

Broj 27

listopad 2010.

U SUSRET NOVOJ FINANCIJSKOJ REGULACIJI:

ŠTO ĆE ONA ZNAČITI ZA BANKE U HRVATSKOJ

Sažetak

Globalna je kriza pokrenula regulacijske reforme na osamnaest područja, među kojima se za hrvatske banke dugoročno dva područja čine posebno važnima. Ispunjenje novih kapitalnih zahtjeva, statički gledano, vjerojatno neće predstavljati problem. Dinamički gledano, sposobnost udovoljavanja novim kapitalnim zahtjevima zavisi o očuvanju razumno visokog očekivanja stope povrata na kapital u odnosu na rizik u hrvatskom bankarstvu. Ako taj uvjet neće biti zadovoljen, moguće je imati stabilan, ali stagnantan bankovni sustav. Naime, brzi bi rast uz prenikak odnos očekivanog povrata prema riziku mogao dovesti do problema s ispunjavanjem novih kapitalnih zahtjeva oko sredine ovoga desetljeća. Taj se scenarij može izbjeći pažljivim usklađivanjem arhitekture financijske stabilnosti s europskim normama, uz pomno vođenje računa o optimalizaciji regulacijskih troškova. Predstoji velika reforma sustava osiguranja štednje uz povećanje osiguranog iznosa, širenje spektra mogućih načina financiranja i uvođenje premija prilagođenih za rizik. Otvoreno je pitanje hoće li buduća europska regulacija zahtijevati razdvajanje isplatne funkcije fonda osiguranja štednje od intervencijske funkcije čiji je cilj umanjiti vjerojatnost osiguranog događaja. U svakom slučaju, EU se sada kreće u smjeru pokretanja fondova za rješavanje problema u bankama, koji bi trebali funkcionirati kao komplementarne institucije uz fondove osiguranja štednje ili u njihovu okviru. Usklađivanje funkcija i načina financiranja ovih fondova u skladu s EU normama prigoda je da se bez žurbe poveća kvaliteta regulacije i institucija, te osigura maksimalna troškovna učinkovitost arhitekture financijske stabilnosti u Hrvatskoj.

Mišljenja i rezultati koji se iznose u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.

Uvod

Pokušaji izgradnje novog sustava financijske regulacije započeli su nakon vrhunca globalne krize potkraj 2008. Kreatori politike i financijski regulatori nastoje prepoznati nedostatke te izvršiti popravke i inovacije sustava regulacije i nadzora, ne bi li se izbjeglo ponavljanje velike financijske krize. Ključnu političku ulogu u pokretanju toga projekta imao je G-20 – novi globalni politički forum dvadeset najvećih gospodarstava svijeta, na kojemu lideri dva puta godišnje odlučuju o ključnim razvojnim smjerovima.

Globalna koordinacija financijske regulacije i supervizije nikada prije nije bila tema važna kao danas. Daljnja integracija EU i pojava sve većega broja međunarodno aktivnih financijskih posrednika, kao i paneuropskih bankovnih grupacija, učinili su mjere poput oporezivanja financijskih transakcija ili likvidacije financijskih posrednika s međunarodnim operacijama nemogućima bez uske koordinacije supervizora iz većega broja zemalja. Europske su institucije na tragu ovog saznanja iskoristile regulatornu reformu za jačanje centralizacije i harmonizacije financijskih propisa i njihove provedbe na razini EU.

U ovom se broju HUB Analiza bavimo dvama ključnim regulatornim temama u razdoblju nakon vrhunca globalne krize. Teme su odabrane na temelju procjene da će u skoroj budućnosti imati utjecaj na poslovanje banaka u Hrvatskoj. Prva je Basel III, odnosno novi kapitalni zahtjevi. Pokazujemo narav predloženih izmjena propisa i izračunavamo prve simulacije njihovih učinaka do 2015. Simulacije pokazuju da će hrvatske banke bez problema udovoljiti novim kapitalnim zahtjevima ako u sljedećih pet godina ostvare stopu dobiti u odnosu na rizik, koja će biti konkurentna u odnosu na bankovne sustave u drugim zemljama.

Druga je tema u vezi s oporezivanjem banaka. Do sada je na različitim međunarodnim forumima predloženo nekoliko metoda, ali niti jedna od njih nije prihvaćena. U traženju konsenzusa prišlo se razjašnjavanju svrhe oporezivanja banaka. Trenutačno jača konsenzus o tome da doprinosi za stabilnost, koji bi se koristili za financiranje fondova za rješavanje problema u posrnulim bankama, predstavljaju najbolji način „oporezivanja“. Međutim, globalnoga dogovora o funkcioniranju takvih fondova i doprinosa još uvijek nema.

EU je napravila korak dalje i pokrenula službene konzultacije o osnivanju i poslovanju fondova za rješavanje problema u bankama. Rasprava se vodi o sljedećim pitanjima: (a) koje financijske instrumente mogu koristiti; (b) s koliko sredstava moraju raspolagati; (c) kako se dijeli teret troška intervencije ako ona uključuje fondove iz većega broja država pri rješavanju problema u velikoj međunarodnoj banci; (d) kakav je odnos tih fondova prema državnim proračunima s jedne, i fondovima osiguranja štednje s druge strane? Zadnje pitanje čini ovu temu posebno važnom za Hrvatsku u svjetlu činjenice da naš fond osiguranja depozita, odnosno Agencija koja njime upravlja, ima neke od prerogativa za koje se očekuje da će biti uređeni budućom europskom regulacijom fondova za rješavanje problema u bankama.

Analiza se dotiče i drugih područja regulatorne reforme. Među njima se posebno ističu: ograničenja pri trgovanju vlastitim sredstvima (Volckerovo pravilo),

Ova analiza prikazuje osamnaest područja globalne regulatorne reforme uz poseban naglasak na prijedloge novih kapitalnih zahtjeva i fondove za rješavanje problema u bankama u EU.

regulacija likvidnosti, promjene međunarodnih računovodstvenih standarda, nova organizacija i prakse nadzora, uvođenje općih principa isplate menadžerskih bonusa, osnivanje institucija za bavljenje sistemskim rizikom te međunarodnu koordinaciju i suradnju regulatora i supervizora, jačanje zaštite potrošača financijskih usluga, regulacija izvedenica, hedge fondova, fondova rizičnog kapitala i short sellinga te nova regulacija sekuritizacije i rejting agencija.

Uz to, kriza je iznudila i promjene u načinu vođenja monetarne i fiskalne politike. One imaju velik utjecaj na ponašanje financijskog sustava. To se ponajprije odnosi na monetarnu politiku kvantitativnog popuštanja (izravne intervencije FED-a i ECB-a na tržištima dugoročnih državnih obveznica) i nova pravila fiskalnog i ekonomskog nadzora radi poštivanja odredbi Pakta o stabilnosti u EU. Riječ je o izvanredno širokom skupu tema koje prelaze okvire jedne analize, pa smo se u ovom broju ograničili na detaljno razmatranje kapitalnih zahtjeva i oporezivanja banaka u sklopu razvitka fondova za stabilnost bankarskih sustava. Uz to su predstavljene i osnovne informacije o svakom od spomenutih područja regulacijske reforme.

U prvom dijelu kratko prikazujemo opći okvir u kojem se donosi nova regulacija. U drugom dijelu detaljno razmatramo nove kapitalne zahtjeve (Basel III). U trećem dijelu razmatramo problematiku oporezivanja banaka u svjetlu funkcioniranja budućih fondova za rješavanje problema u bankama u EU. Četvrti dio sadrži zaključke.

I. U susret novoj financijskoj regulaciji: opći okvir

Nakon što je na proljeće 2009. postalo jasno da opasnost druge velike depresije jenjava, političari i regulatori u cijelom su se svijetu okrenuli od krizne sadašnjosti prema prošlosti i budućnosti. Pogledali su u prošlost ne bi li pronašli krivca za krizu i reformirali globalni financijski sustav. U budućnost su pogledali s plemenitom namjerom sprječavanja ponavljanja slične krize u budućnosti.

Sveobuhvatnost i brzina promjena regulacije otvaraju pitanje kvalitete promjena.

Diktat emotivnog trenutka i zahtjev za velikom brzinom djelovanja uobičajeno dovode do brzopletosti i pogrešaka. Niz je započeo pogrešnom dijagnozom da je financijski sektor glavni krivac za krizu, a završio pokretanjem reforme cjelokupnoga sustava financijske supervizije i regulacije na globalnoj razini. Reforma je osmišljena pod dirigentskom palicom novog najmoćnijega globalnog političkog foruma – G-20, i uključila niz institucija kao što su Baselski odbor za nadzor banaka pri Banci za međunarodna poravnanja (BIS) u Baselu, Međunarodni monetarni fond, Forum za financijsku stabilnost, Institut za financijsku stabilnost, i druge.

U ovoj se analizi nećemo detaljno baviti alternativnom tezom koja uzroke ove krize vidi na posve drukčiji način i upućuje na oprezniji pristup financijskoj reformi. Alternativni način gledanja na problem djelomično smo opisali u prošlom dvobroju HUB Analiza. Čitatelj bi stoga trebao imati na umu tek nekoliko važnih činjenica. Prvo, cijene su nafte do sredine 2008. dosegnule povijesni maksimum. Nagli rast cijena nafte i stope inflacije oduvijek su vodili u recesije, pogotovo ako su bili praćeni rastom kamatnih stopa. FED je od 2004. do 2007. ušao u jedan od povijesno najagresivnijih ciklusa povećanja kamatnih stopa koje su narasle s 1%

početkom 2004. na 5,25% početkom 2007. Bio je to najveći trogodišnji rast kamatne stope u SAD-u nakon 1981. Povijesno gledano, tako jaki kamatni udari uvijek su završavali u dubokim recesijama. Nadalje, globalizacija, a posebno uspon Kine, stvorili su snažne konkurentске pritiske u tradicionalnim industrijskim sektorima pa su uposleni u njima od sredine prošloga desetljeća imali problema s otplatom kredita radi rasta nezaposlenosti i pada nadnica. Naposljetku, državna intervencija u financijskom sektoru, posebno u hipotekarnome stambenom sektoru SAD-a, uputila je financijske institucije na preuzimanje rizika koje bez vladina utjecaja nikada ne bi preuzele (Levine, 2010; Pomerleano i Sheng, 2010).

Reforma je bez sumnje bila nužna jer nacionalna regulacija i nadzor više nisu dovoljni da uredе kompleksne transakcije i probleme koji nastaju u međunarodnom financijskom poslovanju.

Ne želimo reći da financijski sektor nije odigrao važnu ulogu u širenju krize. Neke banke uistinu nisu imale dovoljno kapitala – njihove uprave i dioničari nisu bili dovoljno oprezni. U neke je financijske transakcije bio ugrađen ozbiljan sukob interesa. Zbog toga se ne može zaključiti da regulatorna reforma financijskom sektoru nije bila potrebna. Naprotiv, reforma je bila prijeko potrebna. Međutim, nužnost reforme ne proizlazi iz navodne „krivice“ financijskog sektora za krizu. Reforma regulacije i supervizije financijskog sektora nameće se kao nužnost zbog uznapredovale međunarodne integracije. U globaliziranom svijetu javljaju se novi rizici - transakcije i institucije postižu viši stupanj kompleksnosti, a mehanizmi rješavanja problema dizajnirani na nacionalnim razinama pokazuju se nedovoljnima i neučinkovitima u globalnom okviru.

Tako su započele izvanredno brze regulatorne promjene. Brzina uvijek znači da se plaća danak u vidu niže kvalitete regulacije. Osim pada kvalitete pojedinih propisa, u takvim se uvjetima u pravilu javljaju kumulativni efekti promjena pojedinih propisa čije dosege nitko ne uspijeva sagledati iz uže perspektive parcijalnih nadležnosti pojedinih tijela. To je problem kojem ćemo se stalno vraćati u ovoj analizi.

O kompleksnosti zahvata u sustav regulacije svjedoči sljedeća lista od osamnaest regulatornih područja na kojima se trenutačno provode promjene regulacije:

1. *Novi kapitalni zahtjevi – o njima detaljno raspravljamo u sljedećem poglavlju.*
2. *Ograničenja u trgovanju vlastitim sredstvima – tzv. Volckerovo pravilo*

Neki su stručnjaci i regulatori smatrali da globalna kriza ne bi poprimila dramatične razmjere da u SAD-u 1999. nije ukinut Glass-Steagalov zakon koji je nakon Velike krize 30-tih godina 20. st. uveo zabranu obavljanja poslova investicijskog i komercijalnog bankarstva u istoj financijskoj instituciji. Vođena je velika rasprava o mogućem razdvajanju niskorizičnih poslova poput platnoga prometa i depozitno-kreditnih poslova sa stanovništvom i malim tvrtkama, od visokorizičnih poslova, poput investicijskog bankarstva i trgovanja vlastitim sredstvima. Rasprava je bila koncentrirana u SAD-u, gdje na kraju Dodd-Frankovim zakonom o financijskoj reformi donesenim na ljeto 2010. ipak nije vraćeno razdvajanje komercijalnog i investicijskog bankarstva. Zagovaratelji razdvajanja upozoravali su da institucije s održivim glavnim poslovanjem mogu propasti zbog ulaganja vlastitih sredstava u tzv. toksične vrijednosnice, no očito da nije primijećen dovoljan broj takvih slučajeva među komercijalnim bankama da bi se regulatori odlučili na tako drastičan korak.

