29.



vrednostnih papirjev. To je predvsem posledica majhnosti in nerazvitosti kapitalskega trga in stroškov izdaje, ki so višji od najema posojila. Dolgi so tudi postopki izdaje, prožnost pa manjša kot pri posojilih, če primerjamo denimo možnosti predčasnih vračil. Trenutna finančna kriza je zaostрила tudi kreditiranje podjetij, saj tudi banke zaradi številnih odpisov sredstev nimajo več "neomejene" količine sredstev.

Slovenija je tranzicijska država, tržni kapitalizem je v veljavi relativno kratko obdobje. Pogost problem pri tranzicijskih državah je razvoj sekundarnega trga kapitala pred primarnim trgom kapitala. Primarni trg kapitala naj bi bil razlog za razvoj sekundarnega, saj slednji zagotavlja likvidnost finančnim instrumentom. Kako pomembna je likvidnost pri javnih ponudbah vrednostnih papirjev zato, da se postopek lahko izpelje brez velikih pretresov, dokazujeta primera primarnih javnih izdaj podjetij na slovenskem trgu. Javna ponudba delnic Nove KBM<sup>114</sup> se je zgodila v času, ko je bilo na trgu še precej likvidnosti in s tem tudi zadosten odziv javnosti. Medtem je bilo za javno izdajo delnic Pozavarovalnice Sava<sup>115</sup> ob občutno manjši likvidnosti tudi precej manj zanimanja, zaradi česar se javna prodaja skoraj ni izšla.

V Sloveniji se je pri postopku lastninjenja pojavilo veliko nepoučenih delničarjev, ki so se prvič srečali z vrednostnimi papirji. Nekateri imetniki vrednostnih papirjev so skušali nemudoma prodati svoje deleže v podjetjih. Obdobje z veliko prodajalci in z malo kupci na sekundarnem trgu je imelo negativne posledice za razvoj primarnega trga kapitala in kot tak ni bil alternativa bančnemu sistemu pri dolgoročnem financiranju podjetij. Podjetja denar za dolgoročni razvoj tradicionalno pridobijo pri bankah ali pa z zaprtimi izdajami vrednostnih papirjev. To je bilo v preteklosti možno in za podjetja ugodno, saj je bila likvidnost slovenskega bančnega sistema posebej po sprejemu evra zaradi visoke dostopnosti tujih virov financiranja izjemno visoka in so se bančniki borili za vsakega kreditojemalca z izjemno ugodnimi posojilnimi pogoji.<sup>116</sup> Podjetja so takšne ugodne razmere izkoriščala predvsem za lastninske procese in le v manjšem delu za financiranje razvoja. Banke so se premalo ozirale na projekte, ki so bili financirani z bančnimi posojili.

---

<sup>114</sup> Začetek zbiranja ponudb je bil ravno v času, ko se se začeli pojavljati prvi znaki finančne krize v svetu, kar pa se v Sloveniji še ni poznalo. Začetek prodaje 49% državnega deleža NKBM je bil 20. november 2007.

<sup>115</sup> Javna ponudba delnic Pozavarovalnice Sava je potekala v maju 2008.

<sup>116</sup> Mastnak S.: Kapitalski trg od poligona do gonila rasti, 9. november 2009, dostopno na [http://www.dnevnik.si/poslovni\\_dnevnik/1042313617](http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042313617), 5. december 2009.

Vpliv na primarni trg kapitala v Sloveniji ima tudi svetovna finančna kriza, ki se je začela konec 2007. Nezaupanje v finančni sistem je povzročil pomanjkanje sredstev za financiranje. Kljub znižanju diskontnih stopenj centralnih bank so bančne obresti narasle, kar je povzročilo tako višje stroške odplačevanja posojil iz tujine kot dražje bančno kreditiranje prebivalstva in gospodarstva. Slednje se je zmanjšalo zaradi likvidnostne in solventne krize v svetu, ki je prisotna tudi v Sloveniji.<sup>117</sup> Domača podjetja so podobno kot tuja morala refinancirati pomemben del bančnih posojil. V tujini<sup>118</sup> je to pomenilo povečano število izdaj novih podjetniških obveznic, s katerimi so podjetja nadomestila dolgoročno bančno financiranje. Pri nas je obveznice izdajala Banka Slovenije in s svojim zadolževanjem potem pomagala bankam, ki so nato lahko reprogramirale dolgoročne kredite podjetij.<sup>119</sup> Dolg slovenskih bank do tujih se je v letu 2009 zmanjšal kar za 3,3 milijarde evrov.<sup>120</sup>

Po izhodu iz krize bo ena glavnih težav slovenskih podjetij nedelujoč kapitalski trg, ki ne bo mogel nadomestiti zmanjšane aktivnosti bank pri financiranju podjetniških projektov. Rast podjetij je bila v preteklosti skoraj v celoti odvisna od bančnega financiranja, ki je bilo poceni in široko dostopno. Spremembe zakonodaje<sup>121</sup>, ki se pripravljajo na razvitih kapitalskih trgih, obetajo, da bodo v prihodnje kapitalске zahteve do bank strožje, kar pa bo omejilo sredstva in tako dostop podjetij do bančnih sredstev. To pomeni, da bodo morala podjetja kapital za razvoj zbrati tudi na kapitalnem trgu. Podjetja bodo morala do novih sredstev priti z izdajanjem delnic, obveznic in drugih vrednostnih papirjev. Pri tem bo imel bistveno vlogo odnos podjetja do vlagateljev. Podjetja bodo morala s svojimi poslovnimi rezultati, naložbeno zgodbo in transparentnostjo poslovanja prepričati vlagatelje, naj vložijo sredstva prav v njihovo podjetje in ne bodo več le nepotrebno breme ter stranski produkt privatizacije.<sup>122</sup>

---

<sup>117</sup> Štiblar F.: Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?, Založba ZRC, Ljubljana, 2008, str. 29.

<sup>118</sup> Predvsem ameriška podjetja so se na pomanjkanje likvidnosti bank odzvala z varčevanjem pri naložbah, stroških in množičnem izdajanju podjetniških financ. Nekatera podjetja naj sredstev sploh ne bi potrebovala, vendar so si zagotovila denarna sredstva za primer, če bi se kriza še poglobila. Po podatkih Dealogic so svetovna podjetja v letu 2009 izdala nekaj manj kot 3000 milijard dolarjev podjetniških obveznic.

<sup>119</sup> Mastnak S.: Kapitalski trg od poligona do gonila rasti, 9. november 2009, dostopno na [http://www.dnevnik.si/poslovni\\_dnevnik/1042313617](http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042313617), 5. december 2009.

<sup>120</sup> Mastnak S.: Po krizi po denar na borzo, Delo FT, 14. december 2009, str. 40.

<sup>121</sup> Predvsem deregulacija finančnega trga je povzročila krizo, tako da se finančni svet vrača k večji regulaciji in nadzoru.

<sup>122</sup> Mastnak S.: Po krizi po denar na borzo, Delo FT, 14. december 2009, str. 40.

Nekatera slovenska podjetja so se tako že odzvala na trenutno krizo in zmanjšano bančno kreditiranje in izdala obveznice oziroma pripravljajo dokapitalizacijo. Leto 2009 je bilo rekordno in izjemno leto na obvezniškem trgu. Obveznice so uspešno izdale tri slovenske nefinančne družbe, kar je bila v preteklosti redkost.<sup>123</sup> Izdaje obveznic so bile tako bolj odgovor na težave bančnega sektorja kot na pretirano zanimivost obvezniškega trga, s tem pa so podjetja zmanjšala svojo odvisnost od odločitev bankirjev.<sup>124</sup> Petrol je izdal za 50 milijonov evrov petletnih obveznic po nespremenljivi obrestni meri 7,57 odstotka letno.<sup>125</sup> Telekom Slovenije je izdal za 300 milijonov evrov sedemletnih obveznic z nominalno obrestno mero 4,875 odstotka.<sup>126</sup> Zavarovalnica Triglav je prodala za 30 milijonov evrov desetletnih obveznic po letni obresti meri 5,95 odstotka. Sava je prodala za 26,5 milijona evrov od želenih 50 milijonov. Obrestna mera za petletne obveznice je bila 7,2 odstotka nominalno. Vlagatelji so bili večinoma tuji institucionalni vlagatelji.<sup>127</sup> NLB pa pripravlja dokapitalizacijo v vrednosti 250 milijonov evrov prednostnih delnic v letošnjem letu.<sup>128</sup>

**Tabela 1: Nove obveznice na slovenskem kapitalskem trgu v letu 2009<sup>129</sup>**

<b>Nove obveznice v letu 2009</b>			
<b>Izdajatelj</b>	<b>Skupni nominalni znesek (v EUR)</b>	<b>Obrestna mera (v %)</b>	<b>Zapadlost</b>
Republika Slovenija	1.000.000.000	4,25	5.2.2012
Republika Slovenija	1.500.000.000	4,25	5.2.2012
Republika Slovenija	1.500.000.000	4,625	9.9.2024
Factor banka	5.754.000	6- EURIBOR+475 baz. t.	1.6.2016
Petrol	50.000.000	7,57	29.6.2014
Banka Celje	12.147.000	6,5	15.6.2016
Probanka	15.000.000	7,0	24.6.2016

<sup>123</sup> Izdaje finančnih družb so namreč stalno prisotne na trgu, vlagatelji pa so pokazali interes za nakup obveznic nefinančnih družb, saj tako razpršijo svoj portfelj, da ne vlagajo le v bančne in zavarovalniške obveznice.

<sup>124</sup> Gole N.: Kreditni krč spodbudil izdajo obveznic, Delo FT, 15. februar 2010, str. 15.

<sup>125</sup> Lipnik K.: Konec junija morda obveznice Petrola, Finance, 30. april 2009, dostopno na [http://www.finance.si/245568/Konec\\_junija\\_morda\\_obveznice\\_Petrola](http://www.finance.si/245568/Konec_junija_morda_obveznice_Petrola), 8. december 2009.

<sup>126</sup> Lipnik K.: Telekom za obveznice toliko kot za posojila, Finance, 11. december 2009, dostopno na <http://www.finance.si/266011/Telekom-za-obveznice-toliko-kot-za-posojila>, 11. december 2009.

<sup>127</sup> Tomažič J.: Zakaj Triglav lahko proda obveznice, Sava pa ne, Finance, 23. december 2009, dostopno na <http://www.finance.si/267152/Zakaj-Triglav-lahko-proda-obveznice-Sava-pa-ne>, 23. december 2009.

<sup>128</sup> Weiss M.: Nov zaplet v NLB: 250-milijonska dokapitalizacija se ne začne danes, Finance, 28. december 2009, dostopno na <http://www.finance.si/267316/Nov-zaplet-v-NLB-250-milijonska-dokapitalizacija-se-ne-za%E8ne-danes>, 28. december 2009.

<sup>129</sup> Vir: Seonet Ljubljanske borze, 15. februar 2010.

Telekom	300.000.000	4,875	21.12.2016
Zavarovalnica Triglav	30.000.000	5,95	21.3.2020
Sava	26.000.000	7,2	9.12.2014

### 6.3 Sekundarni trg kapitala v Sloveniji ali Ljubljanska borza

Začetek delovanja sekundarnega trga kapitala predstavlja ustanovitev Ljubljanske borze leta 1989 in začetek njenega poslovanja leta 1990. Borza je organiziran trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen ter nadzorovan s strani pristojnih organov. Borza je delniška družba, ki je bila ustanovljena, zato da zagotavlja povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti oziroma za organizirano, pregledno, likvidno in učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti, v skladu z zakonom in drugimi predpisi. Od oktobra 2008 je večinski lastnik Dunajska borza z 81% lastninskim deležem. S tem se je slovenska borza uvrstila v skupino borz regionalnega trga centralne in vzhodne Evrope. Objava prevzemne ponudbe še ni bila objavljena, zato je ATVP v začetku leta 2009 izdal odločbo, da Dunajska borza se nima glasovalnih pravic.

