

**UNIVERZA V MARIBORU
PRAVNA FAKULTETA**



UNIVERZA V MARIBORU
Pravna fakulteta
UNIVERSITY OF MARIBOR
FACULTY OF LAW

MIRAN VRBANIČ

**Pravna problematika finančne krize z vidika
strukturiranih finančnih instrumentov**

Diplomsko delo

Maribor, 2010

**UNIVERZA V MARIBORU
PRAVNA FAKULTETA**

Diplomsko delo

**Pravna problematika finančne krize z vidika
strukturiranih finančnih instrumentov**

Študent: Miran Vrbanič

Številka indeksa: 71138009

Študijski program: UNI-PRAVO

Študijska smer: Korporacijsko pravo

Mentor: Doc. Dr. Mag. Nataša Samec

Maribor, julij 2010

POVZETEK

Finančna kriza, ki ima svoje korenine v ameriškem nepremičninskem trgu, je hitro prerasla v svetovno gospodarsko recesijo. Vzrok temu je bila izjemna povezanost finančnega sistema, z izpostavljenostjo drugorazrednim hipotekarnim posojilom ter ugodna pravna pravila, ki so dovoljevala prenos tveganja na druge finančne subjekte in investitorje.

Prenos kreditnega tveganja je omogočal institut listinjenja, ki v osnovi predstavlja izdajo vrednostnih papirjev, na podlagi kritnega premoženja. Vrednost tem vrednostnim papirjem je predstavljal bodoči denarni tok olistinjenih hipotekarnih posojil. Ko so kreditojemalci, zaradi povečane referenčne obrestne mere, prenehali plačevati svoje anuitete; premije imetnikom teh vrednostnih papirjev niso bile izplačane.

Posebnost teh vrednostnih papirjev je netransparenten način njihove kreacije, kjer se ni vedelo kakšno kritje vsebujejo. Zaradi takšne strukture na emisije različnih bonitetnih ocen, jih imenujemo strukturirani finančni instrumenti. So pa hipotekarna posojila bila kritno premoženje samo določeni vrsti strukturiranih finančnih instrumentov, ostali so tako vsebovali kritje v delih emisij drugih strukturiranih finančnih instrumentov in tako se je nadaljevalo do izjemno velike netransparentnosti in negotovosti. Ko investitorjem niso bile več izplačane premije, je trg zgubil zaupanje v vse vrste strukturiranih finančnih instrumentov. Tudi v tiste, ki niso bili osnovani na drugorazrednih hipotekarnih posojilih. Investitorji so se začeli umikati in nastajale so težave z likvidnostjo - domine so padale.

Diplomsko delo uvodoma predstavlja korelacijo nepremičninskega trga in trga finančnih instrumentov ter tako postavlja strukturirane finančne instrumente v kontekst finančne krize. Bistvo pričujočega dela pa je v predstavitvi okoliščin in interpovezanosti finančnih instrumentov, ki so botrovale nastanku finančne krize. Pravna pravila, ki so nalagala finančnim institucijam kapitalsko ustreznost glede na njihovo izpostavljenost, so bila sprva zastarela, kasneje pa nezadostna in tako omogočala kapitalsko arbitražo s pomočjo listinjenja. Agencije za ocenjevanje bonitete so podajale najvišjim (ne najvarnejšim delom emisij) svoje najvišje ocene in tako pretentale »naivne« investitorje ter celotni trg.

KLJUČNE BESEDE: finančna kriza, drugorazredna hipotekarna posojila, listinjenje, prenos kreditnega tveganja, kapitalska arbitraža, kapitalska ustreznost, strukturirani finančni instrumenti, kreditni izvedeni finančni instrumenti, vrednostni papirji, interpovezanost

ABSTRACT

The financial turmoil, having its background in the US real estate market, quickly outgrew into a global economic recession. The cause of this was the exceptional connectedness of the financial system based on subprime mortgages and favorable regulatory rules supporting risk transfer to other market participants and investors.