Ipak, američki Zakon o financijskoj reformi (v. okvir na kraju poglavlja) spominje tzv. Volckerovo pravilo koje limitira trgovanje sredstvima formiranim iz kapitala i depozita. Upitno je međutim kako će se provesti ove odredbe jer za sada nema jasnog kriterija kako će se neke transakcije na tržištu kapitala zabraniti jer izlažu institucije prevelikim rizicima, dok će se neke druge dopuštati jer predstavljaju transakcije zaštite otvorenih pozicija od rizika. Problem je ograničen na SAD i nije važan za banke u Hrvatskoj.

Nova regulacija predviđa izravno ograničavanje dvaju omjera likvidnosti što hrvatskim bankama naviknutima na takvu praksu neće biti problem.

3. Regulacija omjera likvidnosti

Kritičari prethodne inačice standarda regulacije banaka (Basel II) upozoravali su na to da se standardi bave kreditnim, tržišnim i operativnim rizikom, a zanemaruju rizik likvidnosti. Od Velike krize 30-tih godina 20. stoljeća na tržištima u SAD i EU nije zabilježen ozbiljniji sustavan prekid međubankovnih tokova likvidnosti pa se udomaćilo mišljenje da se veliki zastoj likvidnosti ne može dogoditi. Ova je kriza pokazala da je tako nešto moguće. Međubankovno je tržište novca nekoliko puta bilo doslovce zamrznuto, posebno nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers 15. rujna 2008. Banke, poput britanske Northern Rock čiji slučaj prikazujemo u drugom poglavlju, propadale su zbog rizika likvidnosti u sprezi s loše dizajniranim programima sekuritizacije i pogrešno izračunatim ekonomskim kapitalom. Zbog toga se u regulativu, pored ojačanih načela upravljanja rizikom likvidnosti, uvode i dva ograničenja likvidnosti banaka: omjer pokrića likvidnosti (eng. liquidity coverage ratio – LCR) i omjer pokrića neto stabilnih izvora (eng. net stable funding ratio – NSFR). Regulatori će za pojedine vrste izvora sredstava zahtijevati održavanje propisanih likvidnih sredstava u postotku od očekivanog povlačenja sredstava u uvjetima krize. Jedina dilema o kojoj se u ovom trenutku još razgovara jest hoće li se omjeri likvidnosti primijeniti na sve banke ili samo na sistemski važne međunarodne banke. Uvođenje ove regulacije vjerojatno neće imati velik utjecaj na banke u Hrvatskoj. Mjerama HNB-a koje su na snazi dugi niz godina banke su naviknute na poslovanje u uvjetima dodatnih likvidnosnih ograničenja povrh ionako visokih obveznih pričuva. Regulacijska bi se distorzija u Hrvatskoj primjenom LCR-a i NSFR-a mogla čak i smanjiti, jer to nisu jedinstveno definirani omjeri likvidnosti već podrazumijevaju različite stope pokrića za različite izvore sredstava, zavisno o njihovoj stabilnosti. Novi prijedlog upravo uvodi različite stope pokrića likvidnosti za različite vrste izvora. Primjena LCR-a očekuje se od 2015., a NSFR-a od 2018., a razdoblje nadzora i praćenja počinje odmah nakon što nova regulacija Basel III stupi na snagu (što u EU znači nakon što se prihvate izmjene Direktiva o kapitalnim zahtjevima).

4. Nova računovodstvena pravila

Problem likvidnosti u sprezi s povijesno jakim kriznim udarom otkrio je slabosti računovodstvenih metoda vrednovanja financijske imovine. Potpuno isušivanje likvidnosti na pojedinim tržištima u uvjetima panike dovodi do drastičnog rušenja cijena (u teoriji cijena može pasti gotovo do nule ako nema potražnje). Takav je slučaj potkraj 2008. nastupio na tržištima nekih sekuritiziranih hipotekarnih portfelja. Tada je Međunarodni odbor za standarde financijskog izvješćivanja brzo prihvatio promjene MRS-a 39 i MSFI-a 7 ne bi li financijskim institucijama omogućio izbjegavanje priznavanja trenutnih

gubitaka po osnovi vrijednosnih papira klasificiranih u portfelje raspoložive za prodaju i portfelje vrednovane po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka. Odbor je prihvatio uvjete koji moraju biti zadovoljeni da bi se neka vrijednosnica odnosno portfelj reklasificirala u portfelj koji se drži do dospijeca, gdje se vrednovanje obavlja prema trošku nabave ili amortizacijskoj metodi. Na taj je način otvorena mogućnost da financijski posrednici reklasifikacijama portfelja sačuvaju kapital, izbjegavajući priznati pad tržišne cijene kao realni gubitak u godini krize. Premda je jasno da takav potez na kratki rok umanjuje vidljivost problema i realnost financijskih izvješća, on ima smisla ukoliko se u krizi zaista događa iracionalna panika koja je kratkoga daha. Međutim, opisane su izmjene međunarodnih standarda kontroverzne jer uključuju visok stupanj subjektivne procjene jesu li zadovoljeni uvjeti za reklasifikaciju i je li uistinu na djelu tek privremena panika nakon koje će se tržišne cijene „ispraviti“. Utoliko nove izmjene nisu usklađene s općim računovodstvenim načelima. Zbog toga se u budućnosti očekuje ponovno pisanje dijela standarda vezanih uz vrednovanje (Panayotis, 2009). Ovaj problem na sreću nije od velike važnosti za banke u Hrvatskoj.

Očekuje se sveobuhvatna reforma sustava osiguranja štednje koja će zahtijevati temeljitu rekonstrukciju i našega sustava.

5. Reforma sustava osiguranja depozita

Jedna od prvih, gotovo intuitivnih reakcija na paniku koja započela nakon proglašenja stečaja investicijske banke Lehman Brothers u tjednu 15. rujna 2008., odnosila se na proširenje osnovice i povećanje iznosa osiguranja uloga u bankama. Nekoliko tjedana kasnije i hrvatska je vlada povećala osigurani iznos sa 100,000 kn na 400,000 kn po štednom ulogu u jednoj banci. Kako su vlade država članica EU u prvim tjednima panike reagirale zaobišavši međusobnu koordinaciju, pojavila se opasnost seljenja depozita prema bankama članicama EU koje daju veće pogodnosti u pogledu iznosa ili obuhvata državnoga jamstva. Naime, nakon kolapsa banke Lehman Brothers većina zemalja EU uvela je privremeno jamstvo za sve obveze banaka (prva je to učinila Irska). Zbog toga se najprije pričekalo da u zemljama članicama isteknu razdoblja potpunoga državnog jamstva na sve obveze banaka (uglavnom 1.1.2010.), a potom se kroz konzultativni proces prišlo izradi novih načela osiguranja depozita u EU. Ta su načela ljetos uobličena u sljedećim odredbama koje su sadržane u prijedlogu teksta nove Direktive o shemama osiguranja depozita: (a) iznos će se osigurane štednje u svim državama članicama do kraja 2010. godine povećati na 100,000 EUR uz proširenje obuhvata na depozite svih trgovačkih društava i obustavu prakse *netiranja*; (b) razdoblje isplate nakon nastanka osiguranog slučaja neće smjeti trajati duže od 7 dana, a to znači da će tijelo zaduženo za nadzor banaka o potencijalnim problemima u pojedinim bankama na vrijeme morati obavijestiti tijelo zaduženo za isplatu; (c) agencija zemlje članice isplaćivat će svoje građane ako su imali depozite kod propale banke u nekoj drugoj zemlji članici te će lokalna agencija potom naplatiti potraživanje od nadležne agencije odnosno fonda iz zemlje u kojoj je propala banka bila registrirana; (d) uvodi se najfleksibilniji mogući oblik financiranja fondova osiguranja štednje kroz kombiniranje *ex ante* i *ex post* doprinosa (u odnosu 75:25), uz uvođenje mogućnosti međusobnog kreditiranja agencija odnosno fondova iz različitih zemalja članica, (e) uvode se premije diferencirane prema riziku. Slične se promjene predviđaju i u sustavima kompenzacije investitora, s time da Europska komisija predlaže gornji iznos kompenzacije od 50,000 EUR.

Hrvatska će zbog očekivanih promjena morati mijenjati svoje propise nakon što nova direktiva stupi na snagu.

6. Reforma regulacije izlaska ugroženih financijskih institucija s tržišta što uključuje i reforme tehnika intervencije i dokapitalizacije

Rasprava o ovoj temi još uvijek traje na globalnoj razini i unutar EU. Europska je komisija u svibnju ove godine objavila komunique na tu temu. Riječ je o iznimno važnoj temi koja uključuje i pitanja plaćanja dodatnih doprinosa te pitanja međunarodne koordinacije u razrješavanju problema u pojedinim bankama. Tema će biti od velike važnosti za hrvatske banke nakon ulaska u EU, pa joj posvećujemo cijelo treće poglavlje.

7. Oporezivanje i doprinosi banaka

O porezima na banke raspravlja se i u kontekstu novog poreznog oblika za punjenje općeg proračuna (Mađarska), no u većini se zemalja dodatna davanja uvode u obliku doprinosa za fondove za rješavanje problema u posrnutim bankama. Stoga o ovoj temi detaljno raspravljamo u trećem poglavlju.

8. Regulacija menadžerskih primanja

Rašireno uvjerenje da su banke krive za krizu praćeno isplatama milijunskih bonusa i otpremnina menadžerima pojačalo je senzibilitet javnosti za omjer menadžerskih i prosječnih primanja. Na vrhuncu krize čak je i Velika Britanija uvela jednokratni dodatni porez od 50% na isplate menadžerskih bonusa. No to je bio usamljeni potez vlade Gordona Browna na odlasku koja je time željela zaraditi i poneki politički bod. Regulator je više zanimala veza između menadžerskih nagrada i motiva. Naime, ako je menadžer nagrađen prema godišnjoj realizaciji dobiti - što se može ostvariti velikim preuzimanjem rizika koji će se manifestirati tek u dugom roku, kratkoročna nagrada može potaknuti pretjerano preuzimanje rizika. Propust dioničara da na ispravan način postave motivacijske sheme i tako razriješe probleme nadzora i delegiranja, može se smatrati ozbiljnim tržišnim neuspjehom pa ne čudi da se pojavila regulacijska intervencija u području određivanja menadžerskih nagrada. Paradoksalno je da u SAD-u, gdje je ovaj problem bio najviše izražen¹ i gdje je sudjelovao u nastanku krize, nije pronađeno zakonsko rješenje iako je Odbor za financijsku stabilnost (eng. Financial Stability Board – FSB) usvojio skup načela za oblikovanje menadžerskih nagrada. U EU je prijedlogom nove direktive o kapitalnim zahtjevima predviđeno da Odbor europskih nadzornika banaka (eng. Committee of European Banking Supervisors – CEBS) propiše smjernice za isplatu menadžerskih bonusa u financijskom sektoru. Vjerojatno će i menadžeri u hrvatskom financijskom sektoru, tj. u onom njegovu dijelu koji pripada međunarodnim financijskim grupacijama, morati poštivati te smjernice kada stupe na snagu. Najvažnije stvari koje se uvode u EU jesu princip

Primanja menadžera u financijskim institucijama regulirat će se tako da će manje od 50% nagrade moći biti isplaćeno odmah; preostali će se dio isplatiti u razdoblju od 3 do 5 godina, ovisno o ostvarenome rezultatu u tom razdoblju.

¹ Taj se problem stalno vraća. Trenutačno su u SAD-u u tijeku masovne ovrhe nad nekretninama. Pokazuje se da u mnogim slučajevima nema vjerodostojne dokumentacije za provedbu ovrhe. Brojne agencije odnosno hipotekarni brokeri u vrijeme velike ekspanzije nisu vodili dovoljno računa o prikupljanju i provjeri dokumentacije jer je to značilo trošak, a oni su bili nagrađeni prema volumenu prodaje.

proporcionalnosti, što znači da će shema nagrada morati odgovarati rizičnom profilu institucije (nadzornici će to ocjenjivati) te ovisnost nagrade o dugoročnom rezultatu, što znači da se neće moći odmah isplatiti više od 40% nagrade. Preostali dio nagrade isplatit će se ovisno o rezultatu institucije u razdoblju od 3 do 5 godina nakon isteka razdoblja u kojem je dobit računovodstveno registrirana. Najveći dio tih naknadnih isplata trebao bi biti u vezi s vrijednošću dionica financijske institucije. Kritičari modela ističu da vezanje isplata bonusa uz vrijednost dionice funkcionira dok je cijena po kojoj menadžer može kupiti dionicu manja od tržišne. Kada tržišna cijena padne ispod ugovorene, menadžeri ponovno imaju motiv upustiti se u rizična pa i kockarska ponašanja, ne bi li podigli tržišnu cijenu dionice (Benson, 2010). Važno je naglasiti da regulacija o praksi nagrađivanja menadžera još nije donesena jer je konzultativni proces u tijeku.