#### 6.3.1 Struktura sekundarnega trga kapitala

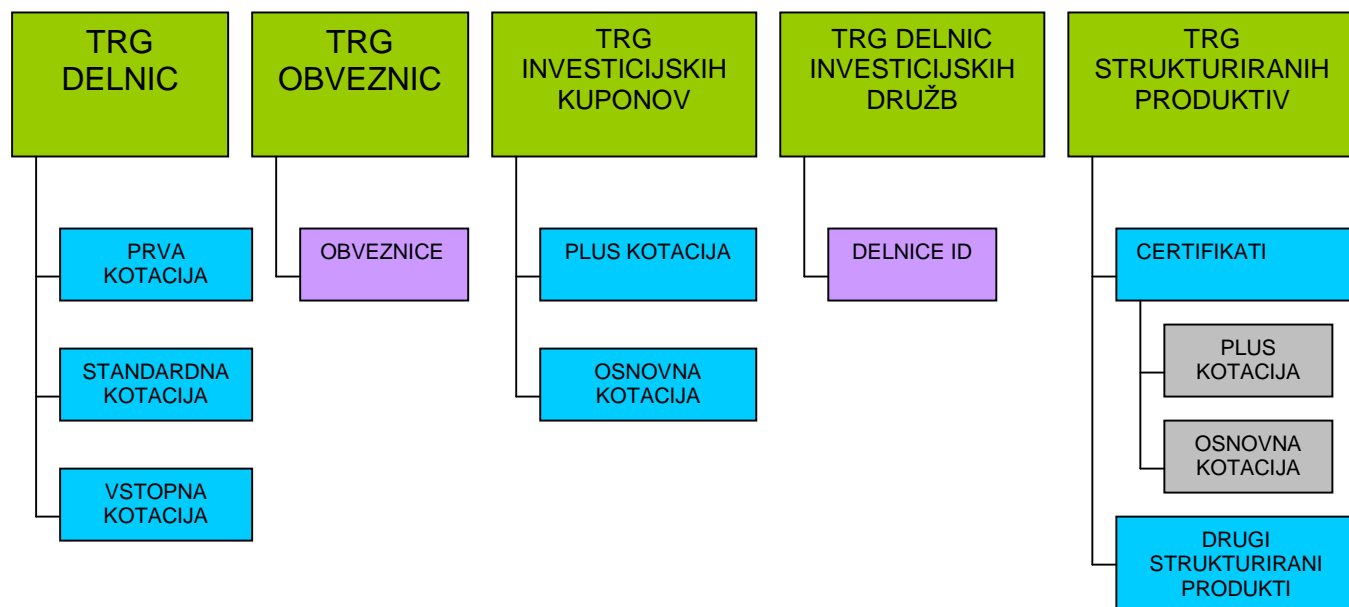
Z novimi Pravili borze<sup>130</sup>, ki so bila objavljena dne 9. maj 2008 in so začela veljati 24. maja 2008, se je uvedla nova segmentacija Ljubljanske borze. Z novo strukturo borznega trga sta se odpravila borzna kotacija in prosti trg, uvedla pa vstopna in standardna kotacija.

Namen sprememb v strukturi borznega trga je bil prispevati k povečanju kakovosti informacij o borznem trgu ter prepoznavnosti posameznih segmentov trgovanja. S tem se sledi trendom razvoja na kapitalstkih trgih po Evropi in naj bi se zagotavljalo primerljivost produktov Ljubljanske borze in segmentov z evropskimi borzami.

<sup>130</sup> Uradni list RS št. 45/2008, 98/2009, 1/2009, 82/2009.

Slika 4: Segmentacija Ljubljanske borze<sup>131</sup>

## SEGMENTACIJA LJUBLJANSKE BORZE



Na trgu delnic kotira 78 delniških družb, od tega samo 4 banke. Redne delnice Abanke z oznako ABKN kotirajo v vstopni kotaciji. Redne delnice Nove Kreditne banke Maribor z oznako KBMR kotirajo v prvi kotaciji. Prednostne delnice Probanke z oznako PRBP kotirajo v standardni kotaciji. Delnice KD banke kotirajo posredno, in sicer kot delniška družba v holdingu KD Group. Prednostne delnice z oznako KDHP in redne delnice z oznako KDHR kotirajo v vstopni kotaciji.<sup>132</sup>

Na trgu obveznic kotira 87 obveznic. Prevladujejo bančne obveznice (70 izdaj obveznic), nebančnih izdaj obveznic je 17, medtem ko je nefinančnih izdaj obveznic na Ljubljanski borzi 9. 8 izdaj obveznic imajo finančne družbe<sup>133, 134</sup>.

<sup>131</sup> Vir: spletna stran Ljubljanske borze, 20. februar 2010.

<sup>132</sup> Vir je spletna stran Ljubljanske borze, 25. februar 2010.

<sup>133</sup> Med finančnimi izdajatelji je borzoposredniška družba Poteza, Zavarovalnica Triglav, Stanovanjski sklad RS in Slovenska odškodninska družba.

<sup>134</sup> Spletna stran Ljubljanske borze, 1. marec 2010.

### 6.3.2 Banke na sekundarnem trgu kapitala

Na trgu finančnih instrumentov sta prisotna predvsem dva subjekta, borznoposredniške družbe in banke. Zban-1 in ZTFI predpisujeta pogoje, ki jih morajo banke izpolnjevati, da lahko opravljajo storitve v zvezi s finančnimi instrumenti oziroma vrednostnimi papirji. Pred samim začetkom opravljanja poslov mora banka dobiti ustrezno dovoljenje Banke Slovenije.

Dne 1. marca 2010 je bilo v Sloveniji 25 članov borze, med katerimi že prevladujejo banke, saj se delež borznoposredniških družb vztrajno znižuje. Bank kot članov Ljubljanske borze je trenutno 14:<sup>135</sup>

- Abanka Vipava, d.d., Ljubljana
- Banka Koper, d.d., Koper
- BKS Bank AG, Bančna podružnica
- Deželna banka Slovenije, d.d., Ljubljana
- Factor banka, d.d., Ljubljana
- Gorenjska banka, d.d., Kranj
- Hypo Alpe-Adria, d.d., Ljubljana
- KD Banka, d.d., Ljubljana
- Nova Kreditna Banka Maribor, d.d., Maribor
- Nova Ljubljanska Banka, d.d., Ljubljana
- Probanka, d.d., Maribor
- Raiffeisen Banka, d.d., Maribor
- SKB banka, d.d., Ljubljana
- Unicredit Banka Slovenije, d.d., Ljubljana

Preostalih 11 članov predstavljajo borznoposredniške družbe:<sup>136</sup>

- Argonos BPH, d.o.o., Ljubljana
- Certius BPH, d.o.o., Ljubljana
- Ecestra Central European e-Finance AG
- GBD Gorenjska borzna posredniška družba, d.d., Kranj

---

<sup>135</sup> Spletna stran Ljubljanske borze, dostopno na <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=533&sid=E3JqC13U3jNejq4B>, 1. marec 2010.

<sup>136</sup> Spletna stran Ljubljanske borze, 1. marec 2010.

- Ilirika borzno posredniška hiša, d.d., Ljubljana
- Medvešek Pušnik, d.d., Ljubljana
- Moja delnica BPH, d.d., Ljubljana
- Perspektiva, borzno posredniška družba, d.d., Ljubljana
- Poteza, borzno posredniška družba, d.d., Ljubljana
- Primorski finančni center Interfin, d.o.o., Koper
- Publikum investicijske storitve, d.d., Ljubljana.

Banke, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje finančnih storitev v Sloveniji, vendar niso članice Ljubljanske borze:<sup>137</sup>

- Banka Celje, d.d., Ljubljana
- Banka Sparkasse, d.d., Ljubljana
- Banka Volksbank, d.d., Ljubljana
- Bawag banka, d.d., Ljubljana
- Poštna banka Slovenije, d.d., bančna skupina Nove Kreditne banke Maribor, d.d., Maribor
- SID – Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana.

Medtem ko se število borznoposredniških družb pada, banke ostajo na trgu v približno enakem številu ali še večjem.<sup>138</sup> Spodnja tabela prikazuje število bančnih in nebančnih članov Ljubljanske borze in gibanje skupnega števila. Skupno število članov borze se je po ustanovitvi borze močno povečalo, predvsem na račun mnogih borznoposredniških družb, ki so v posredovanju pri trgovanju z vrednostnimi papirji videli možnosti za velik zaslužek. Leta 1993 je bilo skupno število največje (68), od tega je bilo kar 47 nebančnih članov, prav tako je bilo število bančnih članov največje (21). Po letu 1993 je število tako bančnih kot nebančnih članov postopoma padalo. Leta 2008 je bilo skupno število članov najnižje, in sicer 23 (11 bank in 12 nebančnih članov). Leta 2009 sta se na kapitalnem trgu kot člana Ljubljanske borze pojavili dve novi banki (BKS Bank, bančna podružnica in KD banka).

<sup>137</sup> Spletna stran Banke Slovenije, 1. marec 2010.

<sup>138</sup> V prihodnosti je število članov borze odvisno od združevanj obeh subjektov. Število borznoposredniških družb bo se naprej padalo, predvsem zaradi združevanj in slabih izgledov za nadaljnje poslovanje. Število bank kot članov borze je prav tako odvisno od napovedanih združevanj bank ter morebitnega vstopa tujih bank na slovenski trg.

Tabela 2: Gibanje števila članov Ljubljanske borze<sup>139</sup>

Datum	Banke	Nebančni člani	Skupaj
31.12.1990	18	15	33
31.12.1991	21	28	49
31.12.1992	21	30	51
31.12.1993	21	47	68
31.12.1994	18	44	62
31.12.1995	15	30	45
31.12.1996	12	33	45
31.12.1997	11	31	42
31.12.1998	9	29	38
31.12.1999	10	25	35
31.12.2000	11	23	34
31.12.2001	10	20	30
31.12.2002	10	17	27
31.12.2003	10	17	27
31.12.2004	10	17	27
31.12.2005	12	15	27
31.12.2006	11	13	24
31.12.2007	12	12	24
31.12.2008	12	11	23
31.12.2009	14	11	25

### 6.3.3 Borzni indeksi

Borzni indeksi so pomemben kazalec dogajanja na organiziranem kapitalskem trgu. Vlagateljem in drugi javnosti omogočajo kratko in jedrnato informacijo o donosnosti domačega kapitalskega trga. Njihova glavna naloga je podati hitro in dobro oceno dogajanja na trgu finančnih instrumentov, saj zajame spremembe cen najpomembnejših finančnih instrumentov.

#### 6.3.3.1 SBI 20 – Slovenski borzni indeks

Slovenski borzni indeks je indeks celotnega delniškega trga Ljubljanske borze, ki meri donosnost celotnega slovenskega organiziranega kapitalskega trga. Njegov temeljni namen je zagotavljati zbirne in jedrnate informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na organiziranem trgu Ljubljanske borze. Uradni datum začetka izračunavanja je 20. junij 1994. Izhodiščna vrednost je bila 31.12.1993, in sicer 1000

<sup>139</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.



točk. SBI 20 je cenovni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo v prostem obtoku. Indeks sestavlja 15<sup>140</sup> rednih delnic, katerih maksimalni delež je 15%.