Credit risk transfer was made possible with the means of securitization, which designates the issuance of securities on the basis of assets as collateral. The value of such securities was derived from the future cash flow of the securitized mortgage loans. When borrowers, because of the increased interest rate, stopped paying their annuities; premiums to holders of these securities were not paid.

An important factor of such securities, was the intransparent manner of their creation, where one did not know the collateral they were holding. Because of such structuring on tranches of diverse ratings, they are known as structural finances. However, mortgage loans were not always the collateral of such structural finances, as tranches of other structural finances were used as collateral, which continued to grave intransparency and uncertainty. When investors stopped receiving their premiums, the market lost confidence in all sorts of structural finances. Including the ones not backed by subprime mortgage loans. Investors started pulling out and liquidity issues started to arise – the dominos were falling.

In the introduction the diploma presents the correlation between the real estate market and the market of financial instruments and in such way introduces structural finances in the context of the financial turmoil. The essence of the work is in the presentation of the circumstances and interconnectivity of financial instruments that led to the crises. Regulatory rules that laid the capital adequacy rules for the exposure of financial institutions were at first obsolete, later inadequate, and so enabled capital arbitrage (also regulatory arbitrage) with the help of securitization. In addition credit rating agencies gave the highest (not safest) tranches their highest ratings and in doing so deluded the “naive” investors and the market.

KEY WORDS: financial turmoil, subprime mortgages, securitization, credit risk transfer, capital arbitrage, capital adequacy, structural finances, credit derivatives, securities, interconnectivity

KAZALO

1.	UVOD.....	1
1.1.	NAMEN, CILJI IN HIPOTEZA DIPLOMSKEGA DELA	2
1.2.	PREDPOSTAVKE, OMEJITVE IN METODE DIPLOMSKEGA DELA	2
2.	PРАВNA IN TERMINOLOŠKA UVRSTITEV STRUKTURIRANIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	3
3.	ANATOMIJA FINANČNE KRIZE	7
3.1.	ŠIRITEV NA FINANČNE TRGE.....	11
3.2.	»KAPLJA ČEZ ROB«	12
4.	PRENOS KREDITNEGA TVEGANJA.....	15
4.1.	REGULACIJA FINANČNIH TRGOV	17
4.2.	LISTINJENJE	19
4.3.	RAZVOJ LISTINJENJA V EVROPI IN SLOVENIJI	22
4.3.1.	IZDAJA PO ZAKONU O HIPOTEKARNI IN KOMUNALNI OBVEZNICI.....	24
4.4.	POSTOPEK LISTINJENJA	25
4.4.1.	KREDITOJEMALEC.....	28
4.4.2.	HIPOTEKARNI POSREDNIK.....	29
4.4.3.	KREDITODAJALEC OZ. IZVORNA BANKA.....	29
4.4.4.	SKRBNIK.....	30
4.4.5.	SPECIAL PURPOSE VEHICLE	30
4.4.5.1.	USTANOVITEV IN PРАВNA NARAVA SPV-ja.....	31
4.4.6.	INVESTITORJI	32
4.4.7.	ZAUPNIK ALI FIDUCIAR	33
4.4.8.	KUPEC PRIMARNE IZDAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	33
4.4.9.	GARANT KREDITNE BONITETE	34
4.4.10.	AGENCIJE ZA OCENJEVANJE BONITETE	34
4.4.10.1.	VLOGA AGENCIJ ZA OCENJEVANJE BONITETE V FINANČNI KRIZI.....	37
4.4.11.	DRUGI	39
4.5.	STRUKTURA TRANSAKCIJE.....	39
4.5.1.	»TRUE SALE« LISTINJENJE	40
4.5.2.	IZDAJA IN PRODAJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	42
4.6.	SINTETIČNO LISTINJENJE	43