U poslovanje izvedenicama uvodi se standardizacija ugovora, klirinški centri (koncentracija rizika) i veća razvidnost na uređenim tržištima.

9. Jačanje zaštite potrošača

Na ovom je području do najveće promjene došlo u SAD-u, gdje su i problemi s transparentnošću hipotekarnih financijskih proizvoda i informiranjem potrošača bili najveći i nedvojbeno odigrali ulogu u stvaranju prvog impulsa krize.² Pri FED-u se formira centralizirana jedinica za zaštitu potrošača u financijskom sektoru. EU od prije ima visoku razinu zaštite potrošača. Ova je činjenica važna za hrvatske banke jer s prihvatanjem EU normi na raznim područjima dolazi do implementacije europskih kriterija zaštite potrošača u Hrvatskoj.

10. Regulacija poslovanja izvedenicama

Jedan od najvažnijih uzroka financijske panike nakon izbijanja problema u najvećem svjetskom osiguravatelju AIG-u i nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers bio je vezan uz poslovanje izvedenicama. Izvedenicama se ne trguje na uređenim tržištima pa nema niti trenutnih i potpunih podataka o izloženostima pojedinih institucija putem izvedenica kao ni o kolateralima u vezi s tom vrstom poslova. Također nema podataka o neto izloženostima, što je posebno važno jer veliki posrednici uključeni u ovu vrstu poslova potpisuju izvedenice s obje strane – i kupuju i prodaju istu vrstu rizika u isto vrijeme. To je poseban problem kada je riječ o takozvanim kreditnim izvedenicama kod kojih osiguravatelj rizika kupcu izvedenice jamči pokriće ako gubitak prijeđe neki unaprijed ugovoreni prag. Pojava informacija o problemima u poslovanju nekog od velikih izdavatelja izvedenica u uvjetima nedostatka informacija može izazvati paniku i zaustavljanje tržišta, jer nitko ne zna kod koga se rizici nalaze i koliki su. Također, bujanje tržišta izvedenica povećava kompleksno međusobno izlaganje financijskih posrednika, što povećava rizik širenja zaraze u uvjetima sistemske krize (Deutsche Bank Research, 2010). Novom se regulacijom izvedenica s obje strane Atlantika pokušava potaknuti nastanak klirinških kuća za derivate i trgovanje putem uređenih tržišta. Na taj se način želi koncentrirati rizik i povećati razvidnost tržišta i cijena. Međutim, pitanje je

² Najpoznatiji takav primjer bile su „teaser rates“; premda su kamatne stope ionako bile niske, krediti su se nudili uz „mamac“ ekstremno niske kamatne stope u početku razdoblja otplate kredita. Prema ugovoru, kamatna se stopa naknadno prilagođavala tržišnim uvjetima.

hoće li razina standardizacije ugovora koja je potrebna da bi se postigao taj cilj onemogućiti zadovoljavanje potreba klijenata.

11. Regulacija sekuritizacije i rejting agencija

U samom početku krize prepoznat je problem koji povezuje slabu zaštitu potrošača, sustave nagrađivanja (točka 8. gore), tehniku sekuritizacije i rejting agencije. Velik je broj novih hipotekarnih kredita u SAD-u nakon 2004. godine odobren uz snažan i netransparentan marketing financijskih posrednika čiji su menadžeri bili motivirani isključivo za brigu o prodaji, ali nisu vodili računa o riziku. Sekuritizacija se obavljala bez jasnog regulatornog okvira, uz premalo razvidnosti i previše oslanjanja na ocjene izdanja rejting agencija. Posrednici koji su odobravali kredite mogli su brzo sekuritizirati (prenijeti) čitave portfelje ili samo njihov rizik na tržište, koje je spremno dočekivalo vrijednosnice, jer su im rejting agencije dodjeljivale visoke ocjene. Same su agencije bile sklone dodjeljivati takve ocjene pretpostavljajući da se na tržištu hipotekarnih rizika strukturno nije ništa promijenilo. Osim toga, bile su u sukobu interesa jer su ih plaćali izdavatelji kojima su, pored ocjene rejtinga, davale savjete. Bio je to dodatni sukob interesa povrh onoga koji je otprije ugrađen u sustav u kojemu rejting agencije plaćaju oni čija izdanja treba ocijeniti. Uz prihvaćenost takvog sukoba interesa izdavatelji su mogli odabrati agenciju koja im najviše odgovara, tj. koja je najpopustljivija prema konkretnom izdanju i/ili izdavatelju. Pored već spomenutih promjena u sustavu nagrađivanja financijskih menadžera, ovom se sklopu problema nastoji doskočiti licenciranjem i pojačanom regulacijom i nadzorom rejting agencija, uvođenjem veće razvidnosti u procese sekuritizacije i zahtjevom da inicijator sekuritizacije zadrži rizičnu izloženost prema tranši koja nosi najveći rizik. Regulatori očekuju da će posrednici biti puno oprezniji pri odobravanju kredita, ako unaprijed znaju da će morati zadržati dio izloženosti riziku portfelja kredita koje su sami odobrili. Ovi problemi manje su važni za europske posrednike gdje je praksa sekuritizacije bila slabije razvijena, pa su zbog toga u SAD-u otišli i korak dalje u pokušaju smanjenja sukoba interesa rejting agencija. Regulatorna agencija SEC će prema Dodd-Frankovu zakonu moći određivati koja će agencija odrediti rejting nekom izdanju. Time se potencijalno smanjuje „shopping“ izdavatelja za najpopustljivijom agencijom, ali se ukida i bitan element konkurencije i birokratizira proces selekcije rejtinga, pa će tek vrijeme pokazati koji će efekt prevagnuti.

12. Regulacija hedge fondova i fondova rizičnog kapitala

Iako je riječ o posrednicima koji po svojoj naravi ne bi trebali biti regulirani (prikupljaju novac samo od velikih institucionalnih investitora), i oni su došli pod udar regulatora u jeku kampanje za snaženjem financijske regulacije. Više od godinu dana traju pregovori među članicama EU o blagim oblicima regulacije kao što su registracija menadžera alternativnih fondova i uvođenje izvještavanja. Predložena je regulacija ipak blaga što za naše tržište nije važno jer ovi posrednici ne igraju važnu ulogu u hrvatskom financijskom sustavu, a fondovi rizičnog kapitala već su regulirani Zakonom o tržištu kapitala.

Regulatorna agencija SEC će prema Dodd-Frankovu zakonu moći ustanoviti koja će agencija odrediti rejting nekom izdanju. Time se potencijalno smanjuje „shopping“ izdavatelja za najpopustljivijom agencijom, ali se ukida i bitan element konkurencije i birokratizira proces selekcije rejtinga, pa će tek vrijeme pokazati koji će efekt prevagnuti.

13. Ograničenja aktivnosti short sellinga

Prodaja posuđenih vrijednosnica radi kasnije kupnje i vraćanja po očekivano nižoj cijeni (short selling) evidentno ima narav spekulacije, no to ne mora biti negativno. Naprotiv, ova se financijska operacija smatra najučinkovitijim načinom eksploatacije i ispuhivanja tržišnih mjehura. To znači da takve transakcije imaju važnu ulogu u promociji učinkovitog funkcioniranja tržišta. Kada ravnotežne tržišne cijene padaju, tada se pojava „short sellinga“ često pogrešno tumači uzrokom pada cijena pa otud pojačana osjetljivost javnosti i regulatora na tu vrstu visokorizične financijske aktivnosti. Osjetljivost je posebno izražena kada je u pitanju tzv. „naked short sell“ – nepokrivena transakcija kod koje dolazi do prodaje prije posudbe (prodaje se vrijednosnica koju se još ne posjeduje). Njemačka je u jednom trenutku krize zabranila ovaj tip transakcija no većina ju zemalja u tome nije slijedila. Ove transakcije nemaju važnu ulogu na hrvatskom financijskom tržištu.

Objavljivanje rezultata stres testova nov je i vrlo važan instrument vođenja politike financijske stabilnosti.

14. Nove prakse nadzora i uvođenje stres testova za banke

Tijekom 2009. postojala je velika neizvjesnost u pogledu zdravlja američkog bankovnog sustava. FED ju je uspješno otklonio objavljivanjem rezultata stres testa za banke nakon što je procijenio da je prvi ciklus dokapitalizacija banaka završen. Isto su u srpnju 2010. učinili i europski regulatori pod koordinacijskom palicom već spomenutog CEBS-a (t.8.). Objavljivanje rezultata stres testova donosi kontroverze iz dvaju razloga. Prvo, svi mogu raspravljati o pretpostavkama stres scenarija te kritikama pretpostavki umanjiti vjerodostojnost rezultata (što se dogodilo u EU sredinom 2010.). Drugo, objavljivanje negativnih rezultata može potaknuti krizu u bankama koje „padnu“ na stres testu. Međutim, najkorisniji su učinci vezani upravo uz te kontroverze. Kao prvo, mogućnost da svatko vidi pretpostavke stres scenarija prisilit će regulatore da ih što pažljivije osmisle, a to će pak osigurati vjerodostojnost rezultata. Drugo, objavljivanje rezultata prisilit će menadžere financijskih institucija da paze na to da prigodom sljedećeg stres testa zadovolje sve regulatorne kriterije kako ime njihove institucije ne bi bilo objavljeno ispod crte koja razdvaja one koji zadovoljavaju, od onih koji ne zadovoljavaju regulacijske kriterije. Rezultati stres testova u Europi nisu doveli do kolapsa institucija „u crvenom“, već su ih potakli na pokretanje postupaka dokapitalizacije. U Hrvatskoj HNB provodi stres testove, ali ne objavljuje detalje nego samo ukupne rezultate, tako da nisu u potpunosti poznati tehnički detalji i pretpostavke, kao niti rezultati za pojedine institucije. Regulator će i industrija u budućnosti morati odlučiti što očekuju od stres testova u Hrvatskoj i koliko oni imaju smisla ako se na razini EU provodi stres test grupacija koje, konsolidirano gledano, čine više od 90% domaćega bankovnog sustava.

15. Nova organizacija supervizije banaka s naglaskom na međunarodnu koordinaciju

Od početaka stvaranja Europske središnje banke traje rasprava o nerazmjeru između zajedničke monetarne politike i nacionalnih supervizija banaka. Koordinacija kroz CEBS smatra se važnim, ali ne i dovoljnim vidom koordinacije u uvjetima kada sve veći broj međunarodnih banaka širi svoje poslovanje na sve veći broj država članica i kada se postavljaju teška pitanja nadzora i likvidacije paneuropskih institucija. Prijelazno je rješenje pronađeno u formiranju kolegija supervizora. Kolegiji će za svaku pojedinu paneuropsku bankarsku grupaciju biti formirani do kraja 2010. godine (za 36 najvećih osnovani su još krajem 2009. godine). Međutim, kolegiji nisu konačno rješenje jer oni su participativna tijela u kojima nitko ne može nametati rješenja. U uvjetima krize upravo se brzina odlučivanja može pokazati ključnom. Europa će morati razviti čvršću institucionalnu integraciju ne bi li se pojačala suradnja, ubrzalo odlučivanje i osigurala primjena istih kriterija na čitavom tržištu EU. Komisija je stoga inicijalno predložila tri europske supervizijske agencije: za banke, tržišta kapitala i mirovinske sheme, predviđevši za njih široke ovlasti.³ Nacionalne su vlade u međuvremenu oslabile tendenciju centralizacije, tako da će ove institucije, barem u početku, uglavnom imati koordinativnu ulogu. Tako je postignut određeni napredak u smjeru formiranja zajedničkih supervizijskih tijela, no pitanje nadležnosti i odlučivanja u uvjetima kada se nacionalni supervizori ne mogu usuglasiti, ostaje otvoreno.

Predložena su tri paneuropska financijska regulatora: za banke, za tržišta vrijednosnica i za mirovinske sheme.