**Tabela 3: Gibanje SBI 20 – Slovenskega borznega indeksa<sup>141</sup>**

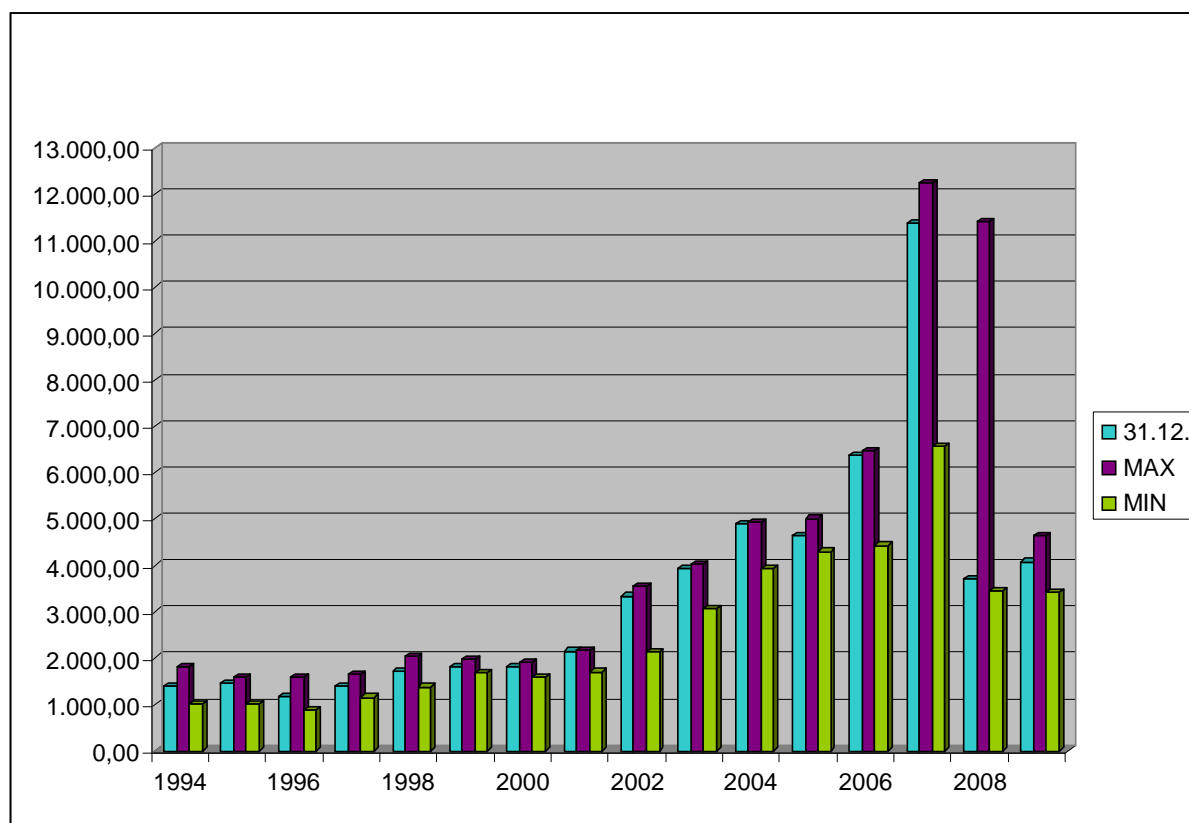
Leto	Vrednost na dan 31.12.	Letna donosnost	Maksimalna vrednost v letu	Minimalna vrednost v letu
1994	1.396,81	39,68%	1.804,00	1.015,92
1995	1.448,75	3,72%	1.590,17	1.016,99
1996	1.183,26	-18,33%	1.589,18	891,93
1997	1.404,70	18,71%	1.655,36	1.156,14
1998	1.705,77	21,43%	2.026,47	1.378,49
1999	1.806,26	5,89%	1.981,87	1.679,48
2000	1.807,94	0,09%	1.903,66	1.584,23
2001	2.151,59	19,01%	2.159,35	1.700,24
2002	3.340,20	55,24%	3.547,64	2.140,80
2003	3.931,64	17,71%	4.034,53	3.067,67
2004	4.904,48	24,74%	4.935,29	3.922,74
2005	4.630,10	-5,59%	5.005,88	4.301,58
2006	6.382,92	37,85%	6.464,80	4.427,52
2007	11.369,58	78,13%	12.242,01	6.551,52
2008	3.695,72	-67,5%	11.408,00	3.460,30
2009	4.078,64	10,36%	4.633,46	3.408,37

Indeks je vsa leta od ustanovitve, z izjemo leta 1996, do leta 2007 rasel. Največjo vrednost je dosegel leta 2007, in sicer 12.242,01 točk. Svetovna finančna kriza je prizadela tudi slovenski kapitalni trg, zato je po letu 2007 indeks začel padati. Leta 2008 je padel za 67,5%, najnižja vrednost v tem letu je bila 3.460,30 točk. Leta 2009 je borzni indeks nadomestil nekaj izgub in pridobil okoli 10%. Ljubljanska borza bo v letu 2010 indeks SBI 20 umaknila, nadomestil pa ga bo SBI TOP ter uvedla tudi nov indeks LJSE Composite.

<sup>140</sup> Med njimi sta 2 delnici bank, in sicer NKBM z oznako KBMR s 5, 93% deležem in Abanka z oznako ABKN s 4,71% deležem, 1. marec 2010.

<sup>141</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

**Graf 1: Indeks SBI 20<sup>142</sup>**



### 6.3.3.2 SBI TOP – Slovenski blue chip indeks

SBI TOP predstavlja prvi pravi Slovenski blue chip indeks v zgodovini Ljubljanske borze. V takšne indekse so vključene le najbolj likvidne delnice s posameznega trga. Poleg tega pa uvrstitev delnic v blue-chip indeks poveča prepoznavnost delnic, kar na srednji rok posredno tudi povečuje likvidnost delnic. Uradni datum začetka izračunavanja je 31.marec 2006 z izhodiščno vrednostjo 1000 točk. SBI TOP je cenovni indeks tehtan s tržno kapitalizacijo. Sestavlja ga 5 do 10<sup>143</sup> rednih delnic, ki so uvrščene v indeks SBI 20, z maksimalnim deležem delnic 30%.

**Tabela 4: Gibanje SBI TOP – slovenskega blue chip indeksa<sup>144</sup>**

Leto	Vrednost na dan 31.12	Letna donosnost	Maksimalna vrednost v letu	Minimalna vrednost v letu
2006	1.473,33	56,57%	1.506,88	940,16
2007	2.518,92	70,97%	2.674,69	1.501,26

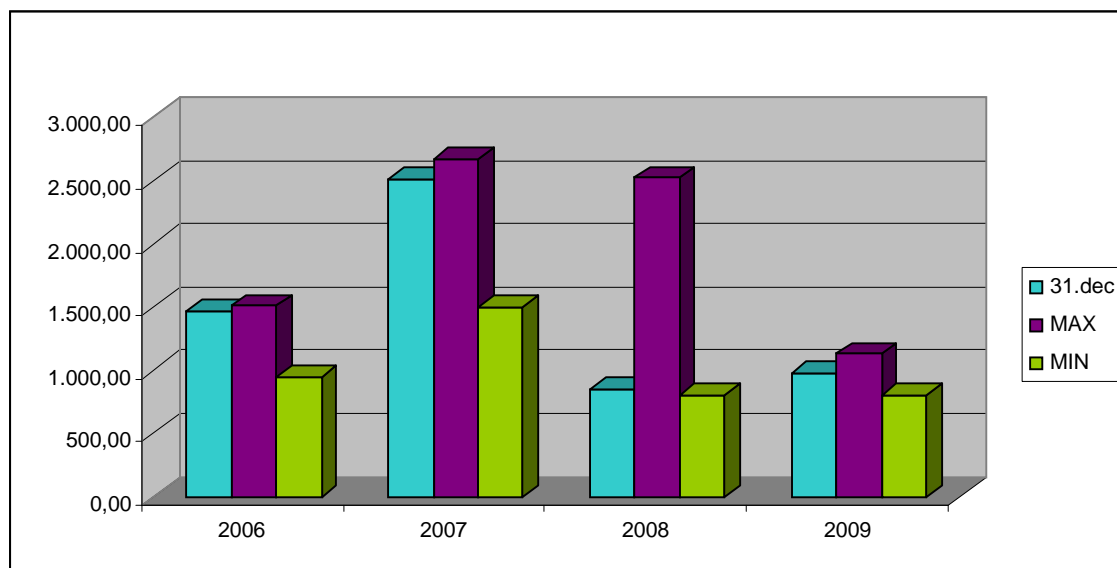
<sup>142</sup> Vir: Ljubljanska borza, 10. februar. 2010.

<sup>143</sup> V sestavi je od bank, ki kotirajo na borzi samo NKBM z oznako KBMR s 6,84% deležem, 1. marec 2010.

<sup>144</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

2008	854,26	-66,1%	2.520,56	801,65
2009	982,67	15,03%	1.127,23	807,93

**Graf 2: Indeks SBI TOP<sup>145</sup>**



### 6.3.4 Tržna kapitalizacija

Razvitost trga kapitala se najpogosteje meri z vrednostnim obsegom vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi v primerjavi z BDP.

Tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev je izračunana kot seštevek tržne kapitalizacije posameznih vrednostnih papirjev, le-ta pa je izračunana kot zmnožek števila kotirajočih vrednostnih papirjev in njihove tržne cene na koncu obdobja.

Tržna kapitalizacija je vsa leta do leta 2008 naraščala, čeprav se je v tem času zgodilo tudi nekaj pomembnih prevzemov, ki so povzročili popoln umik podjetij iz borzne kotacije. Pomemben razlog stabilne tržne kapitalizacije slovenskega trga kapitala leži v neprestani in zanesljivi rasti cen delnic podjetij. Po prevzemih in posledičnem umiku z organiziranega trga je bilo sicer podjetij na borzi manj, vendar je praviloma indeks rasel in tako kompenziral kvantitativni izpad. Nasploh je značilnost slovenskega trga kapitala zaradi dokaj majhne aktivnosti tujih investitorjev

<sup>145</sup> Vir: Ljubljanska borza.

relativna neodzivnost na svetovne dogodke tako v "pozitivnih" kot tudi "negativnih" časih.