4.7.	PADEC LISTINJENJA.....	44
5.	STRUKTURIRANI FINANČNI INSTRUMENTI.....	47
5.1.	HIPOTEKARNA OBVEZNICA	50
5.1.1.	RAZVOJ V EVROPI IN SLOVENIJI.....	52
5.1.1.1.	KRITNO NAČELO	54
5.1.1.2.	NAČELO LOČENOSTI KRITNEGA PREMOŽENJA.....	56
5.1.1.3.	NAČELO OMEJITVE IZDAJANJA HIPOTEKARNIH OBVEZNIC NA BANKE	57
5.2.	ZADOLŽNICA, ZAVAROVANA Z DOLGOM	58
5.2.1.	ZAMENJAVA KREDITNEGA TVEGANJA.....	60
5.3.	VLOGA STRUKTURIRANIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V FINANČNI KRIZI.....	62
6.	SKLEP	64
7.	VIRI IN LITERATURA.....	66
7.1.	MONOGRAFIJE	66
7.2.	ČLANKI TER PRISPEVKI NA STROKOVNIH SEMINARJIH IN KONFERENCAH.....	66
7.3.	PRAVNI VIRI	67
7.4.	VIRI IZ MEDMREŽJA.....	68

KAZALO SLIK

Slika 1 (Prekrivanost finančnih instrumentov glede na njihovo sestavo)	5
Slika 2 (Globalna CDO izdaja na njenem vrhuncu)	6
Slika 3 (Gibanje referenčnih obrestnih mer v USD in EUR)	7
Slika 4 (Države izvoznice in države uvoznice kapitala v letu 2006)	8
Slika 5 (Eksponentna rast cen nepremičnin)	9
Slika 6 (Neplačniki 1)	10
Slika 7 (Neplačniki 2)	11
Slika 8 (Razširjenost kreditnega tveganja na finančne trge)	14
Slika 9 (Razvoj globalne izpostavljenosti kreditnemu tveganju 2007-2010).....	16
Slika 10 (Shema hipotekarnih in finančnih povezav)	27
Slika 11 (S&P in Moody's ocenjevalni lestvici)	36
Slika 12 (Znižanje bonitetnih ocen RMBS obveznic)	37
Slika 13 (Svetovna izdaja olistinjenih instrumentov)	45
Slika 14 (Razmerje med velikostjo dela emisije – zelena barva in kreditnim tveganjem – rumena barva)	48
Slika 15 (Evropska in ZDA izdaja izbranih SFI)	49
Slika 16 (Prikaz razpršitve finančne krize med povezanimi finančnimi trgi – rdeča barva)	51
Slika 17 (EU CDO izdaja)	60
Slika 18 (Pravno razmerje med subjekti CDS pogodbe)	61
Slika 19 (Interpovezanost SFI)	63

1. UVOD

Sodoben svet se je znašel v gospodarski recesiji, vzrok katere je nepremičninsko finančna kriza, ki se je razširila iz Združenih držav Amerike v Evropo in ves svet. Finančni produkti ki so botrovali finančni krizi, so imeli kritje v hipotekarnih posojilih, zato pravimo krizi tudi nepremičninska kriza. Mikro- in makroekonomske posledice finančne krize so razvidne iz vsakodnevnega dogajanja v gospodarstvu in ostalem realnem sektorju. Problem z likvidnostjo v kapitalskih trgih je tako le eden mnogih, s katerim se sedaj soočajo zakonodajalci in gospodarstveniki.

V svetu nastajajo vsak dan novi produkti in nič nenavadnega ni, da tudi finančne institucije ponudijo nove produkte. Ti finančni produkti so plod ameriškega trga, kjer v pogojih liberalne ekonomije velja pravilo »povečuj dobiček ali propadi«. Finančni menedžerji so si tako izmislili načine s katerimi dobičke povečujejo, z njimi povezana rastoča tveganja pa prenašajo na druge akterje, ki so bodisi naivni bodisi nevedni ali neinformirani. Tveganj namreč, vsem inovacijam navkljub, ni mogoče odpraviti, saj gre za bodoča negotova dejstva. Lahko se le prenašajo, razpršijo, v konkretnem primeru pa z novimi finančnimi instrumenti tudi prikrijejo.¹