16. Nove institucije i procedure za upravljanje sistemskim rizikom

Sistemski rizik je rizik koji se ne može umanjiti diversifikacijom. Pojednostavljeno rečeno, to je rizik koji pogađa sve. On može poprimiti narav snažnog makroekonomskog udara i/ili se može javiti u slučaju propasti najveće financijske institucije u zemlji. U svakom slučaju, ova je kriza pokazala da dosadašnji nadzor nad sistemskim rizikom kroz tzv. makroprudencijalne analize i mjere središnjih banaka nije bio dovoljan. Briga za sistemski rizik i mjere za njegovo suzbijanje moraju na koordinirani način prožeti sva javna tijela koja se bave financijskim sustavom. Na tragu te ideje, u mnogim su zemljama osnovana tijela za nadzor i djelovanje u slučaju pojave sistemskog rizika. U EU se osniva ESRB (European Systemic Risk Board – Europska uprava za sistemski rizik). Pokretanje ESRB-a dio je pokušaja dodatnoga snaženja centralističkih tendencija u dijelu financijske supervizije (t.15.). ESRB će se sastojati od predstavnika Europske središnje banke, Europske komisije i tri nova regulacijska tijela – European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) i European Securities Markets Authority (ESMA). U mandat ESRB-a stavlja se ono što se uobičajeno naziva „makroprudencijalna regulacija“: razvoj sustava za rano upozoravanje na rast sistemskih rizika i preporuke za njihovo suzbijanje. ESRB neće imati nikakve operativne ovlasti nego će samo davati preporuke. Takozvana „mikroprudencijalna supervizija“ ostaje u domeni triju regulatora koordinatora i nacionalnih regulatora koji nastavljaju poslovati kao središta odlučivanja i akcije.

³ Na ovoj stranici možete pronaći detaljnije informacije o inicijativama u EU:
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm

17. Širenje instrumentarija središnjih banaka

Ova je kriza označila prekretnicu u smislu širenja tradicionalne uloge središnjih banaka u tri segmenta. Kao prvo, u *segmentu upravljanja ponudom novca* kriza je afirmirala izravne otkupe dugoročnih državnih obveznica (poznatije pod nazivom kvantitativno popuštanje (eng. Quantitative Easing – QE). Međutim, važno je uočiti da QE ima posve različita ishodišta u SAD-u i EU. SAD su najprije uvele QE zbog kolapsa tržišta hipotekarnih vrijednosnih papira pa je FED intervenirao kupujući ove vrijednosnice s državnim jamstvom ne bi li spriječio kolaps tržišta; i drugo, QE je uveden zbog obaranja kamatnih stopa tržišta novca gotovo do nule nakon čega se za daljnju monetarnu ekspanziju moralo tražiti inovacije u instrumentariju monetarne politike. S druge strane, u EU je glavni motiv bio intervencija na tržištu instrumenata javnog duga ne bi li se spriječio kolaps tržišta obveznica fiskalno ugroženih država. Tako je ECB intervenirala na tržištu grčkih državnih obveznica i nakon što je Grčka izgubila investicijski kreditni rejting. Drugi segment proširenja tradicionalne uloge središnjih banaka specifičan je za SAD odnosno FED, gdje su *kreditni instrumenti središnje banke otvoreni i za nebankarske institucije* – investicijska društva i osiguravatelje (AIG). Nešto slično se nije dogodilo u Europi gdje je ECB podesio instrumente na način da im je produžavao rokove dospeljeća i širio prihvatljive kolaterale, ali je ostao otvoren samo za banke. Treće, u *segmentu upravljanja stabilnošću financijskog sustava* došlo je do povećanja složenosti ranije makroprudencijalne uloge središnje banke kroz jačanje zahtjeva za koordinacijom s drugim tijelima. Na primjer, prijedlog ESRB-a (t.16.) sadrži i detaljan prijedlog regulacije odnosa između ECB-a i ESRB-a koji propisuje da su predsjednik i dopredsjednik Izvršnog odbora ECB-a ujedno i članovi ESRB-a te da je ECB dužna služiti kao operativna, administrativna i analitička potpora ESRB-u.

Nakon grčke fiskalne krize Europa se ubrzano kreće u smjeru čvršće kontrole i provedbe fiskalnih limita i fiskalne discipline što će se primijeniti i na Hrvatsku nakon ulaska u EU.

18. Nova pravila nadzora fiskalne politike i konkurentnosti zemalja članica EU

Nakon grčkoga fiskalnog kolapsa te nakon što je ECB nastavio prihvaćati grčke obveznice kao kolateral i osnutka EFSF-a (eng. European Financial Stability Facility)⁴ – Fonda s kapacitetom zaduživanja do 440 milijardi EUR uz jamstva država članica Eurozone radi kreditiranja članica u fiskalnim i ekonomskim poteškoćama, postalo je jasno da će se pravila fiskalne politike u EU maksimalno zaoštriti. Europa nije daleko od dogovora o tome kako maksimalno zaoštriti nadzor primjene Pakta o stabilnosti i rastu. Za očekivati je da će Eurostat dobiti prerogative u dijelu metodološkog nadzora fiskalnih statistika te da će se kršenja odredbi o limitima iz Maastrichta, posebno u vezi s fiskalnim deficitom, brzo i efikasno sankcionirati. Povećat će se potreba za usuglašavanjem načela fiskalnih politika zemalja članica, a pod posebnom će lupom biti mlađe članice i zemlje juga Europe, koje nemaju dugogodišnji fiskalni kredibilitet. Ove će mjere izravno pogoditi Hrvatsku netom nakon ulaska u EU.

Već je i letimičan pregled ovih mjera dovoljan za ilustraciju sveobuhvatnosti regulatorne reforme. Njeni su konačni učinci upitni upravo zbog nejasnih

⁴ www.efsf.europa.eu

kumulativnih učinaka zaoštavanja pojedinih regulatornih odredbi. Otvoreno je pitanje hoće li ova regulatorna reforma postići bitan napredak u upravljanju rizicima, a da se pritom ne umani doprinos banaka i financijskog sustava globalnom blagostanju (CGFS, 2010).

Reforma regulacije financijskog sektora previše je birokratizirana i nije usmjerena suštinskim pitanjima kao što su procesi i razmjene informacija.

Kritike predložene regulatorne reforme dolaze i „iznutra“. Češki viceguverner i član Ekonomskog i financijskog odbora EU Mojmir Hampl (2010), u svjetlu činjenice da će u novom sustavu preko 70 institucija biti zaduženo za financijski nadzor u EU, govori o „...klasičnom birokratskom odgovoru: kad imate problem, osnujete instituciju. Kakva pogreška. Ako samo dodajemo nove institucije u aranžmane koji otprije imaju bizantinski karakter, propustit ćemo pozabaviti se s učinkovitošću, fleksibilnošću i lakoćom prijenosa informacija kroz Europski sustav nadzora.“ O mogućnosti da su upravo pogreške u sustavu intervencije i nadzora dovele do prethodne krize pišu Pomerleano i Sheng (2010) te Levine (2010). Kada je riječ o SAD-u, brojni stručnjaci kritiziraju Dodd-Frankov Zakon o financijskoj reformi koji je američki Kongres usvojio ljetos. Zakonskom tekstu od oko 1,000 stranica⁵ nedostaju provedbeni detalji, što je Thorstena Becka (2010) navelo na zaključak da taj ogromni legislativni napor na kraju neće utjecati ni na ponašanje regulatora, ni na ponašanje banaka. Detalji o novoj regulaciji u SAD-u prikazani su u dodatnom okviru.

Dvojba između veće stabilnosti s jedne i upitnog daljnjeg razvoja sustava s druge strane, najbolje se vidi u dijelu novih kapitalnih zahtjeva i uspostave novih fondova za rješavanje problema u bankama. Ova smo područja posebno obradili u nastavku, zbog njihove složenosti, ali i zbog važnosti za poslovanje banaka u Hrvatskoj u godinama koje dolaze.

Financijska reforma u SAD-u: Dodd-Frankov Zakon o financijskoj reformi

Ovdje je sadržan kratak osvrt, a ne sveobuhvatan prikaz iznimno iscrpna Dodd-Frankova Zakona o financijskoj reformi:

1. Zaštita potrošača financijskih usluga

Formira se posebno tijelo pri FED-u zaduženo za zaštitu potrošača financijskih usluga. Kritičari napominju da će FED uvijek biti jače fokusiran na svoje glavne funkcije (monetarna politika, nadzor) te će zaštita potrošača u FED-u uvijek biti posao u drugom planu.

2. Objedinjavanje nadzora banaka

Većina je komercijalnih banaka do sada mogla birati između dvaju nadzornih tijela. Objedinjavanje Office of the Comptroller of the Currency i Office of Thrift Supervision ojačat će superviziju i spriječiti „shopping“ banaka za agencijom koja je popustljivija u nadzoru.

3. Osnivanje Vijeća za financijski nadzor

Na tragu jačanja nadzora sistemskih rizika, slično osnivanju ESRB-a u EU, SAD osnivaju Vijeće za financijski nadzor (eng. Financial Oversight Council) čiji će FED biti član.

4. SEC dodjeljuje rejting agenciju

Izdavatelji vrijednosnih papira više neće moći birati agenciju u potrazi za najboljim rejtingom, nego će regulator SEC određivati nadležnu agenciju. Kritičari se boje da će to dodatno smanjiti kvalitetu rejtinga kroz smanjenje konkurencije među agencijama.

5. Ograničenja aktivnosti – Volckerovo pravilo

Iako Zakon predviđa ograničenja mogućnosti banaka da ulažu vlastita sredstva u instrumente tržišta kapitala, nejasno je kako će ovo pravilo, poznato i kao „Volckerovo pravilo“ po bivšem guverneru FED-a iz 80ih Paulu Volckeru, biti primjenjeno.

6. Likvidacija

Zakon predviđa širenje FDIC-evih ovlasti za likvidaciju banaka „preko vikenda“ na druge financijske posrednike, no u Zakonu nisu precizno razrađeni instrumenti kako se to namjerava postići.

⁵ Slavni Glass-Steagallov zakon koji je oblikovao financijski sustav SAD-a kroz 65 godina imao je samo 53 stranice.

II. Novi kapitalni zahtjevi: preliminarna procjena učinka na hrvatske banke

Sukus novih kapitalnih zahtjeva je u zaošttravaju radi povećanja kapitala banaka po tri osnove: (a) sužava se definicija kapitala, (b) širi se skup rizika za koje je potrebno izdvajati kapital, i (c) povećava se i broj i visina kapitalnih omjera koje financijski posrednik mora zadovoljiti.

Sužavanje definicije kapitala

U okviru Basel II banke su mogle držati samo 2% temeljnog kapitala⁶ u odnosu na ukupnu rizičnu izloženost, a da pritom nisu morale provesti umanjene kapitala za goodwill, odgođenu poreznu imovinu i još neke stavke. Stoga su mnoge banke imale solidan regulatorni omjer osnovnog kapitala (Tier 1), ali je pri tome udjel temeljnog kapitala u osnovnom kapitalu bio vrlo malen. Cilj novih odredbi je osigurati da dionički kapital i zadržana dobit predstavljaju najveći dio osnovnog kapitala. Subordinirani instrumenti ne mogu se uključiti u osnovni kapital osim uz uvjet da nemaju rok dospeljeća, zajamčeni prinos i mogućnost iskupa. Ukida se treća razina kapitala (Tier 3), koja se prema Basel II mogla koristiti za pokriće tržišnih rizika. Dodatni kapital (Tier 2) može uključivati samo čiste subordinirane instrumente s rokom dospeljeća od najmanje 5 godina, pri čemu se u obračunu kapitala amortiziraju po linearnoj metodi (priznavanje se umanjuje po stopi od 20% izvornoga iznosa godišnje). Od osnovnog se kapitala oduzima dionička premija, goodwill i odgođena porezna imovina.⁷ U mjeri u kojoj su odbitne stavke nove u odnosu na Basel II, odbitak se neće primijeniti trenutačno nego postupno, počevši od odbitka po stopi od 20% 2014., do punog odbitka po stopi od 100% od 2018. nadalje (detalji u tablici 1. dalje u tekstu).

Širenje skupa rizika za koje treba izdvojiti kapital

Trenutačno reagirajući na krizu, Odbor supervizora je još sredinom 2009. proširio definiciju rizika uvevši rizike resekuritizacije i rizike linija za likvidnosnu potporu sekuritizacijskim subjektima posebne namjene (eng. special purpose vehicles – SPV) te proširivši definiciju rizika u knjizi trgovanja. Naknadno je proširena i definicija rizika druge ugovorne strane, uzimajući u obzir pojačane korelacije cijena imovina i utjecaj likvidnosti na promjenu cijena vrijednosnih papira u uvjetima krize.

Broj i visina omjera kapitalne adekvatnosti

Kompleksna struktura i postupna dinamika uvođenja novog kapitalnog zahtjeva prikazana je u Tablici 1. Minimalni omjer temeljnog kapitala povećava se na 3,5% 2013., 4% 2014. i 4,5% od 2015. nadalje. **Zaštitni sloj kapitala (eng. capital conservation buffer)** uvodi se postupno, od 0,625% 2016. do 2,5% 2019., uz primjedbu da nacionalni regulatori mogu i prije pristupiti uvođenju zaštitnoga sloja ako na temelju lokalne procjene rizika dođu do zaključka da je tako nešto potrebno. U svakom slučaju, zaštitni sloj mora biti jednake kvalitete kao i osnovni kapital. Zaštitni sloj naime služi očuvanju temeljnog kapitala u vremenima financijskih

Povećava se kvaliteta i udjel osnovnog kapitala, povećavaju se i odbitne stavke, dodaje se novi zaštitni sloj kapitala, ali je provedba pooštrenog kapitalnog zahtjeva razvučena do 2019.