**Tabela 5: Tržna kapitalizacija Ljubljanske borze<sup>146</sup>**

Leto	Tržna kapitalizacija - vsi vrednostni papirji (v EUR)	Tržna kapitalizacija – delnice (v EUR)	Tržna kapitalizacija delnic/ tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev (v %)	% BDP
1990	/	/		/
1991	322.515.565,47	78.448.400,34	24,32	/
1992	279.115.610,66	21.233.106,00	7,60	/
1993	425.365.070,79	125.798.291,07	29,57	/
1994	496.990.717,12	202.304.058,11	40,71	/
1995	655.209.590,14	254.639.082,81	38,86	5,0
1996	1.009.486.725,80	712.556.326,89	70,59	6,9
1997	2.138.580.960,69	1.691.955.523,03	79,12	13,7
1998	3.759.395.212,84	2.556.738.876,22	68,01	21,8
1999	3.312.323.061,25	2.841.555.305,24	85,78	25,2
2000	8.228.334.321,19	3.334.732.532,20	40,53	27,0
2001	6.327.548.620,50	3.839.641.544,90	60,68	29,1
2002	9.434.118.133,75	5.357.047.438,86	56,79	41,1
2003	10.276.482.448,67	5.647.087.544,46	54,95	25,4
2004	12.609.123.652,71	7.114.381.955,70	56,42	30,1
2005	13.315.754.907,59	6.696.639.562,24	50,29	25,9
2006	18.779.115.907,59	11.475.932.322,81	61,11	42,1
2007	26.658.631.021,71	19.740.120.308,80	74,05	64,8
2008	14.879.066.820,17	8.468.424.538,29	56,92	25,2
2009	19.585.246.507,07	8.462.218.087,11	43,21	54,6

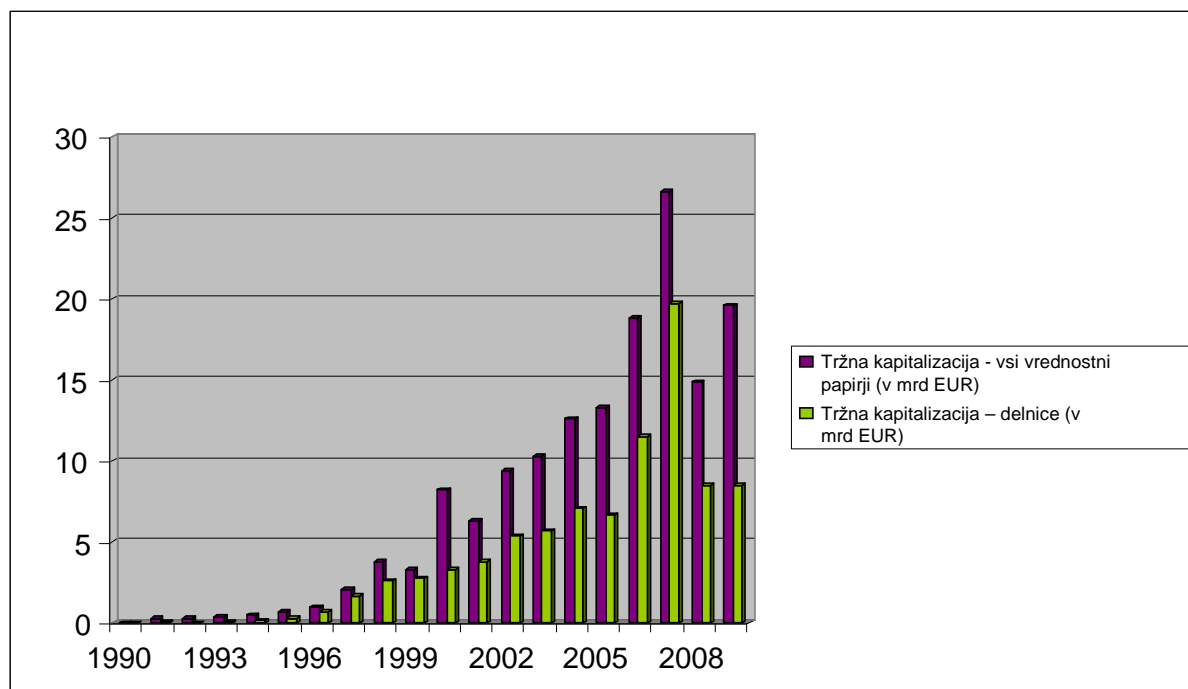
Nemogoče se je bilo izogniti finančni krizi, ki se je po svetovnih finančnih trgih pojavila tudi na slovenskem trgu kapitala. Tržna kapitalizacija delnic družb je ob koncu leta 2008 predstavljala 22,8% BDP, leta 2007 57,3% BDP. Letno znižanje za 57,1% je večinoma posledica padcev tečaja, preostalo pa zaradi izključitve delnic iz Ljubljanske borze. Iz prve kotacije so bile zaradi prevzema izključene delnice družbe Merkur, iz standardne kotacije pa delnice ACH in Geodetskega zavoda Slovenije. Znižanje tržne kapitalizacije bi bilo še višje, če ne bi bile na Ljubljansko borzo vključene nove delnice. V standardni kotaciji se je začelo trgovati z delnicami

<sup>146</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

Pozavarovalnice Save, Zavarovalnice Triglav in Abanke, ki pa zaradi negativne situacije na trgih niso spodbudile večjega odziva pri vlagateljih.

Po prepolovitvi vrednosti tržne kapitalizacije delnic na Ljubljanski borzi v letu 2008 se je ta v letu 2009 ponovno zvišala. Letošnji porast je predvsem posledica zvišanja cen delnic, saj v borzno trgovanje ni bilo vključenih novih vrednostnih papirjev.<sup>147</sup>

**Graf 3: Tržna kapitalizacija Ljubljanske borze<sup>148</sup>**



Tržna kapitalizacija obveznic<sup>149</sup> se je v letu 2008 kljub zapadlim štirim državnim in devetim bančnim obveznicam povečala za 14,5%, kar je predvsem posledica vključitve novih deset bančnih in ene državne obveznice ter treh obveznic nefinančnih družb. Marca 2009 se je tržna kapitalizacija obveznic povečala za dodatnih 15%, na 7,8 mrd €. To je rezultat izdaje referenčne triletno državne obveznice RS64 na MTS Slovenija v višini milijarde evrov, ki so jo v višini 82% kupili tuji vlagatelji, predvsem banke in investicijski skladi.<sup>150</sup>

<sup>147</sup> Banka Slovenije, Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2009, str 47-48.

<sup>148</sup> Vir: Ljubljanska borza, 10. februar 2010.

<sup>149</sup> V tabeli 5: Tržna kapitalizacija v Sloveniji, razliko med tržno kapitalizacijo vseh vrednostnih papirjev in delnicami predstavljajo predvsem obveznice, saj je vrednost vzajemnih skladov, ki kotirajo na borzi majhna.

<sup>150</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 45-50

Rast tržne kapitalizacije obveznic na Ljubljanski borzi je v letu 2009 močno prehitela rast tržne kapitalizacije delnic. To je predvsem posledica kotiranja izdanih državnih obveznic RS v skupnem obsegu 4 mrd EUR. V aprilu 2009 je tako vrednost tržne kapitalizacije obveznic prvič preseгла vrednost tržne kapitalizacije delnic na Ljubljanski borzi.<sup>151</sup>

### 6.3.5 Likvidnost trga

Likvidnost trga je ena najpomembnejših lastnosti trga finančnih instrumentov. Likvidnost trga se najbolje prikaže s kazalcem likvidnosti K. Kazalec likvidnosti pove, kolikokrat se je "obrnila" celotna tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev. Višji kot je koeficient, bolj je borza likvidna. Koeficient 1 teoretično pomeni, da so v določenem obdobju vse delnice zamenjale lastnika. Promet na Ljubljanski borzi je imel ves čas trend rahle rasti do umiritve v zadnjih letih in padca v času krize.

**Tabela 6: Skupni promet na Ljubljanski borzi<sup>152</sup>**

Leto	Vrednost prometa na Ljubljanski borzi (v EUR)	Število poslov	K=skupni promet/tržna kapitalizacija
1990	745.025,86	145	/
1991	53.343.010,15	2.872	0,165
1992	94.869.973,46	5.988	0,339
1993	618.205.194,64	48.232	1,453
1994	616.496.516,63	104.339	1,240
1995	576.841.580,41	122.549	0,880
1996	512.925.536,67	131.252	0,508
1997	507.931.442,64	140.149	0,237
1998	581.947.369,21	237.049	0,155
1999	699.329.247,00	445.966	0,211
2000	555.962.057,83	395.284	0,067
2001	694.603.873,32	318.645	0,109
2002	1.156.611.590,59	451.250	0,122
2003	700.844.661,22	340.582	0,068
2004	837.861.028,91	351.760	0,066
2005	579.204.722,14	255.908	0,043
2006	996.477.197,88	228.941	0,053
2007	2.226.900.707,80	282.939	0,083
2008	1.285.790.498,22	249.679	0,086
2009	904.021.131,24	162.100	0,046

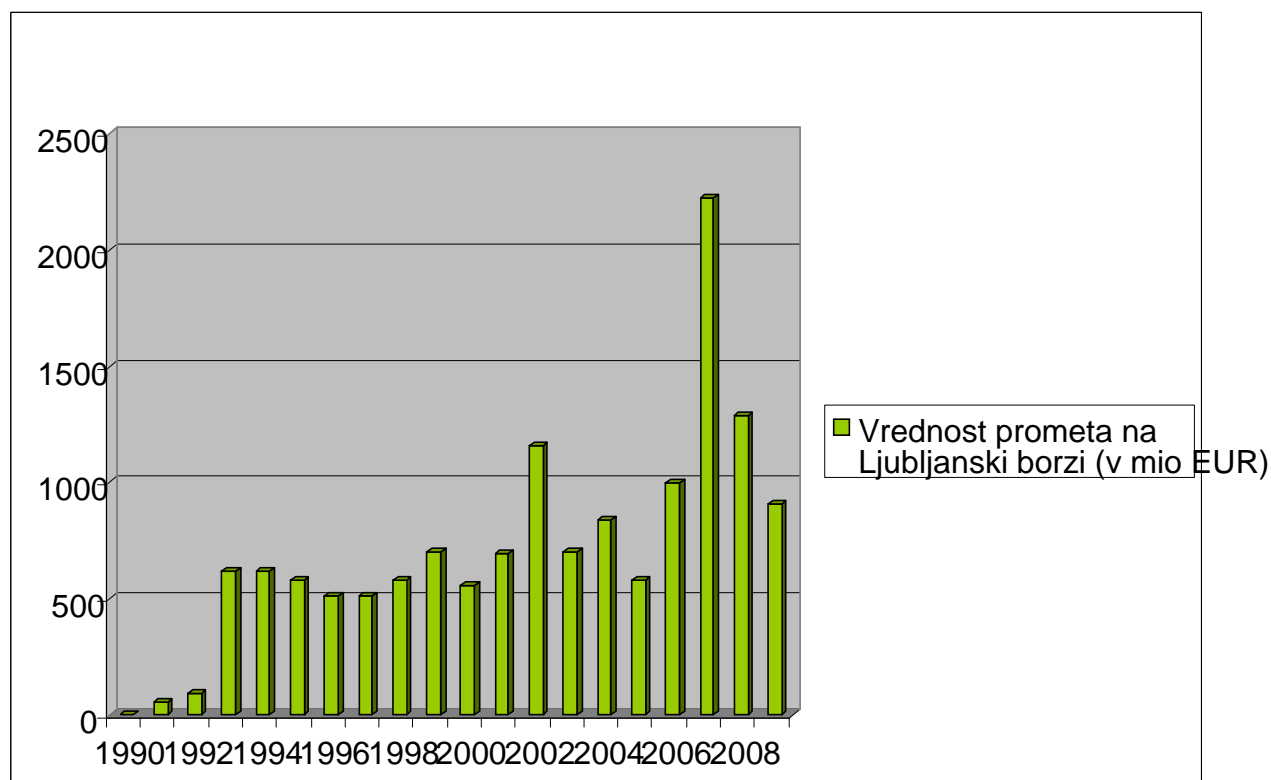
<sup>151</sup> Banka Slovenije, Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2009, str 47-48

<sup>152</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

V zgornji tabeli 6 je prikazano, da je koeficient likvidnosti K skoraj vsa leta (z izjemo 1993, 1994) močno pod 1. To pomeni, da vrednostni papirji na Ljubljanski borzi niso najbolj likvidni.