⁶ Temeljni kapital se ovdje koristi kao prijevod pojma „Common Equity“.

⁷ Ovo je kratki prikaz koji ne obuhvaća sve detalje definicije kapitala. Za potpunu definiciju preporučamo konzultirati izvorni dokument – referenca u literaturi.

kriza. Ideja je da se pred banku postave ograničenja za isplatu dividendi i menadžerskih bonusa kada dođe do nagrizanja zaštitnog sloja kapitala, čime se želi izbjeći iskustvo iz prošle krize. U njoj su dividende i bonusi isplaćivani u uvjetima kada se kapital banaka opasno smanjivao.

Uloga zaštitnoga sloja kapitala u povećanju omjera kapitalne adekvatnosti veoma je važna jer se ukupni kapitalni zahtjev ne mijenja - ostaje na dosadašnjih 8%, ali uz prikazanu promjenu strukture u kojoj sada raste važnost Tier 1. Međutim, kada se i zaštitni sloj kapitala uzme u obzir, kapitalni zahtjev raste na 10,5% do kraja ovoga desetljeća. Banke, naravno, neće morati uvijek ispunjavati zahtjev od 10,5% - bit će dovoljno i dalje ispunjavati samo 8%, ako se u isto vrijeme ispunjava i 4,5% omjera temeljnog kapitala. Međutim, u takvim će uvjetima nastupiti ograničenja na isplate dividendi i bonusa sve dok se zaštitni sloj kapitala ponovno ne popuni.

Tablica 1.: Dinamika prilagodbe novim kapitalnim zahtjevima

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Minimalni omjer temeljnog kapitala	3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Zaštitni sloj kapitala				0,625%	1,25%	1,875%	2,5%
Minimalni omjer temeljnog kapitala s uključenim zaštitnim slojem	3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Minimalni omjer osnovnog kapitala	4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Minimalni omjer osnovnog kapitala s uključenim zaštitnim slojem	4,5%	5,5%	6,0%	6,625%	7,25%	7,875%	8,5%
Minimalni omjer jamstvenog kapitala	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Minimalni omjer jamstvenog kapitala s uključenim zaštitnim slojem	8,0%	8,0%	8,0%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Protuciklički sloj kapitala	0-2,5%						
Memo: % primjene novih odbitnih stavki		20%	40%	60%	80%	100%	100%

Izvor: Basel Committee on Banking Supervision

Novi kapitalni zahtjevi predviđaju i uvođenje **protucikličkoga sloja kapitala** (eng. counter-cyclical capital buffer) po stopi između 0% i 2,5%, tako da se ukupni minimalni kapitalni zahtjev teoretski može popeti i do 13% (= minimalni omjer jamstvenog kapitala s uključenim zaštitnim slojem uvećano za protuciklički sloj po maksimalnoj stopi od 2,5%). Određivanje visine minimalne stope adekvatnosti kapitala i trenutka uvođenja protucikličkoga sloja kapitala prepušteni su nacionalnim regulatorima. Posebno je zanimljivo da je pri uvođenju protucikličkoga zaštitnog sloja predviđena aktivacija načela nacionalne diskrecije odlučivanja, ali zajedničke primjene. To znači da će HNB imati potpunu diskreciju u pogledu odluke o trenutku uvođenja i visini stope ovog dodatnog kapitalnog zahtjeva, ali jednom kada bude donesen, on se neće odnositi samo na poslovanje banaka u Hrvatskoj, nego na sve rizične izloženosti banaka prema hrvatskim

Povrh zaštitnoga sloja regulatori mogu propisati i protuciklički zaštitni sloj dodatnog kapitala od 0% do 2,5%.

rezidentima na konsolidiranoj razini. Prijedlog nove regulacije predviđa da se i ovaj kapital sastoji od instrumenata iste kvalitete kao i osnovni kapital (Tier 1).

Omjer financijske poluge

Pored opisanih promjena u sustavu izračuna adekvatnosti kapitala, novi prijedlozi uvode i dodatne odredbe o maksimalnoj financijskoj poluzi odnosno minimalnom omjeru osnovnog kapitala i ukupne aktive od 3%.⁸ Banke će morati objaviti omjer financijske poluge počevši od 2015., a puna se primjena očekuje od 2018., do kada bi se trebala provesti globalna računovodstvena harmonizacija do razine koja će jamčiti usporedivost jednostavnih kapitalnih omjera. Banke u Hrvatskoj vjerojatno neće imati nikakvih problema s udovoljavanjem ovih odredbi jer oduvijek održavaju bitno veće kapitalne omjere od minimalno propisanih. Na primjer, omjer osnovnog kapitala i ukupne aktive korigirane za 10% izvanbilančne aktive na dan 30.06.2010. iznosio je 13,3% ili više od četiri puta iznad predviđenoga omjera.

Banke koje će biti najviše pogođene: reinterpretacija slučaja Northern Rock

Nove kapitalne zahtjeve, odnosno potrebu za brzom revizijom regulacije Basel II netom nakon početka njene implementacije 2007., moguće je razumjeti ako razumijemo ekscesne slučajeve koji ilustriraju probleme staroga sustava. Najbolja je ilustracija toga britanska hipotekarna banka Northern Rock koja je propala na samom početku krize, u rujnu 2007.

Hrvatske banke i njihove banke matice neće biti među najviše pogođenima novom regulativom.

Ta banka nije bila izravno izložena riziku američkog hipotekarnog tržišta. Stambene je kredite plasirala isključivo u Velikoj Britaniji. Međutim, zbog puno veće potražnje za hipotekarnim kreditima od sposobnosti prikupljanja depozita, banka je kontinuirano sekuritizirala kreditne portfelje. Činila je to koristeći niske kamatne stope tržišta novca na kojemu je plasirala kratkoročne vrijednosnice osigurane hipotekama – tzv. ABCP (eng. asset backed commercial papers). Bila je to tzv. strategija „kockanja duž krivulje prinosa“. Krivulja je prinosa bila snažno nagnuta prema gore, uz niske kamatne stope tržišta novca i visoke dugoročne kamatne stope uz koje su se vezale kamate na hipotekarne kredite. Kada su kamatne stope tržišta novca skočile, Northern Rock se poslovni model trenutačno urušio. Banka nije imala dovoljno kapitala da izdrži gubitke u vremenu koje je bilo potrebno da promijeni poslovni model.

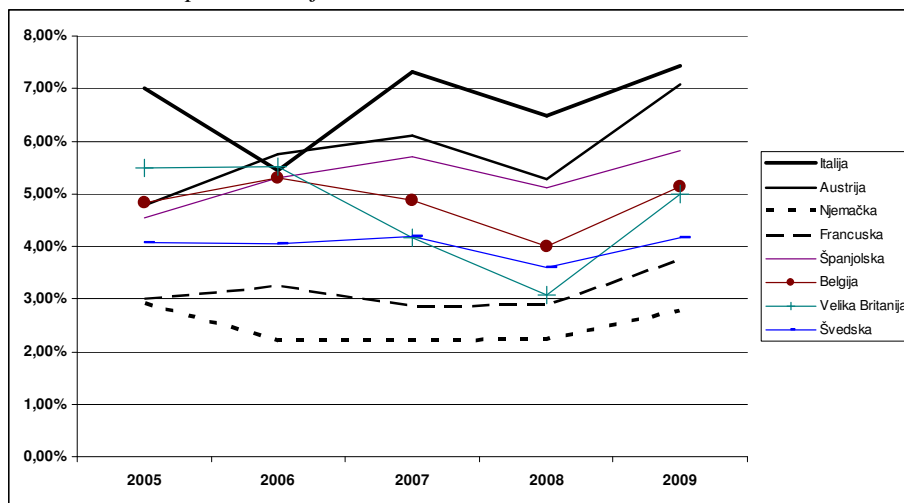
Razlog zbog kojega je banka imala premalo kapitala bila je primjena Basel II. Northern Rock je početkom 2007. od britanskog regulatora dobio dozvolu za primjenu naprednog pristupa izračuna kapitala prema Baselu II, u kojem se koriste interni statistički modeli. Primjenom ove metode banka je izračunala da joj je na ukupnoj bilanci od 113,4 milijarde funti dovoljno imati 2,2 milijarde funti kapitala. Računovodstveni omjer kapitala i aktive iznosio je samo 1,9%. Razlog leži u činjenici da je ukupna rizična izloženost Northern Rocka prema Basel I iznosila 34 milijarda funti, dok je prema naprednom pristupu Basel II izračun pokazao smanjenje na samo 19 milijarda funti - niti 20% ukupne vrijednosti bilance (Dewatripont, Rochet i Tirole, 2010).

⁸ Predviđeno je da se izvanbilančna aktiva konvertira u bilančnu primjenom jedinstvenog konverzijskog faktora od 10% i uz principe preračunavanja neto izloženosti derivatima kao u Baselu II.

Slučaj banke Northern Rock ilustrira što se može dogoditi ako se posve zanemari rizik likvidnosti odnosno rizik ročne transformacije i krivulje prinosa, zatim, ako se pretpostavi da će se sekuritizacija moći vječno obavljati putem tržišta novca prema jednom te istom obrascu bez ikakvih rizika, te ako se vrijednost kolaterala (u ovom slučaju nekretnine) procijene na temelju podataka iz razdoblja kreditnog buma. U tom slučaju, financijska poluga i ranjivost banke mogu narasti do prevelikih razmjera koji se poslije više ne mogu kontrolirati. Basel II očito nije na odgovarajući način prepoznao ovaj problem.⁹

Računovodstveni omjer kapitala i aktive od oko 2% nije bio neuobičajen u vrijeme prije krize. Slika 1. prikazuje računovodstvene omjere kapitala i aktive za odabrane europske zemlje, pri čemu je podatak za pojedinu zemlju konstruiran tako da su zbrojeni podaci za dvije najveće banke. Slika pokazuje vrlo niske omjere kapitala u razdoblju prije krize 2005.-2007., osim kod najvećih banaka u Austriji, Italiji i Španjolskoj. To je jednim dijelom povezano s njihovim izloženostima prema Srednjoj i Istočnoj Europi u slučaju najvećih talijanskih i austrijskih banaka, odnosno Južnoj Americi u slučaju španjolskih banaka. Visina omjera kod najvećih austrijskih i talijanskih banaka (koje su vlasnici četiri najveće banke u Hrvatskoj) jednim dijelom objašnjava stabilnost banaka kćeri tijekom krize u Hrvatskoj.

Slika 1. Računovodstveni omjer kapitala i aktive najvećih banaka 2005. – 2009. u odabranim europskim zemljama



Izvor: izračuni Arhivanalitike na temelju podataka iz baze FT.com, za Belgiju samo KBC

Neprijeporno je da relativno nizak kapital banaka povećava njihovu ranjivost, produžuje recesiju i otežava izlazak iz krize. Kod nisko kapitaliziranih banaka veća je vjerojatnost da neće izdržati neki od šokova krize, pa će u najgorem trenutku morati prikupljati kapital. To će pak odgoditi početak kreditnoga ciklusa. Također je neprijeporno da je uvođenje nove regulacije Basel II neposredno prije krize kod najvećih banaka podržalo iluziju o mogućnosti održavanja povijesno niskih kapitalnih omjera. Stoga je bilo posve logično da su regulatori naumili zamijeniti regulaciju Basel II novom regulacijom Basel III.

⁹ Prisjetite se dijela o riziku likvidnosti iz prvog poglavlja.

Dileme oko učinaka: Baselski odbor protiv Europske bankovne federacije i IIF-a

Danas se međutim otvara pitanje nije li se pretjeralo sa strogošću prijedloga novog kapitalnog zahtjeva? Na to pitanje nije moguće dati definitivni odgovor.

Stajalište Baselskog odbora i većine regulatora sažeto je u dokumentu Odbora za financijsku stabilnost „*Ocjena makroekonomskih učinaka prijelaza na strože kapitalne i likvidnosne zahtjeve*“. Dokument priznaje da bi kratkoročni učinak na potrošnju, investicije i gospodarski rast mogao biti negativan: prikupljanje kapitala i zadržavanje zarada radi dogradnje kapitalne baze može dovesti do sporijeg rasta kredita nego što bi inače rasli, a to će neizbježno imati negativan učinak na rast. Međutim, u Odboru smatraju da će kratkoročni negativni efekti biti poništeni stabilnijim poslovanjem manje rizičnog bankovnog sustava u dugom roku. Odbor smatra da će najveći dio šoka biti apsorbiran zbog dugog razdoblja prilagodbe, tako da bi jedan postotni bod povećanja omjera adekvatnosti osnovnog kapitala mogao proizvesti za oko 0,2 postotna boda nižu razinu BDP-a (što je isto kao usporavanje rasta za 0,04 postotna boda u prosjeku godišnje) nakon pet godina primjene. To je zanemariv gubitak koji se kreće u okvirima uobičajene pogreške prognostičkih modela. Kamatne bi stope mogle biti za oko 15 baznih bodova veće nego bez povećanja kapitalnih zahtjeva, a ukupno kreditiranje manje za oko 1,4% (kumulativno). Odbor zaključuje da je to cijena koju vrijedi platiti na ime zaloga dugoročne stabilnosti.