Tudi v Sloveniji se čutijo negativne posledice krize. Ob že tradicionalni nizki likvidnosti je promet na Ljubljanski borzi upadel, prebivalstvo pa je svoje prihranke usmerilo v depozite ali v obveznice, torej v bolj varne naložbe, kajti izgube na delniškem trgu so bile za mnoge velike. Volatilnost na kapitalskih trgih je vlagatelje prisilil v varčevanje sredstev v netveganih oblikah.

**Graf 4: Vrednost prometa na Ljubljanski borzi<sup>153</sup>**



Promet z delnicami družb je leta 2008 upadel za 69% na 953 milijonov evrov. Pomanjkanje likvidnosti na Ljubljanski borzi se nadaljuje tudi v letu 2009. Povprečni mesečni promet z delnicami je znašal v letu 2008 le 31% povprečnega mesečnega prometa iz leta 2007, povprečni mesečni promet brez svežnjev pa 47%.

Povprečni mesečni promet z obveznicami v letu 2008 je znašal 155% povprečnega mesečnega prometa iz leta 2007, kar potrjuje dejstvo, da so se vlagatelji umaknili iz

<sup>153</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

tveganih v varnejše naložbe. V letu 2009 se likvidnost trga obveznic ohranja na ravni povprečja preteklega leta.<sup>154</sup>

Leto 2009 je bilo ponovno manj prometno od prejšnjega leta na Ljubljanski borzi. Skupni promet je upadel po milijardo evrov. Pomanjkanje likvidnosti predstavlja precejšen problem Ljubljanske borze, kajti vlagatelji so se umaknili iz borze zaradi pomanjkanja sredstev ali pa čakajo na umiritev gospodarskih razmer.

### 6.3.6 Trg izvedenih finančnih instrumentov

Leta 2006 so tuje banke<sup>155</sup> začele izdajati certifikate<sup>156</sup>, izvedene oziroma strukturirane finančne instrumente na slovenske delnice večjih slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Izdajajo jih v tujini, glasijo pa se neposredno na slovenske delnice ali na indekse, ki vključujejo slovenske delnice. Trgovanje z njimi poteka na tujih borzah, zlasti stuttgartski in dunajski, ali pa jih banke kar same prodajajo in odkupujejo preko OTC trga. Večina do sedaj izdanih certifikatov neposredno na slovenske delnice ali na indeks je bila t.i. "knock-out" certifikatov<sup>157</sup> ali opcij.<sup>158</sup>

Banke izdajateljice certifikatov z nakupom osnovnih instrumentov za zavarovanje svojih pozicij vplivajo na njihove tečaje, kar je izrazito predvsem na manj likvidnih in plitkih trgih kapitala, kot je slovenski. Zlasti v letu 2007 se je povečal vpliv izdaje certifikatov na slovenski kapitalski trg, predvsem delnic iz prve kotacije, kar je močno vplivalo na rast tečajev. Nasprotno pa ti certifikati nižajo tečaje, ko ob njihovi zapadlosti ali preboju knock-out meje banka izdajateljica ponudi osnovne instrumente na trg. To se je zgodilo konec leta 2007 in v letu 2008, kar je še dodatno znižalo tečaje na Ljubljanski borzi.<sup>159</sup>

---

<sup>154</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 45-50.

<sup>155</sup> Banke izdajateljice strukturiranih finančnih instrumentov na slovenske delnice so Erste Bank, Raiffeisen Bank in ABN Amro.

<sup>156</sup> Certifikati so strukturirani finančni instrumenti, ki jih izdajajo tuje banke z visoko boniteto. Pravno so dolžniški vrednostni papirji. Višina terjatve, ki jo ima vlagatelj do izdajatelja, je odvisna od gibanja vrednosti osnovnega instrumenta, na katerega se certifikat glasi. Za male vlagatelje predstavljajo nove investicijske priložnosti, vendar jih izpostavljajo tudi novim tveganjem.

<sup>157</sup> Trenutno je možno trgovati s 14 knock-out certifikati na Krko, d.d., 6 certifikati na Gorenje, d.d. in 6 certifikati na Telekom, d.d..

<sup>158</sup> Trguje se lahko s 4 opcijami Krke, d.d. in 4 opcijami Gorenja, d.d..

<sup>159</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2008, str. 51-52.



V prvih treh četrtletjih leta 2007 so tuje banke izdajateljice certifikatov kupile neto okoli 87 milijonov EUR delnic iz prve kotacije, v zadnjem četrtletju pa so jih neto prodale za 28 milijonov EUR. V letu 2008 je bil neto znesek 39,2 milijona EUR. Delež bank izdajateljic certifikatov v celotnem prometu z delnicami prve kotacije je v letu 2008 znašal 15,6%.<sup>160</sup>

Leto 2009 ni prineslo kakšnih večjih sprememb na področju trga izvedenih finančnih instrumentov.<sup>161</sup>

Dodatno zavoro pri razvoju trga izvedenih finančnih instrumentov (IFI) poleg zmanjševanja tveganih naložb zaradi kriznega obdobja predstavlja zakonodaja oziroma obdavčitev kapitalskih dobičkov. Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI)<sup>162</sup> je bil sprejet julija 2008. Na IFI velja 40-odstotna obdavčitev dobičkov ob odsvojitvi prej kot v enem letu in 20-odstotna obdavčitev naslednje leto. Posledično velja manjše zanimanje med vlagatelji za IFI ter s tem manjšo izobraženost vlagateljev na tem področju.<sup>163</sup>

## 6.4 Prevladujoči položaj bank

Banke so na slovenskem finančnem trgu se vedno in bodo ostale najpomembnejše institucije. Glede na finančna sredstva v slovenskem finančnem sistemu s 70% še vedno močno prevladuje bančni sektor. Že samo ocenjevanje vloge različnih skupin finančnih institucij in njihovo medsebojno primerjanje z vidika bilančne vsote izpostavi določene značilnosti slovenskega finančnega sistema.<sup>164</sup> Vloga zavarovalnic in pokojninskih skladov v finančnem sistemu narašča počasi, skupaj s stagnacijo drugih finančnih posrednikov pa kaže na njihovo podrejenost tradicionalno prevladujočemu bančnemu finančnemu okolju.<sup>165</sup> Močna vloga bank je značilna za evropske kontinentalne države, zato Slovenija ni izjema.

---

<sup>160</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 51.

<sup>161</sup> Podatkov za leto 2009 zaenkrat še ni na voljo.

<sup>162</sup> Uradni list RS št. 65/2008.

<sup>163</sup> Grmek G.: Država naj omogoči razvoj slovenskega trga kapitala, Bančni vestnik 7-8/2008, str. 9-10.

<sup>164</sup> Samo vidik velikosti njihove bilančne vsote ne more biti celovito in povsem vsebinsko ustrezno merilo, vendar že nakaže vzorec.

<sup>165</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009, str. 45-46.

Banke na slovenskem trgu kapitala kot delu finančnega sistema so najpomembnejše institucije, njihova dejavnost je raznovrstna, predstavlja pa vse možne aktivnosti<sup>166</sup> univerzalne banke na kapitalskem trgu. Slovenske banke so imele leta 2008 bilančno vsoto 47,5 mrd EUR oziroma 128% BDP.<sup>167</sup> Banke nastopajo kot vlagatelji, torej investirajo v finančne instrumente, sodelujejo pri javnih in nejavnih ponudbah delnic in obveznic, kreditirajo prevzeme, posredujejo pri nakupu finančnih instrumentov, ustanavljajo družbe za upravljanje, ki tržijo vzajemne sklade in analizirajo kapitalski trg.

Poleg velike koncentracije skupnega lastništva<sup>168</sup> v številnih slovenskih podjetjih<sup>169</sup>, banke investirajo tudi v obveznice nefinančnih organizacij, v državne obveznice in v obveznice tujih izdajateljev. Vendar finančna kriza ni vplivala neposredno na slovenske banke. V primerjavi z razvitejšimi bančnimi sistemi slovenski bančni sistem skorajda ni imel slabih naložb v visoko tvegane finančne instrumente. Vsekakor so tudi slovenske banke utrpeli znižanje vrednostnih papirjev, ki so jih imele v lasti. Bančni sistem je bil pred krizo izpostavljen predvsem zaradi visokega povpraševanja po posojilih v obdobju visoke gospodarske rasti, zato se je pred krizo povečalo zadolževanje v tujini. Zaradi likvidnostne krize bank so podjetja znižala povpraševanje po posojilih in ob tem pa so morala tudi prilagoditi obseg poslovanja.<sup>170</sup>

Banke so na slovenskem trgu kapitala tudi edine finančne institucije, ki so kapitalsko dovolj močne za javne ali zasebne ponudbe vrednostnih papirjev.<sup>171</sup> Borznoposredniške družbe zaenkrat izdajajo le lastne obveznice v nižjih zneskih, predvsem za zagotovitev poslovanja družb.

Naslednja storitev, ki jo banke ponujajo, je posredovanje pri trgovanju s finančnimi instrumenti.<sup>172</sup> Banke imajo svoje oddelke za trgovanje na borzi, ki strankam omogočajo redno trgovanje. Banke imajo tudi največji delež v prometu na Ljubljanski borzi in številu poslov.

---

<sup>166</sup> Glej 4 poglavje.

<sup>167</sup> Za leto 2009 zaenkrat se ni podatkov.

<sup>168</sup> Glej poglavje 4.4.2 Trgovanje za svoj račun.

<sup>169</sup> Podatki so dostopni v javnih delniških knjigah.

<sup>170</sup> Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, maj 2009.

<sup>171</sup> Glej poglavje 4.1 Vpis nove izdaje vrednostnih papirjev.

<sup>172</sup> Glej poglavje 4.4.1 Borzno posredovanje.

**Tabela 7: Skupni promet bank na Ljubljanski borzi<sup>173</sup>**

Leto	Delež bank med člani borze	Delež bank med člani borze (v %)	Skupni promet članov ( v EUR)	Skupno število poslov	Skupni promet bank (v EUR)	Število poslov bank	Delež prometa bank od skupnega prometa (v %)	Delež števila poslov bank od skupnega števila poslov (v %)
1990	18/33	54,55	745.025,86	145	298.693,13	107	40,09	73,79
1991	21/49	42,86	53.343.010,15	2.872	24.735.062,78	1.411	46,37	49,13
1992	21/51	41,18	94.869.973,46	5.988	58.050.221,87	2.597	61,19	43,37
1993	21/68	30,88	618.205.194,64	48.232	240.558.434,47	16.304	38,91	33,80
1994	18/62	25,81	616.496.516,63	104.339	244.028.722,29	28.402	39,58	27,22
1995	15/45	33,33	576.841.580,41	122.549	146.745.964,59	20.930	25,44	17,08
1996	12/45	26,67	512.925.536,67	131.252	140.242.194,64	30.200	27,34	23,01
1997	11/42	26,19	507.931.442,64	140.149	184.580.190,35	40.627	36,33	28,99
1998	9/29	31,03	581.947.369,21	237.049	185.677.752,01	62.961	31,90	26,56
1999	10/35	28,57	699.329.247,00	445.966	235.050.679,06	116.277	33,61	26,07
2000	11/34	32,35	555.962.057,83	395.284	178.174.867,55	103.600	32,05	26,21
2001	10/30	33,33	694.603.873,32	318.645	275.420.000,37	101.652	39,65	31,90
2002	10/27	37,04	1.156.611.590,59	451.250	519.369.285,47	143.165	44,90	31,72
2003	10/27	37,04	700.844.661,22	340.582	299.320.520,39	114.151	42,71	33,52
2004	10/27	37,07	837.861.028,91	351.760	331.888.153,59	102.872	39,61	29,24
2005	12/27	44,44	579.204.722,14	255.908	297.664.164,57	92.872	51,39	36,29
2006	11/24	45,83	996.477.197,88	228.941	556.599.426,87	92.725	55,85	40,50
2007	12/24	50,00	2.226.900.707,80	282.939	1.121.644.005,27	107.042	50,37	37,83
2008	12/23	52,17	1.285.790.498,22	249.679	687.814.249,32	87.710	53,49	35,13
2009	14/25	56,00	904.021.131,24	162.100	615.785.388,34	59.811	68,11	36,98

Vse banke skupaj so v prejšnjih letih dosegle več kot polovico prometa z vrednostnimi papirji na Ljubljanski borzi. Takoj po ustanovitvi Ljubljanske borze in začetku trgovanja leta 1990 je delež prometa bank do leta 1996 padal. V tistem obdobju je bil razcvet borznoposredniških družb, ki pa so kasneje začele propadati, zato se je delež skupnega prometa bank zopet povečeval. Največji delež je dosegel prav v letu 2009, kar je posledica svetovne finančne krize in oteženemu ter slabemu poslovanju borznoposredniških družb. Število poslov na Ljubljanski borzi se v zadnjih letih prav tako zmanjšuje. Še vedno prevladujejo banke, saj kljub odstotkovno manjšemu deležu števila poslov dosegajo večji odstotek pri prometu na Ljubljanski borzi kot borznoposredniške družbe.