Velike su razlike u pogledu procjena kratkoročnih učinaka dodatnih kapitalnih zahtjeva u razvijenim zemljama. Dok regulatori procjenjuju ukupni kratkoročni negativni efekt do 1% BDP-a, industrija ga procjenjuje na oko 5% BDP-a.

Europska bankovna federacija (eng. European Banking Federation – EBF) i Institut za međunarodne financije (eng. Institute for International Finance – IIF) imaju bitno drukčije procjene koje se kreću oko 5% razine BDP-a kumulativno, što je ekvivalentno efektu za oko 0,9% sporijega prosječnog godišnjeg rasta, odnosno oko 0,3% u prosjeku godišnje u razdoblju od cijelog desetljeća (učinak se odnosi na G-3 – SAD, EU i Japan). Najjači se efekt očekuje u EU gdje bi kamatne stope mogle biti veće za oko 1 postotni bod (nešto više od jednog postotka do 2015. i nešto manje u drugoj polovici desetljeća) u odnosu na scenarij bez povećanja kapitalnog zahtjeva. U studiji se ističe da za sada nitko ne može pouzdano procijeniti učinke jer nije bilo moguće prikupiti odgovarajuće podatke o izvanbilančnim i odbitnim stavkama na način predviđen novom regulacijom.

Za razliku od pristupa Odbora, koji se oslanja na makroekonomske modele, pristup EBF-a i IIF-a kombinira i mikroekonomske modele tako što povezuje račun dobiti i gubitka banaka s maržama i kamatnim stopama, zbog čega dobiva puno snažniji učinak na kamatne stope nego u modelu Odbora (razlika učinka na BDP proizlazi iz sedam do osam puta snažnijeg učinka na kamatne stope u modelu EBF-a i IIF-a).

Učinci u Hrvatskoj: prve procjene

Utjecaj novih kapitalnih zahtjeva prelit će se na hrvatsko gospodarstvo kroz dva kanala: (1) preko ukupnog poslovanja banaka matica i (2) preko primjene novih kapitalnih zahtjeva u lokalnim propisima.

Za sada nije moguće spekulirati o tome kako će banke matice najvećih hrvatskih banaka reagirati na nove kapitalne zahtjeve na konsolidiranoj razini, jer to zavisi o velikom broju varijabli čije vrijednosti u ovom trenutku nisu poznate. Jedino

možemo sa sigurnošću predviđati da će alokacija kapitala unutar bankovnih grupa postati još teže pitanje nego do sada. Kapital će u godinama koje su pred nama biti vrlo rijedak i selit će se iz banke u banku odnosno iz zemlje u zemlju puno brže nego do sada, zavisno o očekivanom povratu na ekonomski kapital angažiran na pojedinim tržištima.

Kao što je pokazano u prošlom broju HUB Analiza, očekivani je povrat na kapital u Hrvatskoj relativno nizak – niži od povrata na dugoročnu kunsku državnu obveznicu i niži od očekivanog povrata na kapital u mnogim sličnim zemljama. To je potencijalna opasnost: hrvatske bi banke mogle naići na ograničenja u pristupu kapitalu zbog međunarodno nekonkurentnog očekivanog povrata. Međutim, situacija još nije alarmantna zbog dobre početne pozicije koju pokazujemo u nastavku i zbog toga što se povrat na kapital još uvijek stigne ispraviti u postkriznom razdoblju. Naime, sada se povrat nalazi pod snažnim utjecajem rezerviranja za gubitke koji će se ciklički ispraviti, vrlo vjerojatno već od 2011. Također, povrat na kapital uvijek treba gledati u odnosu na rizik, tako da Hrvatska zbog relativno niskog rejtinga još uvijek ima veliki manevarski prostor neizravnog utjecaja na izračune i odluke o alokaciji kapitala kroz smanjenje rizika odnosno poboljšanje rejtinga (v. okvir).

Statički gledano, hrvatske će banke podnijeti nove kapitalne zahtjeve bez problema. Dinamički gledano, učinak će zavisiti o njihovoj sposobnosti za profitabilno poslovanje u budućnosti.

ODNOS OČEKIVANOG POVRATA I RIZIKA U KALKULACIJI MEĐUNARODNE GRUPACIJE – POJEDNOSTAVLJENI MODEL

Pojednostavljena bilanca banke u Hrvatskoj izgleda ovako:

$$Ccro = Kcro + Dcro + Deu \quad (1)$$

gdje su Ccro krediti plasirani u Hrvatskoj, Kcro je kapital banke, Dcro su depoziti pribavljeni na domaćem tržištu a Deu je inozemna pasiva. Pojednostavljena bilanca banke matice izgleda ovako:

$$CeU + Kcro + Deu = (Keu + Kcero) + D \quad (2)$$

gdje su Ceu krediti plasirani u EU, Kcro je kapital kod hrvatske banke, Deu su depoziti plasirani kod hrvatske banke, (Keu + Kcero) je kapital banke matice u kojemu jedan dio predstavlja ekonomski kapital koji banka mora držati zbog regulatornog zahtjeva u odnosu na izloženost prema Hrvatskoj, a D su ostali izvori banke matice. Konsolidacijom dobivamo:

$$CeU + Ccro = (Keu + Kcero) + Dcro + D \quad (3)$$

Pretpostavit ćemo da je rizikom ponderirana aktiva zbog veće rizičnosti izlaganja prema Hrvatskoj dana sljedećom formulom:

$$RWA = 0,5 * CeU + 1 * Ccro \quad (4)$$

tako da se ukupni kapitalni zahtjev C

$$((Keu + Kcero) / RWA) \geq C \quad (5)$$

može razlučiti na europsku i hrvatsku komponentu, tako da vrijedi:

$$(Keu / 0,5 * CeU) \geq C \text{ i } (Kcero / Ccro) \geq C \quad (6)$$

Slijedom iste logike možemo konstruirati dva podračuna dobiti i gubitka i dva povrata na ekonomski kapital na konsolidiranoj razini. Za Hrvatsku komponentu:

$i * Ccro - d * Dcro$, gdje je i aktivna kamatna stopa u Hrvatskoj, a d pasivna, a za EU komponentu:

$k * CeU - n * Deu$, gdje je k aktivna kamatna stopa u EU, a n pasivna.

Radi jednostavnosti zanemarimo operativne i ostale troškove, tako da je povrat na kapital:

$(i * Ccro - d * Dcro) / Kcero$ za hrvatski dio i $(k * CeU - n * Deu) / Keu$ za europski dio. Uvrštenjem izraza

(6) u prethodni izraz može se pokazati da uz održavanje minimalno potrebnog kapitala vrijede sljedeći povрати na konsolidirani kapital:

$$(i * Ccro - d * Dcro) / (C * Ccro) \text{ i } (k * CeU - n * Deu) / (0,5 * C * CeU) \quad (7)$$

Zaključci na temelju ovog jednostavnog modela su:

1. Povrat na ekonomski kapital angažiran u Hrvatskoj na konsolidiranoj bi se razini mogao udvostručiti ako bi se rejting povećao, tj. ponder rizika smanjio sa 100% na 50%. Smanjenje rizika potaklo bi konkurenciju i smanjenje kamatnih marži zbog rasta povrata na kapital korigiranog za rizik na konsolidiranoj razini.
2. Lokalno angažirani kapital Kcro poništava se konsolidacijom. Stoga varijacije ROE na lokalno angažirani kapital utječu na varijacije ROE na konsolidirani ekonomski kapital ako su te varijacije posljedica promjena u računu dobiti i gubitka.
3. Uz pretpostavku jednakog ponderiranja izloženosti prema lokalnim i europskim propisima, lokalno izračunati ROEcro preračunava se u ROE na konsolidiranoj razini ROEkons pomoću omjera angažiranih kapitala: $ROEkons / ROEcro = Kcro / Kcero$
4. Promjene ROEcro su dobra aproksimacija promjena parametra ROE na konsolidiranoj razini (temeljem kojeg se donose odluke o alokaciji kapitala) u mjeri u kojoj se promjene događaju zbog promjena profitabilnosti, a ne zbog promjene odnosa $Kcro > Kcero$.

Što se tiče primjene novih kapitalnih zahtjeva u lokalnim propisima, oni ne bi trebali donijeti većih problema bankama. Omjer osnovnog kapitala i ukupne rizikom ponderirane aktive nalazio se na 18,2% 30.06.2010. Ako računamo najrestriktivniji mogući omjer (restriktivniji od regulatorne definicije) – dionički kapital uvećan za zadržanu zaradu, omjer se nalazio na 13,5%, tj. daleko iznad regulatornih minimuma propisanih za daleku 2019. godinu.

Uz pretpostavku zadržavanja početnog omjera - i ako bi ukupna rizikom ponderirana aktiva tijekom sljedećih pet godina rasla po prosječnoj godišnjoj stopi od 10%, omjer osnovnoga kapitala i ukupne rizične izloženosti smanjio bi se na 11,3%. To je više nego dovoljno za zadovoljenje očekivanih regulatornih omjera 2015. Ako bi se u tom razdoblju ostvario prosječan povrat na kapital od 10%, i ako bi se 50% te zarade zadržalo, omjer bi iznosio još i većih 14,5%. U slučaju vrlo visoke prosječne godišnje stope rasta rizikom ponderirane aktive od 15%, omjer bi sa 14,5% pao na još uvijek visokih 13,3%. Prema tome, banke u ovom trenutku ispunjavaju kapitalne zahtjeve koji jamče poštivanje odredbi Basela III.

Pravo pitanje stoga glasi koliko je ova povoljna početna situacija s visokom kapitalizacijom održiva. Odgovor na to pitanje zavisi o očekivanom povratu odnosno profitabilnosti banaka u Hrvatskoj u usporedbi s drugim zemljama. Ako pretpostavimo da će banke isplatiti zaradu zadržanu do 2010. (isplata u iznosu od oko 9 milijardi kuna) i dugoročno ostvarivati prosječni ROE od nekoliko postotaka, što neće biti dovoljno da vlasnike motivira na zadržavanje većih iznosa kapitala u Hrvatskoj, rezultati će biti sljedeći: uz prosječnu godišnju stopu rasta rizikom ponderirane aktive od 10%, omjer osnovnoga kapitala i ukupne rizikom ponderirane aktive smanjio bi se na 9,3% - i dalje puno više od očekivanog minimalnog regulatornog omjera za Tier 1 od 6% 2015. odnosno 8,5% 2019. (s uključenim zaštitnim slojem kapitala). Uz bržu prosječnu stopu rasta rizikom ponderirane aktive od 15% na godinu, omjer bi se smanjio na 7,5%, što bi bilo još uvijek dovoljno za zadovoljenje regulatornih omjera 2015., uz pretpostavku da HNB ne aktivira protuciklički zaštitni sloj u iznosu većem od 1,5%.

Prema tome, problemi s primjenom novih kapitalnih zahtjeva do 2015. mogli bi se pojaviti samo u malo vjerojatnom scenariju u kojem bismo imali relativno brzi rast rizične izloženosti u uvjetima niskog ROE koji bi destimulirao svako zadržavanje zarada, i u kojemu bi HNB aktivirala protuciklički zaštitni sloj u iznosu većem od 1,5%. Stoga rezultat pokazuje da u Hrvatskoj postoji dovoljno širok manevarski prostor u kojemu se tijekom sljedećih pet godina može stvoriti dovoljno poticajno regulacijsko okružje koje će omogućiti rast rizičnih izloženosti koje je potrebno za potporu gospodarskome rastu.

Prethodna razmatranja ignoriraju problem zaštitnoga sloja kapitala (eng. capital conservation buffer) jer polaze od toga da će, slijedom prijedloga Odbora, hrvatski regulator primijeniti zaštitni sloj postupno od 2016. Međutim, mala je vjerojatnost da će Hrvatska do 2015. prihvatiti euro pa je realno za očekivati da će hrvatski regulatori željeti zadržati što veće zaštitne slojeve kapitala radi osiguranja od valutnog rizika i njegova prelijevanja na kreditni rizik. Iako prijedlog Baselskoga odbora predviđa postupno uvođenje zaštitnoga sloja kapitala od 0,625% 2016. do 2,5% 2019., ne može se isključiti ranije uključivanje ovog sloja kapitala u što većem iznosu, a prijedlog Odbora ostavlja nacionalnu diskreciju, tj. mogućnost ranijega uvođenja ovih odredbi u nacionalne propise. Zbog toga je u donjem

Nizak očekivani povrat otvara opasnost odljeva kapitala i nastupanja problema s ispunjavanjem odredbi nove regulacije, no takav scenarij ni u slučaju nepovoljnog razvoja događaja nije realan prije 2015.

prikazu pokazan i rezultat uz pretpostavku da će zaštitni sloj u punom iznosu biti uveden već 2015. U tom slučaju i drugi scenarij uz nizak ROE postaje problematičan (označeno žutom bojom). Međutim, kako će banke svakako poštovati regulatorne omjere, to samo znači da će rast izloženosti prema riziku biti manji od predviđenog simulacijom (manje od 10% u „žutom“ i manje od 15% u „crvenom“ scenariju).

Prema tome, za nesmetanu primjenu nove regulacije kapitala iznimno je važno stvoriti uvjete u kojima će banke ostvariti razumno visoku dobit, pri čemu se razumno visoka dobit precizno definira kao povrat uz koji međunarodne bankovne grupacije nisu potaknute povlačiti kapital iz Hrvatske.

Slijedom modela prikazana u gornjem okviru treba imati na umu da je ključni parametar za odlučivanje o alokaciji kapitala povrat na ekonomski kapital na konsolidiranoj osnovi. Provedba politika koje će dovesti do pada rizika odnosno rasta rejtinga Hrvatske, najučinkovitiji su instrument koji će pomoći ne samo zadovoljenju regulatornih omjera, nego i zadržavanju interesa za priljev kapitala u hrvatski bankarski sustav i kroz njega.

Za nesmetanu primjenu nove regulative od ključne je važnosti stvoriti uvjete u kojima će banke ostvarivati razuman povrat koji definiramo kao dobit uz koju međunarodne bankovne grupacije nemaju motiva povlačiti kapital iz Hrvatske. Smanjenje rizika odnosno povećanje rejtinga u tome ima važnu ulogu.

Tablica 2.: Rezultati simulacija*

Obilježja scenarija (početni omjer 30.06.2010. = 18,8%)				Omjer Tier 1 izračunat u scenariju za 2015.	Minimalni omjer Tier 1 2015.	
Prosječni god. rast aktive do 2015.	Prosječni god. ROE do 2015.	Isplata zarade zadržane do 2010.	Isplata zarade od 2011. do 2015.		Bez PCZ**	Sa PCZ 2,5% (+ZS***)
10%	efekt se ne uključuje	efekt se ne uključuje	efekt se ne uključuje	11,3%	6,0%	8,5% (11%)
10%	10%	ne	50%	14,5%	6,0%	8,5% (11%)
15%	10%	ne	50%	13,3%	6,0%	8,5% (11%)
10%	nizak	da	100%	9,3%	6,0%	8,5% (11%)
15%	nizak	da	100%	7,5%	6,0%	8,5% (11%)

* Riječ je o indikativnim rezultatima koji ne uključuju precizne simulacije izračuna novog obračuna kapitala prema izmijenjenim prijedlozima. Simulacije uz pretpostavku nepromijenjene definicije osnovnog kapitala.

** PCZ – protuciklički zaštitni sloj kapitala (eng. counter-cyclical capital buffer) uz pretpostavku primjene po maksimalnoj stopi od 2,5%.

*** ZS – zaštitni sloj kapitala (eng. capital conservation buffer) uz pretpostavku primjene po maksimalnoj stopi od 2,5%.

III. Fondovi za rješavanje problema u bankama i oporezivanje banaka

Na sreću, ali ponajprije zahvaljujući dobrim bankama i dobrom regulatoru, Hrvatska nije imala slučaj poput zemalja Beneluxa koje su morale zajednički rješavati problem u banci Fortis, ili poput Islanda, čije su nabujale banke osim štednje Islandana potrošile i štednju britanskih i nizozemskih štediša. Ti su slučajevi razotkrili ozbiljne nedostatke u europskom sustavu za upravljanje krizama u bankama. Pokazali su da takav sustav ne postoji, te da je svaka kriza prepuštena

stihiji odnosno diskreciji lokalnih vlasti i dogovoru vlasti država na čijem teritoriju posluje međunarodna banka u problemima.

Osim u EU, problem se pojavio i u SAD-u, i na globalnoj razini. SAD su Dodd-Frankovim Zakonom predvidjele da će se likvidacija svih financijskih posrednika obavljati prema „vikend-modelu“, koji FDIC već godinama uspješno prakticira u slučaju banaka (banka se zatvori u petak i ponovno otvori u ponedjeljak pod novim imenom). Neke od članica G-20 zamjeraju Amerikancima što su požurili riješiti taj problem zakonom prije globalnoga dogovora, iako nije bilo objektivno za očekivati da će se o tom pitanju moći postići detaljan globalni dogovor. Zemlje su jednostavno previše različite i zbog toga će i EU morati ovaj problem uglavnom rješavati sama.

Okvir za europsko rješenje postavljen je modelom fondova za rješavanje problema u bankama. Riječ je o modelu koji je tek dobio prve konture i o kojemu se u EU tek provode konzultacije (prvi prijedlozi propisa očekuju se tek početkom 2011.). Službeni dokument Europske komisije iz 2010. ne sadrži puno detalja i zadržava se na razini principa funkcioniranja takvih fondova.

Principi su sljedeći:

1. Novac poreznih obveznika neće se više koristiti za rješavanje problema u bankama.
2. Ex ante (preventivni) fondovi za rješavanje problema u bankama moraju se financirati iz doprinosa banaka.
3. Fondovi moraju djelovati tako da problemi u bankama ne dovedu do efekta zaraze i da se propale banke razriješe na uredan način i u vremenskim rokovima koji neće zahtijevati rasprodaju imovine po niskim cijenama.
4. Fondovi ne smiju povećati moralni hazard – dioničarima i vjerovnicima banaka mora biti jasno da fondovi nisu osiguranje od stečaja banke.
5. Fondovi za rješavanje problema u bankama moraju se uklopiti u ukupnu arhitekturu financijske stabilnosti.
6. Fondovi moraju poslovati u jasnome pravnom okviru koji će im omogućiti korištenje specifičnih instrumenata kao što su konverzije duga u kapital, nametanje postotaka otpisa (eng. „haircuts“) potraživanja vlasnicima subordiniranog duga i neosiguranim kreditorima i sl.
7. Fondovi moraju imati na raspolaganju cijeli spektar rješenja, kao što su formiranje prijelazne (privremene) banke, financiranje potpunog ili djelomičnog prijenosa aktive/pasive na drugu instituciju te dijeljenje banke.
8. Mora postojati koordinacija na razini EU u vidu mreže nacionalnih fondova za rješavanje problema u bankama koji posluju prema istim načelima.
9. Fondovima moraju upravljati neovisna izvršna tijela.
10. Fondovi bi trebali biti odvojeni od fondova za osiguranje depozita iako treba izbjeći dupliciranje funkcija tamo gdje fondovi za osiguranje depozita imaju ovlasti za intervencije u bankama nalik FDIC-u.
11. Europska će komisija tek predložiti načela suradnje i podjele troškova u slučaju kada rješenje problema u nekoj paneuropskoj banci podrazumijeva angažman sredstava iz fondova većega broja članica.

EU razvija koncept fondova za rješavanje problema u bankama koji bi se financirali doprinosima banaka i čija je krajnja funkcija spriječiti da se troškovi sanacije ili likvidacije banaka prevladaju na porezne obveznike.

Već spomenuti CEBS (2010.b) u komentarima ovog dokumenta dodaje sljedeće važne točke:

1. Pri osmišljavanju djelovanja ovih fondova potrebno je povesti računa o specifičnim ugovornim odredbama između vjerovnika i banaka koje mogu suziti manevarski prostor za rješavanje problema – npr. odredbe o trenutnom dospijeću potraživanja ako banka postane predmetom nekog korektivnog naloga regulatora.
2. Iskustvo nameće činjenicu da je unaprijed potrebno regulirati najosjetljivije pitanje – suspenziju glasačkih prava dioničara. Iako je riječ o zalaženju u ustavna prava, mnoge razvijene tržišne demokracije predviđaju tu mogućnost radi zaštite interesa šire skupine poreznih obveznika i društva u cjelini. Bez regulacije ovog pitanja najčešće nije moguće provoditi brze operacije razrješenja banke.
3. Nepotrebno je inzistirati na odvajanju poslova ovih fondova od poslova osiguranja štednje ako tijela koja upravljaju osiguranjem štednje već imaju prerogative u dijelu intervencija u posrnutim bankama. Inače će doći do nepotrebnog dupliciranja funkcija i problema sa zakrčenjem protoka informacija i nejasnim odgovornostima.

Formiranje fondova započelo je u Švedskoj, Njemačkoj i Velikoj Britaniji, dok se mađarski koncept oporeživanja banaka ne podudara s europskim konceptom zbog čega je doživio nepodijeljene međunarodne kritike.

Formiranje ovakvih fondova već je započelo u Velikoj Britaniji, Švedskoj i Njemačkoj. Kako je riječ o velikim i moćnim članicama EU, za pretpostaviti je da će ovaj koncept zaživjeti na razini EU.

Švedska je prva osnovala „Fond za stabilnost banaka“ u koji banke uplaćuju sredstva po godišnjoj stopi od 0,036% ukupne pasive umanjene za kapital i kvazikapital. Cilj je u roku od 15 godina stvoriti fond čija će vrijednost iznositi 2,5% BDP-a, što je na tragu MMF-ove preporuke da bi ovakvi fondovi trebali postići veličinu između 2% i 4% BDP-a u tom razdoblju.

Njemačka i Velika Britanija krenule su gotovo identičnim putem, uz stope doprinosa između 0,04% i 0,07% na istu osnovicu.¹⁰

Iako tek treba razraditi provedbene detalje koji nisu nimalo jednostavni, opisani fondovi za stabilnost ili rješavanje problema u posrnutim bankama nisu prijeporni. Oni su na tragu rješenja koja su se i prije ove krize razvijala u sklopu arhitekture financijske stabilnosti u mnogim zemljama. Princip formiranja mehanizama i fondova odvojenih od proračuna, koji u slučaju krize izoliraju državne proračune od troškova očuvanja financijske stabilnosti zdrav je princip, ako se stope poreza odnosno doprinosa podese tako da one same ne naruše financijsku stabilnost.

Razumijevanje povratne sprege između financiranja financijske stabilnosti i financijske stabilnosti same, danas još nije u potpunosti razvijeno. Taj odnos je vrlo kompleksan, jer stvaranje financijskih kapaciteta za rješavanje problema u posrnutim bankama u početku može povećati financijsku stabilnost, no ako se

¹⁰ Ovaj porez treba razlikovati od poreza na financijske transakcije koji je razmatran u okviru G-20. Porez na financijske transakcije je porez koji bi se također po nekoj niskoj stopi obračunavao na sve transakcije dužničkim i vlasničkim vrijednosnim papirima na tržištu kapitala. Problem s ovim porezom je u tome što može biti učinkovit samo ako ga primjenjuje cijeli svijet. Inače će se promet preseliti u države koje nemaju takav porez.

pretjera s opterećenjima, nakon nekog vremena sama opterećenja počinju smanjivati financijsku stabilnost. Ovaj ćemo princip ilustrirati razmatranjem dvaju poreznih prijedloga. Prvi je mađarski porez na banke koji je prema medijskim informacijama razmatrala i naša vlada. Drugi je porez na banke koji razmatra Opća uprava Europske komisije za oporezivanje.

Mađarski porez na banke uveden je po stopi od 0,5% na ukupnu aktivu u bankama čija aktiva prelazi oko 1,2 milijarde kuna. Prvi je problem što taj porez ne služi za jačanje financijske stabilnosti, nego za punjenje općeg proračuna. Zbog toga je doživio nepodijeljene kritike Europske Unije i MMF-a (koji se zalaže za „oporezivanje“ banaka, ali sa svrhom doprinosa fondovima za stabilnost). Drugi je problem što taj porez eliminira dobit banaka i stimulira odljev kapitala iz zemlje, a to znači da izravno djeluje prorecesijski. Naime, mađarske su banke u 2009. godini ostvarile povrat na kapital ROE od 13% i povrat na aktivu ROA od 1%, pri čemu je trend bio padajući. Ako pretpostavimo da bi prosječni ROE bez primjene poreza 2010.-2012. bio 10%, a ROA 0,8%, onda je lako izračunati da porez na aktivu po stopi od 0,5% dovodi do pada prosječnog ROA na 0,3% i ROE na 3,75%, što je daleko niže od prinosa na mađarsku državnu obveznicu te predstavlja jedan od najnižih ROE u regiji. Takvi brojevi odnosi stimuliraju odljev kapitala i onemogućavaju banke u pokretanju novoga kreditnog ciklusa. Teško da i jedan javni cilj koji se financira bankarskim porezom može proizvesti društvenu korist koja je veća od štete koja može nastati zbog paralize kreditne aktivnosti.