<sup>173</sup> Vir: interni podatki Ljubljanske borze, 10. februar 2010.

Banke ustanavljajo svoje družbe za upravljanje, ki ponujajo celo vrsto investicijskih skladov,<sup>174</sup> ki vsak po svoje ustreza vlagateljevim željam po pričakovanem donosu. Konec leta 2009 je poslovalo 14 družb za upravljanje s sedežem v Republiki Sloveniji, ki so upravljale 127 vzajemnih skladov in 4 investicijske družbe.<sup>175</sup>

**Tabela 8: Pregled slovenskih družb za upravljanje<sup>176</sup>**

Naziv DZU	Število VS in ID, ki jih DZU upravlja	Obseg sredstev v VS in ID (v EUR)	Odstotki (v %)
Triglav DZU, d. o. o.	10	339.344.369	17,75
KD Skladi, d. o. o.	18	324.322.731	16,96
NFD DZU, d. o. o.	9	267.107.408	13,97
NLB Skladi, d. o. o.	14	237.355.647	12,41
KBM Infond, d. o. o.	10	170.166.471	8,90
Probanka upravljanje, d. o. o.	9	114.623.281	6,00
Publikum PDU, d. d.	11	77.850.393	4,07
Abančna DZU, d. o. o.	11	69.612.103	3,64
DUS Krona, d. o. o.	1	57.293.987	3,00
Medvešek Pušnik DZU, d. d.	11	55.255.920	2,89
Ilirika DZU, d. o. o.	10	53.298.645	2,79
Primorski skladi, d. d.	4	51.627.882	2,70
Perspektiva DZU, d. o. o.	7	49.263.286	2,58
Krekova DZU, d. o. o.	6	44.741.312	2,34
<b>Skupaj</b>	<b>131</b>	<b>1.911.863.434</b>	<b>100,00</b>

Štiri banke so ustanovile svoje družbe za upravljanje, in sicer Abanka, Probanka, NLB in Nova KBM. Na trgu imajo skupno 34 od 127 vzajemnih skladov (27% vseh vzajemnih skladov). Skupno imajo 591.757.502 evrov sredstev, kar je 31% vsega obsega sredstev. Preostala večina bank se je odločila za upravljanje premoženja<sup>177</sup> strank kot alternativo investicijskim skladom. Upravljanje finančnega premoženja strank je poleg borznega posredovanja osnovna storitev, ki jo v Sloveniji poleg bank ponujajo tudi borzno-posredniške družbe. Zasluzki so v primerjavi s posredovanjem pri trgovanju večji, saj je tudi dodana vrednost večja.<sup>178</sup> Banke in borzno-posredniške družbe same določajo minimalni vloženi znesek, pri katerem so pripravljene upravljati

<sup>174</sup> Glej poglavje 4.6.1 Investicijski skladi.

<sup>175</sup> Agencija za trg vrednostnih papirjev, Letno poročilo 2008, str. 11-12.

<sup>176</sup> Vir je spletna stran ATVP, 15. januar 2010.

<sup>177</sup> Glej poglavje 4.6.2 Upravljanje finančnega premoženja strank.

<sup>178</sup> Dodano vrednost predstavljajo predvsem informacije, spremljanje dogodkov ter odzivnost na situacijo na trgu.

posameznikova sredstva. Zneski se razlikujejo, večinoma pa so v razponu od 15.000 evrov do 100.000 evrov.

Za še nekoliko preglednejšo opredelitev vloge bank na kapitalskem trgu in pomena kapitalskega trga v finančnem sistemu je na mestu okvirna primerjava z osnovnim poslovanjem bank (core business), to je dajanje kreditov in sprejemanje depozitov.

**Tabela 9: Bančni depoziti v Sloveniji<sup>179</sup>**

Leto	Depoziti podjetij (v mio €)	Rast depozitov podjetij (v %)	Depoziti prebivalstva (v mio €)	Rast depozitov prebivalstva (v %)	Depoziti skupaj (v mio €)	Rast depozitov skupaj (v %)	Depoziti skupaj/tržna kapitalizacija
1990	/	/	/	/	/	/	/
1991	/	/	/	/	/	/	/
1992	742	/	1325	/	2067	/	7,41
1993	1028	38,5	1754	32,4	2782	34,6	6,55
1994	1285	25	2484	41,6	3769	35,5	7,58
1995	1486	15,6	3231	30,7	4717	25,2	7,20
1996	1698	14,3	3623	12,1	5321	12,8	5,27
1997	1903	12,1	4128	13,9	6031	13,3	2,82
1998	2126	11,7	4909	18,9	7035	16,6	1,87
1999	2131	0,2	5449	11	7580	7,7	2,29
2000	2221	4,2	6372	16,9	8593	13,4	1,04
2001	2472	11,3	8251	29,5	10723	24,8	1,69
2002	2727	10,3	8935	8,3	11662	8,8	1,23
2003	2727	0	9393	5,1	12120	3,9	1,25
2004	2760	1,2	10142	7,9	12902	6,4	1,02
2005	3320	20,3	10658	5,1	13978	8,3	1,05
2006	3499	5,4	11475	7,7	14974	7,1	0,80
2007	3774	7,8	12582	9,6	16356	17,1	0,61
2008	3800	0,7	13737	9,2	17537	7,2	1,17
2009	3868	1,8	14362	4,5	18230	3,9	0,93

V zgornji tabeli 9 je razvidno, da so depoziti podjetij in prebivalstva v slovenskih bankah vsa leta rasli. Primerjava skupnih depozitov in tržne kapitalizacije vseh vrednostnih papirjev pokaže, kako je borza pridobivala na pomenu in kako močna je bila rast vrednostnih papirjev, kajti vse več sredstev se je usmerilo na borzo. Pokaže se tudi vpliv finančne krize, saj so depoziti v tem času še vedno rasti, medtem ko je tržna kapitalizacija padla. Vlagatelji so se odločili za varnejše varčevanje svojih sredstev.

<sup>179</sup> Vir: interni podatki Ekonomskega inštituta Pravne fakultete, 2. marec 2010.

Tabela 10: Krediti bank v Sloveniji<sup>180</sup>

Leto	Krediti podjetjem (v mio €)	Rast kreditov podjetjem (v %)	Krediti prebivalstvu (v mio €)	Rast kreditov prebivalstvu (v %)	Krediti skupaj (v mio €)	Rast kreditov skupaj (v %)	Krediti skupaj/tržna kapitalizacija
1990	/	/	/	/	/	/	/
1991	/	/	/	/	/	/	/
1992	1675	/	195	/	1870	/	6,70
1993	1723	2,9	398	104,1	2121	13,7	4,99
1994	1984	15,1	621	56	2605	22,8	5,24
1995	2655	33,8	1055	69,9	3710	42,4	5,66
1996	2907	9,5	1244	17,9	4151	11,9	4,11
1997	3137	7,9	1354	8,8	4491	8,2	2,10
1998	3917	24,9	1691	24,9	5608	24,9	1,49
1999	4440	13,4	2347	38,8	6787	21	2,05
2000	5021	13,1	2472	5,3	7493	10,4	0,91
2001	5944	18,4	2553	3,2	8497	19,1	1,34
2002	6282	5,7	2644	3,6	8926	5,1	0,95
2003	7186	14,4	2867	8,4	10053	12,6	0,98
2004	8561	19,1	3427	19,5	11988	19,2	0,95
2005	10412	21,6	4281	24,9	14693	22,6	1,10
2006	12868	23,6	5381	25,7	18249	24,2	0,97
2007	17413	35,3	6818	26,7	24231	32,8	0,91
2008	20599	18,3	7827	14,8	28426	17,3	1,91
2009	20790	0,9	8413	7,5	29203	2,7	1,49

V tabeli 10 je prav tako kot pri depozitih, prikazana rast kreditov podjetjem in prebivalstvu. Primerjava vseh kreditov s tržno kapitalizacijo vseh vrednostnih papirjev zopet pokaže naraščanje pomena borze in kapitalskega trga. Kljub temu je to vsekakor splošna ocena, saj se podjetja na kapitalskem trgu financirajo samo s prvo izdajo vrednostnih papirjev kot alternativa bančnim kreditom. Na rast tečajev vrednostnih papirjev ter s tem rast tržne kapitalizacije ima največji vpliv trgovanje, določen del pa so tudi nove prve izdaje vrednostnih papirjev. Zopet je prikazano, da se v času finančne krize rasla sredstva v bankah, medtem ko so se sredstva na borzi zmanjševala.

Finančno okolje naj bi bilo po koncu krize precej drugačno, kot je bilo pred njo. Trenutno sicer velikih sprememb še ni opaziti, ker je relativno hitra rast tečajev pri

<sup>180</sup> Vir: interni podatki Ekonomskega inštituta Pravne fakultete, 2. marec 2010.

vlagateljih in bankah očitno izbrisala vsa opozorila finančne krize. To vsekakor ne pomeni, da so odpravljene posledice krize. Vendar prvi obrisi predlogov sprememb zakonodaje kažejo, da bo nova regulativa skušala bankam preprečiti širitve do velikosti, pri kateri lahko njihov propad resno ogrozi celoten finančni sistem. Zaostri naj bi se tudi pravila glede njihove kapitalske ustreznosti. To pomeni, da bodo podjetja v prihodnje svoj razvoj težje financirala preko bank. Tako bo sposobnost podjetij, da denar zberejo preko trga kapitala, postala pomembna tržna prednost, kar bo pozitivno vplivalo na nadaljnji razvoj slovenskega kapitalskega trga.<sup>181</sup> Kljub temu si lahko zaenkrat občasno financiranje preko trga kapitala privoščijo le največja in najboljša slovenska podjetja. Tudi v prihodnje bodo preostala podjetja financirala svoje poslovanje z bančnimi krediti, nove izdaje vrednostnih papirjev in dokapitalizacije ter s tem zbiranje sredstev za financiranje gospodarstva prepustila bankam.

---

<sup>181</sup> Mastnak S.: Kapitalski trg od poligona do gonila rasti, 9. november 2009, dostopno na [http://www.dnevnik.si/poslovni\\_dnevnik/1042313617](http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042313617), 5. december 2010.

## 7 ZAKLJUČEK

V nalogi je obravnavana vloga bank na kapitalskem trgu v Sloveniji. Najprej je opravljena analiza teorije tako kapitalskega trga kot investicijskega bančništva. Sledi teoretični opis vseh aktivnosti bank, ki jih opravljajo na kapitalskem trgu. Obseg delovanja bank na kapitalskem trgu še vedno povzroča številne polemike v finančnem svetu prav zaradi tveganosti poslovanja in posledično ogroženosti finančnega sistema. V zadnjem delu se naloga osredotoči na razmere v Sloveniji. Obravnavana je zakonodaja in kapitalski trg v Sloveniji, podprt s statističnimi izračuni. Na tej podlagi sledi ocena in poskus napovedi prihodnjega razvoja bank, kapitalskega trga in medsebojna povezanost.

Prevladujoče obstoječe mnenje je, da banke in kapitalski trg tekmujejo za prihranke v gospodarstvu. Skozi nalogo se je oblikoval nekoliko spremenjen vidik, ki zajema tri oblike interakcije bank in kapitalskega trga: tekmovanje, dopolnjevanje in soodvisni razvoj.

Nemogoče je zagotovo napovedati, koliko časa bo svetovna finančna kriza še trajala. Prvi znaki okrevanja se že pojavljajo, vendar je za vsakršno napovedovanje popolnega okrevanja še prezgodaj. Dejstvo je, da bo nekoč kriza minila. Prizadevanja za izboljšanje razmer in odpravo kriznih posledic že nakazujejo omenjene posamezne spremembe finančnega sistema. Te spremembe bodo predvsem večja bančna regulacija in poostrene kapitalske zahteve bank. Večja regulacija in poostren nadzor nad bankami bosta imela vpliv tudi na kapitalski trg in borze. Banke ne bodo več toliko trgovale s finančnimi instrumenti, bilance bank ne bodo sestavljali tvegani finančni instrumenti, zato manjši promet na borzah ne bo presenečenje.

V svetovnem merilu je investicijsko bančništvo doživelo hud udarec. Dejavnost investicijskega bančništva lahko v določeni meri prevzamejo poslovne banke, kar pomeni, da bo model univerzalne banke zopet pridobil veljavo.<sup>182</sup> V kontinentalnem sistemu bodo univerzalne banke ostale glavne finančne institucije. V ZDA pa se pripravljajo spremembe, ki bodo zopet postavile ločnico med komercialnim in

---

<sup>182</sup> Štiblar F.: Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?, 2008, str. 161



investicijskim bančništvom. Država ni več pripravljena jamčiti za bančne depozite ter ni več pripravljena pomagati v finančnih krizah, če banke vstopajo na tvegani kapitalni trg.

Finančni sistem si mora povrniti izgubljeno zaupanje. Le tako bodo zopet pridobili sredstva v depozitih in naložbah. Banke se morajo prvenstveno vrniti k osnovnemu poslu. Njihov cilj ne sme biti več maksimalna, ampak solidna stopnja dobička ob skrbi za notranje in zunanje okolje. Poostri bi bilo potrebno nadzor nad uslužbenci bank, ki bi preprečeval finančne zlorabe.

Udeleženci oziroma ustanove kapitalnega trga bodo potrebovali natančnejšo regulativo in strožji nadzor. Trgovanje s finančnimi instrumenti bi moralo biti dobro in transparentno urejeno, tako da bi vsak udeleženec vedel, kakšno tveganje prevzema. Eden izmed problemov tako tujega kot slovenskega finančnega sistema je tudi nepoučenost vlagateljev. Borzna evforija, neprepoznavanje znakov krize in nasploh nepripravljenost (kar je posledica nepoučenosti) na samo krizo je bila boleča izkušnja za marsikaterega slovenskega vlagatelja.

Slovenski kapitalni trg nikoli ne bo spadal med najbolj razvite na svetu. Primerjava s svetovnimi trgi kapitala ni na mestu, saj majhnost trga in podjetij preprosto ne omogočata ravni likvidnosti, ki je prisotna na razvitejših trgih. Vendar to ne sme postati ovira pri nadaljnjem razvoju slovenskega trga kapitala. S pravnimi spremembami zakonodaje in nekaj več lastne iniciative s strani podjetij in finančnih ustanov se lahko v naslednjih letih približamo razvitejšim trgom Evrope.

Ne gre pa spregledati dejstva, da sta kapitalni trg in Ljubljanska borza v Sloveniji skozi vsa leta od osamosvojitve pridobivala na pomenu. To kaže na določen razvoj ter posledično povečevanje sredstev na kapitalnem trgu.

V Sloveniji bo osrednja vloga na kapitalnem trgu še naprej pripadala univerzalnim bankam oziroma investicijskim oddelkom univerzalnih bank. Borzoposredniške družbe verjetno tudi v prihodnosti ne bodo imele zadostne kapitalne moči za zahtevne in drage posle investicijskega bančništva. Financiranje podjetij bo in mora ostati glavna naloga bank. Rast podjetij je bila v preteklosti skoraj v celoti odvisna od bančnega financiranja, ki je bilo poceni in lahko dostopno. Likvidnostna kriza in

posledično strožje kapitalske zahteve do bank bosta otežili dostop podjetij do bančnih sredstev. Kar pomeni, da bo velik del razvoja podjetij odvisen od kapitalskega trga. Podjetja bodo morala, seveda s pomočjo bank, do novih sredstev za poslovanje in razvoj priti z izdajanjem vrednostnih papirjev. To bo tudi prvi pravi preizkus podjetij ali so sposobna tekmovati za kapital tujih in domačih vlagateljev. Vsekakor se vsa slovenska podjetja ne bodo morala financirati na kapitalskem trgu. Ta možnost bo rezervirana predvsem za naboljša in največja podjetja. Malim in srednjim podjetjem bodo glavni vir financiranja še vedno bačna posojila.

Kriza bi lahko bila priložnost za ustrezno ureditev in večjo uveljavitev temeljne naloge investicijskega bančništva, financiranje podjetij preko trga kapitala. Nekatera slovenska podjetja<sup>183</sup> so se že odločila za to vrsto zbiranja sredstev z izdajanjem podjetniških obveznic in tako relativno uspešno posnemala prakso tujih podjetij. Za izdajo obveznic so se odločila finančno močna in uspešna slovenska podjetja. Zaenkrat so to storila samo podjetja, katerih večinski lastnik je tudi država. Tako se posredno povečuje tudi zadolženost same države. Nekatera tuja podjetja sredstev v času krize niti niso potrebovala, pač pa so to storila, da si zagotovijo denarna sredstva za primer, če bi se kriza v naslednjem letu poglobila in jih pozneje ne bi mogla več zbrati. Poudariti je potrebno, da so stroški takšnega zbiranja kapitala zaradi visokih obrestnih mer višji. Kljub temu bodo še vedno banke tiste, ki bodo redno izdajale tako lastniške kot dolžniške vrednostne papirje, zbirale potrebna sredstva za financiranje ter jih posredovala naprej v obliki bančnih posojil.

Banke so bile do sedaj v Sloveniji tudi orodje za prevzem podjetij oziroma lastninske procese. S nepreudarnim in nezavarovanim financiranjem prevzemov (predvsem menedžerskih) so same poglobile likvidnostno krizo in morajo sedaj prestrukturirati posojila oziroma so s svojimi terjatvami razlog za stečaje ali prisilno poravnavo slovenskih podjetij.

Borzno posredovanje kot aktivnost seveda ne bo zamrla, vendar bo tudi v prihodnje zelo odvisno od likvidnosti na Ljubljanski borzi. Vlagatelji so še vedno previdni pri vlaganju svojih sredstev na tvegan kapitalski trg. Nizek promet na Ljubljanski borzi ne prinaša več velikih dobičkov od posredniških provizij. Število borznoposredniških

---

<sup>183</sup> Sava, Telekom, Zavarovalnica Triglav, Petrol.

družb na slovenskem trgu se bo zato še naprej zmanjševalo. Borzno posredovanje kot osnovna in glavna dejavnost borznoposredniških družb namreč ne bo sposobna financirati poslovanja borznoposredniških družb. Poleg predvidenega združevanja nekaterih borznoposredniških družb<sup>184</sup> bo njihovo število na trgu znižala verjetno tudi kakšna prisilna prekinitev poslovanja. Število bank kot članov Ljubljanske borze je veliko manj nihajoče. Sprememb zaenkrat naj ne bi bilo, kajti vstop nove konkurence na že tako majhen trg ne bi bil preveč smiseln. Večja je verjetnost prevzema kakšne slovenske banke. Razvoj sekundarnega trga kapitala je v večji meri odvisen tudi od Ljubljanske borze. Prodaja Dunajske borze se ni izkazala za preudarno in končno rešitev. Nakupi Dunajske borze v regiji (poleg Ljubljanske, še borza v Pragi in v Budimpešti), so prisilile Dunajsko borzo v dokapitalizacijo za 100 milijonov evrov. To kaže na težave v likvidnosti ter s tem postavlja vprašanje, kako skrben gospodar je lahko Dunajska borza kot lastnik Ljubljanske borze. Nesmotno je pričakovati pretirano skrb za naš kapitalni trg, ko se pojavljajo likvidnostne težave že na matičnem trgu. Likvidnost Ljubljanske borze še naprej ostaja največji problem. Pričakovanja, da bo Dunajska borza povečala prepoznavnost in promet delnic slovenskih podjetij in vrnila tuje investitorje, zaenkrat še niso izpolnjena. Pripravlja se uvedba trgovalne platforme Xetra, ki naj bi izboljšala likvidnost Ljubljanske borze. Precenjenost slovenskih delnic po mnenju analitikov tujih bank še vedno ostaja razlog za nezanimanje tujih institucionalnih vlagateljev v naše delnice. Le njihov prihod na naš borzni trg lahko spodbudi promet Ljubljanske borze.

Podatki kažejo, da v okviru finančnih prihrankov v Sloveniji, podobno kot v svetu, delež naložb v finančne instrumente na borzi v zadnjem desetletju rasel na račun zmanjševanja deleža bančnih depozitov. Finančna kriza je povzročila padec tržne kapitalizacije, ne pa bančnih depozitov, zato se je razmerje nekoliko popravilo. Vendar, podatki za leto 2009 in informacije v začetku leta 2010 kažejo, da naložbe na borzo znova rastejo hitreje kot bančni depoziti. Razmerje se torej zopet spreminja v škodo bančnih depozitov, banke v osnovnem poslu izgubljajo. Ker ni prišlo do nikakršnih sistemskih sprememb, ki bi zmanjšale tveganje na borzi (ali spremenile tveganje bančnih depozitov) je takšna obnovitev usmerjanja na borzo in s tem investicijskega bančništva vprašljiva, saj lahko vodi v ponovno nastajanje borznega balona, novo oziroma nadaljevanje finančne krize in novo reševanje bank.

---

<sup>184</sup> V postopku združevanja so BPD Poteza, BPD Medvešek-Pušnik in BPD Publikum.

Dejavnost investicijskega bančništva v okviru univerzalnega bančništva ima prihodnost v Sloveniji, od izpostavljenih dejavnikov pa je odvisno v kakšnem obsegu. Prav bi bilo, da Slovenija ne bi pretirano podlegla zunanjim vplivom razvitejših držav in se še naprej razvijala v skladu s posebnostmi, lastnimi slovenskemu finančnemu sistemu. Kljub temu pa bo morala upoštevati pravo in smer Evropske unije, katere del je.