S druge strane, prijedlog Opće uprave Europske komisije za oporezivanje (EC, 2010.b) zauzima se za oporezivanje dodane vrijednosti u bankama kroz dodatno oporezivanje dobiti i troška rada ostvarenih u bankama po stopi od 5%. Godišnja dobit i trošak rada u bankama u Hrvatskoj čine oko 7,2 milijardi kuna ili oko 2% ukupne aktive banaka. Stoga ovaj vid oporezivanja predstavlja ekvivalent poreza na aktivu po stopi od 0,1% ($= 5\% \times 2\%$), odnosno ekvivalent dodatnog poreza na dobit po stopi od oko 10% (uz uvjet da je dobit približno jednaka troškovima rada). Da je ovaj porezni model primijenjen u slučaju Mađarske, očekivani povrat na kapital ne bi pao s 10% na 3,75%, nego na 8,75%, što bi zasigurno imalo puno manje distorzivne i političke posljedice. Međutim, problem je što prijedlog Opće uprave za oporezivanje (za razliku od prijedloga Opće uprave za unutarnje tržište koja promiče ideju fondova za stabilnost) ide za uplatama poreza u proračun Europske komisije, što je također naišlo na nepodijeljene kritike.

U svakom slučaju, oba primjera pokazuju kako oporezivanje banaka ruši ROE, a ROE je ključni parametar koji određuje sposobnost banaka da privlače kapital, osiguravaju stabilnost i pokreću kreditni ciklus. Također, oba primjera pokazuju kako takvi porezni oblici ne doprinose financijskoj stabilnosti nego ju narušavaju stvaranjem jačeg poreznog opterećenja bankarskih u usporedbi s drugim gospodarskim aktivnostima.

Veoma je važno imati na umu da su ova pitanja za Hrvatsku još i važnija nego za Mađarsku. Hrvatske su banke zbog višeg početnog omjera kapitala i aktive i nižeg početnog ROE još osjetljivije nego mađarske. Da je u hrvatskoj primijenjen mađarski porez na aktivu, ROE bi s očekivanih i već vrlo niskih 6% pao na ispod 3%.

Ključno je pitanje vođenja financijske politike: kako udovoljiti budućim europskim odredbama o novim kapitalnim zahtjevima i fondovima za rješavanje problema u bankama, pritom dograditi institucionalnu efikasnost arhitekture financijske stabilnosti, i u isto vrijeme zadržati regulacijski trošak razumno niskim kako bi očekivani ROE ostao dovoljno atraktivan?

Prema tome, razmatranja o fondu za stabilnost banaka i modelu njegova financiranja nije moguće odvojiti od razmatranja primjene novih kapitalnih zahtjeva iz prethodnog poglavlja. Ta pak razmatranja nije moguće odvojiti od pitanja profitabilnosti banaka. Zbog toga smo razmatranja novih kapitalnih zahtjeva zaključili porukom da će bankovni sustav moći podržati gospodarski rast u uvjetima primjene novih kapitalnih standarda samo ako će banke ostvarivati razumno visoku dobit, pri čemu se razumno visoka dobit precizno definira kao povrat uz koji međunarodne bankovne grupacije nisu potaknute povlačiti zadržane zarade i imaju motiva zadržavati barem polovicu budućih zarada u svojim hrvatskim operacijama.

Ključno pitanje stoga glasi: kako udovoljiti budućim europskim odredbama o novim kapitalnim zahtjevima i fondovima za rješavanje problema u bankama, pritom dograditi institucionalnu efikasnost arhitekture financijske stabilnosti, i u isto vrijeme zadržati regulacijski trošak razumno niskim kako bi očekivani ROE ostao međunarodno konkurentan?

Ova analiza ne daje konačan odgovor na to pitanje, ali poziva na dijalog i pažljive stručne kvantitativne procjene učinaka raznih mogućih rješenja. Rješenje vjerojatno treba tražiti na tragu dogradnje već postojećih institucija i njihovih mandata uz poštivanje načela minimalizacije troška regulacije.

Izmjenama i dopunama Zakona o osiguranju depozita (NN 119/2008), tj. člankom 16.a tih izmjena, predviđeno je da Agencija može poduzeti mjere za sprječavanje nastupa osiguranog slučaja, odnosno mjere za povećanje likvidnosti i solventnosti kreditne institucije, kao što su ulaganje u dopunski kapital, upisivanje i uplata novih dionica, otkup imovine te izdavanje jamstava. Ta su rješenja na tragu načela funkcioniranja europskih fondova za rješavanje problema u bankama. Međutim, kako je otvorena mogućnost da buduća europska regulacija strogo odvoji isplatu funkciju osiguranja štednje od preventivne funkcije koja omogućava intervencije radi izbjegavanja stečaja banke, očito je da će biti potrebne velike dorade naših institucionalnih rješenja ne bi li se funkcioniranje ovoga fonda usuglasilo s načelima EU.

Veoma je važno da se kroz konceptijsko promišljanje o daljnjem institucionalnom jačanju Agencije, odnosno Fonda osiguranja depozita, na jednom mjestu koncentriraju i kalkulacije troškova regulacije kako bi pisci novih propisa „internalizirali“ problem ukupnoga troška i njegova učinka na očekivanu dobit i stabilnost sustava. Kao što je poznato, banke već plaćaju trošak premije osiguranja štednje po godišnjoj stopi od 0,4% koja se obračunava na iznos osiguranih depozita.¹¹ Prema tome, svaki eventualni dodatni namet treba analizirati kroz perspektivu postojeće veličine fonda osiguranja štednje i njegove uporabe, te kroz prizmu već postojećeg troškovnog opterećenja.

Prema podacima iz Statističkih mjesečnjaka Ministarstva financija, banke su od 2002. do 2009. u fond osiguranja štednje uplatile oko 4,3 milijarde kuna. Uz pretpostavku kapitalizacije po prosječnoj godišnjoj stopi od 5% iznos je do kraja 2009. mogao narasti na oko 5,1 milijarde, što predstavlja 3,6% ukupnih depozita

Otvoreno je pitanje hoće li nova europska regulacija odvojiti isplatu funkciju osiguranja štednje od intervencijske funkcije radi provedbe mjera umanjenja rizika nastanka osiguranog slučaja. No, bez obzira na to, regulacijske troškove obiju funkcija treba promatrati zajedno.

¹¹ Obračun po kvartalnoj stopi 0,08% (od 2010.) na temelju stanja osiguranih depozita u prethodnom tromjesečju.

stanovništva kod hrvatskih banaka. Podatci za preciznije izračune, nažalost, nisu javno raspoloživi, no već i ovi okvirni podatci pokazuju da su u fondu osiguranja štednje akumulirana značajna sredstva.¹²

S obzirom na trenutnu stabilnost bankovnog sustava, nije potrebno žuriti s rješenjima. Međutim, prije nego je potrebno pratiti razvitak regulacije u EU i pronalaziti optimalna rješenja u dijalogu između regulatora i industrije kako bi se udovoljilo uvjetu održanja očekivane dobiti koja će potaknuti zadržavanje postojećega i priljev novog kapitala. Na taj će se način dati najbolji prinos jačanju ukupne arhitekture financijske stabilnosti u Hrvatskoj.

IV. Zaključna razmatranja

Globalna je kriza pokrenula regulacijske reforme na osamnaest područja, među kojima se dva čine iznimno važnima za hrvatske banke u dugom roku.

Novi kapitalni zahtjevi, statički gledano, vjerojatno neće predstavljati problem za hrvatske banke. To se može zahvaliti visokoj početnoj kapitalizaciji. Međutim, dinamički gledano, sposobnost udovoljavanja novim kapitalnim zahtjevima u dugom roku zavisi o očuvanju razumno visokog očekivanja povrata na kapital u hrvatskom bankarstvu. Ako taj uvjet ne bude zadovoljen, moguće je imati stabilan, ali stagnantan bankovni sustav, jer će se u tom slučaju kapitalni zahtjevi ispunjavati kroz manje preuzimanje rizika u bankama u Hrvatskoj.

Takav se scenarij može izbjeći smanjenjem rizika odnosno provedbom politika usmjerenih povećanju rejtinga zemlje, i pažljivim usklađivanjem arhitekture financijske stabilnosti s europskim normama, uz pomno vođenje računa o optimalizaciji regulacijskih troškova. Predstoji velika reforma sustava osiguranja štednje uz povećanje osiguranog iznosa, širenje spektra mogućih načina financiranja i uvođenje premija prilagođenih za rizik. Otvoreno je pitanje hoće li buduća europska regulacija zahtijevati razdvajanje isplatne funkcije fonda osiguranja štednje od intervencijske funkcije radi umanjenja vjerojatnosti nastupa osiguranog događaja. U svakom slučaju, EU se sada kreće u smjeru pokretanja fondova za rješavanje problema u bankama koji bi trebali funkcionirati kao komplementarne institucije uza sustave osiguranja štednje, i djelovati s ciljem da se problemi u bankama ne prelijevaju na državne proračune odnosno porezne obveznike. Usklađivanje funkcija i načina financiranja ovih fondova u skladu s EU normama prigoda je da se bez žurbe, uz puno dijaloga i stručnih inputa, poveća kvaliteta i osigura maksimalna učinkovitost arhitekture financijske stabilnosti u Hrvatskoj.

¹² Podatke treba uzimati s velikom rezervom. Financijska izvješća na stranicama www.mfin.hr pod rubrikom javne ustanove nisu razvidna. Nejasna je struktura prihoda po pojedinim vrstama. Ne postoji razvidna stavka uplaćene premije ili barem naziv stavki to ne otkriva. Za različite godine učitava se isto izvješće za 2004. tako da za neke godine (2003., 2005.-2007.) izvješća uopće nisu raspoloživa. Stoga smo bili prisiljeni koristiti podatke o prihodima iz Mjesečnih statističkih prikaza, tablica 13. Taj je izvor podataka redovit ali još manje precizan jer sadrži samo jednu stavku prihoda. Za pretpostaviti je da je najveći dio prihoda premija osiguranja štednje, no nije moguće znati koliki je to dio. U izračunu je pretpostavljeno da je sve prihod od premija što dovodi do procjenjivanja proporcionalno udjelu drugih prihoda.

Literatura

Basel Committee on Banking Supervision (2009): „Strengthening Resilience of the Banking Sector: Consultative Document.“ Basel: BIS.

Basel Committee on Banking Supervision (2010): „Countercyclical capital buffer proposal.“ Basel: BIS.

Beck, T. (2010): „The US Financial Reform Bill: Hit or Flop?“ www.voxeu.org

Beck, T. i T. Losse-Mueller (2010): „Financial Sector Taxation: Balancing Fairness, Efficiency and Stability.“ www.voxeu.org

Benson, D. (2010): „The EU's proposed rules on pay are misguided.“ www.ft.com 10.10.2010.

CEBS (2010.a): „Consultation Paper on Guidelines on Remuneration Policies and Practices.“ <http://www.c-ebs.org/documents/Publications/Consultation-papers/2010/CP42/CP42.aspx>

CEBS (2010.b): „CEBS's Advice on the EU Framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector.“ http://www.c-ebs.org/documents/Publications/Advice/2010/Advice_crisismanagement.aspx

Cecchetti, S. G. (2010): „Financial reform: a progress report.“ Remarks prepared for the Westminster Economic Forum, National Institute of Economic and Social Research, London, 4 October 2010. www.bis.org

Committee on the Global Financial System (2010): „Long-term issues in international banking.“ CGFS Papers No. 41.

Deutsche Bank Research (2010): „OTC Derivatives: A New Market Infrastructure is Taking Shape.“ DBRsearch, April 28, 2010.

Dewatripont, M.; J.-C. Rochet i J. Tirole (2010): Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

European Commission (2009.a): „Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board.“ COM(2009) 499 final.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_499_en.pdf

European Commission (2009.b): „Proposal for a Council decision entrusting the European Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board.“ COM(2009) 500 final.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_500_en.pdf

European Commission (2010.a): „Bank Resolution Funds.“ Communication COM(2010) 254 final.

European Commission (2010.b): „Taxation of the Financial Sector.“ Communication COM(2010) 549/5.

European Commission (2010.c): „Regulating Financial Services for Sustainable Growth“ COM(2010) 301 final.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf

Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision (2010): „Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements.“ Basel: BIS, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100818b.pdf

G-30 (2010): „Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future.“

Haldane, A. (2010): „The \$100 Billion Question.“ Speech. Financial Stability Department of the Bank of England.

Hampl, Mojmir (2010): „Designing Regulatory Failure.“ <http://www.project-syndicate.org/commentary/hampl1/English>

Levine, R. (2010): „An Autopsy of the US Financial System.“ NBER Working Paper No. 15956.

Panayotis, V. (2009): „Recent amendments and changes to IFRS 7 and MRS 39.“ http://www.philips.ac.cy/download/20090513_workshop/panayiotis_vroustouris.pdf

Pomerleano, M i A. Sheng (2010): „A failure of public financial sector governance“ www.woxeu.org