## 8 VIRI IN LITERATURA

### 8.1 Viri in literatura

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. Letno poročilo 2008.
2. Allen, Linda: Capital Markets and Institutions: A Global View. John Wiley & Sons. 1997.
3. Aver, Boštjan, Petrič, Matjaž, Zupančič, Blaž: Učinkovitost trga kapitala. V: Mramor, Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana. 2000.
4. Banka Slovenije. Poročilo o finančni stabilnosti. maj 2008.
5. Banka Slovenije. Poročilo o finančni stabilnosti. maj 2009.
6. Banka Slovenije. Stabilnost slovenskega bančnega sistema. december 2009.
7. Bierman, Harold, Smidt, Seymour: Financial Management for Decision Making. Beard Books. Washington. 2003.
8. Borak, Neven (ur.): Bazelska načela preudarnega poslovanja. Zveza ekonomistov Slovenije. Ljubljana. 1998.
9. Canals, Jordi: Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives. Oxford University Press. 1997.
10. Coyle, Brian: Mergers and Acquisitions. The Chartered Institute of Bankers. Fitzroy Dearborn Publishers. 2000.
11. Članek Evropske komisije: Varovanje finančne stabilnosti. 27. maj 2009. Članek dostopen na spletnem naslovu: [http://ec.europa.eu/news/economy/090527\\_sl.htm](http://ec.europa.eu/news/economy/090527_sl.htm)
12. Dugar, Boris-Anže: Dematerializacija vrednostnih papirjev. Bančni vestnik št. 9. 2006. str. 48-50.
13. Fabozzi, Frank, Modigliani, Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice-Hall Inc. Tretja izdaja. New Jersey. 1992.
14. Fleuriot, Michel: Investment Banking Explained: An Insider's Guide to the Industry. The McGraw-Hill Companies. 2008.
15. Freeman, James: Sales and Trading. V: Williamson, John Peter.: The Investment Banking Handbook. John Wiley & Sons. 1988.
16. Gaughan, A. Patrick: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. John Wiley & Sons. Četrta izdaja. New Jersey. 2007.
17. Geddes, Ross: IPO's and Equity Offerings. Elsevier Finance. Oxford. 2003.

18. Gole, Nejc: Kreditni krč spodbudil izdajo obveznic. Delo FT. 15. februar 2010. str. 15.
19. Hughes, Jane, MacDonald, Scott: International Banking: Text and Cases. Pearson Education Asia Limited & Tsinghua University. 2003.
20. Jamnik, Gorazd, Krašovec, Jani, Žnidaršič, Marko: Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. V: Mramor, Dušan. Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana. 2000.
21. Kašutin, Goran: Kako nastaja finančna regulativa v EU. Bančni vestnik št. 11. 2004. str. 2-7.
22. Kavčič, Marija: Regulacija in nadzor bank. Magistrsko delo. Ekonomska fakulteta. Ljubljana. 1999.
23. Kenda, Albina: Kapitalska merila za banke se bodo poostrila. Finance. 18.december 2009. Članek dostopen na spletni strani: <http://www.finance.si/266715/Kapitalska-merila-za-banke-se-bodo-poostrila>.
24. Kevin, S: Security Analysis and Portfolio Management. Prentice-Hall of India Private Limited. New Delhi. 2006.
25. Kleindienst, Robert: ZISDU-1 in vzajemni skladi: bo drugi porod manj boleč?. Finance. 15.september 2003. Članek dostopen na spletni strani: <http://www.finance.si/56561>.
26. Koch, Timothy: Bank Management. The Dryden Press. Četrta izdaja. 2000.
27. Kosi, Žiga: Zakon o trgu finančnih instrumentov – Izziv slovenskega trga kapitala. Pravna praksa št. 31-32. 2007. str. 3.
28. Kuhn, Robert Lawrence: Capital Raising and Financial Structure. The Library of Investment Banking. Dow Jones-Irwin. Homewood. 1990.
29. Lamb, Katrina: The Rise Of The Modern Investment Bank. Članek dostopen na spletni strani: <http://www.investopedia.com/articles/08/investment-banks.asp?viewed=1>.
30. Lipnik, Karel: Konec junija morda obveznice Petrola. Finance. 30. april 2009. Članek dostopen na spletni strani: [http://www.finance.si/245568/Konec\\_junija\\_morda\\_obveznice\\_Petrola](http://www.finance.si/245568/Konec_junija_morda_obveznice_Petrola).
31. Lipnik, Karel: Telekom za obveznice toliko kot za posojila. Finance. 11. december 2009. Članek dostopen na spletnem naslovu: <http://www.finance.si/266011/Telekom-za-obveznice-toliko-kot-za-posojila>.

32. Markovič Čas, Alja: Predlog novega zakona o prevzemih. Bančni vestnik št. 7-8. 2006. str. 56-60.
33. Mastnak, Simon: Kapitalski trg od poligona do gonila rasti. Dnevnik. 9. november 2009. Članek dostopen na spletni strani : [http://www.dnevnik.si/poslovni\\_dnevnik/1042313617](http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042313617).
34. Mastnak, Simon: Po krizi po denar na borzo. Delo FT. 14. december 2009. str. 40.
35. Morrison Alan, Wilhelm William J.: Investment Banking: Institutions, Politics and Law. Oxford University Press. New York. 2007.
36. Mramor, Dušan, Jašovič, Božo: Capital Market Development. Chapter 17. V: Mrak, Mojmir, Rojec, Matija, Silva-Jauregui, Carlos. Slovenija: From Yugoslavia to European Union. The World bank. Washington. 2004.
37. Mramor, Dušan: Uvod v poslovne finance. Univerza v Ljubljani. Ljubljana. 1993.
38. Nidorfer, Matjaž: Posli investicijskega bančništva: Malo novih izdaj vrednostnih papirjev, Finance. 30. junij 2005. Članek dostopen na spletnem naslovu: <http://www.finance.si/124752/Posli-investicijskega-ban%E8ni%B9tva:-Malo-izdaj-novih-vrednostnih-papirjev>.
39. Novak, Bojana, Gazvoda, Maja, Divjak, Marjan: Finančni instrumenti in njihovi trgi. V: Mramor, Dušan.: Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana. 2000.
40. Pahor, Marko: Investicijski skladi. V: Mramor, Dušan. Trg kapitala v Sloveniji. Gospodarski vestnik. Ljubljana. 2000.
41. Podboršek, Urška: Vpliv direktive o trgih finančnih instrumentov na slovenski trg. Bančni vestnik št. 5. 2006. str. 37.
42. Prohaska, Zdenko: Finančni trgi. Ekonomska Fakulteta v Ljubljani. Prva izdaja. Ljubljana. 1999.
43. Ribnikar, Ivan: Monetarna ekonomija I. (denar, finančne institucije in denarna politika). Univerza v Ljubljani. Ljubljana. 1999.
44. Rupnik, Mojca: Novi Zakon o bančništvu (Zban-1). Pravna praksa št. 3. 2007. str.15-16.
45. Saunders, Anthony, Cornett, Marcia: Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. McGraw-Hill Higher Education. Peta izdaja. New York. 2005.

46. Saunders, Anthony: Financial Institutions Management: A Modern Perspective. McGraw-Hill Higher Education. Tretja izdaja. 2000.
47. Spletna stran Agencije za trg vrednostnih papirjev. Spletni naslov: <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=71>.
48. Spletna stran Banke Slovenije. Spletni naslov: <http://www.bsi.si/banka-slovenije.asp?Mapald=124>.
49. Strehovec, Gregor: Na podlagi ZTFI sprejeti podzakonski akti in banke. Pravna praksa št. 24-25. 2008. str. 16-17.
50. Strehovec, Gregor: Nov pravni okvir za poslovanje bank na področju investicijskih storitev. Bančni vestnik št. 7-8. 2008. str. 55-62.
51. Strehovec, Gregor: ZTFI – ali velja tudi za banke. Pravna praksa št. 46. 2007. str. 9-10.
52. Štiblar, Franjo: Svetovna gospodarska kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?. Založba ZRC. Ljubljana. 2008.
53. Tomažič, Janez: Zakaj Triglav lahko proda obveznice, Sava pa ne. Finance. 23. december 2009. Članek dostopen na spletni strani: <http://www.finance.si/267152/Zakaj-Triglav-lahko-proda-obveznice-Sava-pa-ne>.
54. Vavpotič Srakar, Jožica: Vpliv slovenske in tuje regulative na bančno prakso na področju trgovanja. Magistrsko delo. Ekonomska Fakulteta. Ljubljana. 2003.
55. Velkavrh, Peter: Uvodna razmišljanja o investicijskem bančništvu. Bančni vestnik št.1-2.1997. str.39-42.
56. Veselinovič, Draško: Trgi nove Evrope in slovenski finančni trg v evropskem prostoru. Bančni vestnik št. 12. 2007. str. 27-29.
57. Vidmar Rukavina, Nadja: Kaj nam prinaša novi zakon o trgu finančnih instrumentov. Bančni vestnik št. 10. 2007. str. 49-50.
58. Vojinovič, Borut: Investicijsko bančništvo v fazi kontrakcije slovenskega ekonomskega sistema. Ljubljana. 2006.
59. Weiss, Monika: Nov zaplet v NLB: 250-milijonska dokapitalizacija se ne začne danes. Finance. 28. december 2009. Članek dostopen na spletnem naslovu: <http://www.finance.si/267316/Nov-zaplet-v-NLB-250-milijonska-dokapitalizacija-se-ne-za%E8ne-danes>.



## **8.2 Pravni viri – Slovenija**

60. Zakon o bančništvu (Zban-1). Ur. l. RS. Št.131/2006 s spremembami.
61. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI). Ur. l. RS. Št. 67/2007. Popr. 100/2007.
62. Zakon o sprembah in dopolnitvah Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-A). Ur. l. RS. Št. 69/2008.
63. Zakon o prevzemih (Zpre-1). Ur. l. RS. Št. 79/2006 s spremembami.
64. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP). Ur. l. RS. Št. 23/1999 s spremembami.
65. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). Ur. l. RS. Št. 42/2006 s spremembami.
66. Obligacijski zakonik (OZ). Ur. l. RS. Št. 83/2001 s spremembami.
67. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Ur. l. RS. Št. 110/2002 s spremembami.
68. Zakon o finančnih konglomeratih (ZFK). Ur. l. RS. Št. 43/2006.
69. Zakon od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI). Ur. l. RS. Št. 65/2008.
70. Pravila in navodila Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d.. Ur. l. RS. Št. 45/2008.
71. Pravilnik o medsebojnem sodelovanju nadzornih organov. Ur. l. RS. Št. 43/2007.

## **8.3 Pravni viri – EU**

72. Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 14. junij 2006 o začetku opravljanja in samem opravljanju dejavnosti kreditnih institucij. UL. L. št. 177.
73. Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 14. junij 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucijah. UL. L. št. 177.
74. Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 21. april 2004 o trgih finančnih instrumentov. UL. L. št. 145.

75. Direktiva 2004/109/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 15. december 2004 o uskladitvi zahtev za preglednost glede informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranih trgih. UL. L. št. 390.
76. Direktiva 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 19. maj 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev. UL. L. št. 166.
77. Direktiva 2007/36/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 11. julij 2007 o uveljavljanju določenih pravic delničarjev družb, ki kotirajo na borzi. UL. L. št. 184.
78. Direktiva 2004/25/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dnem 21. april 2004 o ponudbah za prevzem. UL. L. št. 142.