Finančna kriza deluje globalno v smeri pomanjkanja likvidnosti. Neposredno na finančne institucije, ki so trgovale s finančnimi instrumenti, posredno pa na ostale finančne institucije kot posledica kreditnega krča² na medbančnem trgu. Zaradi visoke negotovosti in pomanjkanja zaupanja, so si banke prenehale posojati med seboj.³

Za Slovenijo lahko rečemo, da smo z vstopom v Evropsko unijo odprli pot finančnim tokovom s tujino. S tem smo prišli na območje bolj odkrite liberalne ekonomske politike Evropske komisije in vključevanja na finančne trge sistema Evropske centralne banke. Slednje pomeni tudi nakup finančnih instrumentov, ki sedaj škodijo evropskim finančnim institucijam skoraj v večji meri kot ameriškim, od koder prihajajo.⁴

¹ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 85.

² Prim: Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 32. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

³ Prim: V. Rant, Anatomija globalne finančne in ekonomske krize, str. 39. Dostopno na medmrežju: <http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191084/Globalnakriza.ppt>.

⁴ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 72.

1.1. NAMEN, CILJI IN HIPOTEZA DIPLOMSKEGA DELA

Diplomsko delo predstavlja prepletanje in odvisnost nepremičninskega trga in trga strukturiranih finančnih instrumentov, katerih prekomerna uporaba je v največji meri zaslužna za finančno krizo. Po analizi terminologije strukturiranih finančnih instrumentov v slovenskem pravnem sistemu, le-te postavim v kontekst finančne krize skozi pregled mikro- in makroekonomskih dejavnikov nastanka krize. Osnovno gonilo finančnih institucij je bil prenos kreditnega tveganja, tako se v diplomskem delu posvetim institutu listinjenja ter ga razčlenim na posamezne akterje, ki v njem sodelujejo. V zadnjem vsebinskem delu nato še predstavim najbolj uporabljene strukturirane finančne instrumente ter njihovo značilno interpovezanost.

Cilj diplomskega dela je predstaviti pravne značilnosti strukturiranih finančnih instrumentov ter tržne pogoje, ki so dovoljevali njihovo prekomerno uporabo. Pomembno je tudi obrazložiti normativno stanje slovenskega pravnega reda v povezavi z omenjenimi finančnimi instrumenti.

Kot osnovno tezo postavljam trditev, da sta nepremičninski in finančni trg tekom krize korelirala skozi strukturirane finančne instrumente, zato je pomembno ustrezno poznavanje in pravno reguliranje takšnih finančnih instrumentov.

1.2. PREDPOSTAVKE, OMEJITVE IN METODE DIPLOMSKEGA DELA

Ker je tematika diplomskega dela pravna analiza ekonomskega področja in sta tudi sicer pravo in ekonomija področji ki sta tesno prepleteni, sem v nalogi moral biti pozoren, da se nisem preveč poglobljaj v ekonomske vidike problematike in sem jih navajal le tam, kjer so bili nujno potrebni za razumevanje pravnih vidikov. Za razlago ekonomskega stanja, sem se v diplomskem delu posluževal raznih statističnih grafov in tabel.

Pri opisu osnovnih pojmov ter dejstev, sem na podlagi obstoječe literature in gradiva uporabil metodo deskripcije. Za povzemanje spoznanj in stališč nekaterih avtorjev sem uporabil metodo kompilacije, pri opisu povezljivosti posameznih strukturiranih finančnih instrumentov pa induktivno-deduktivno metodo.

2. PRAVNA IN TERMINOLOŠKA UVRSTITEV STRUKTURIRANIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Za razumevanje vsebine diplomskega dela je najprej potrebno opredeliti uporabljeno terminologijo s pomočjo slovenskega pozitivnega prava. Kot bo razloženo v nadaljnjih poglavjih, je finančna kriza posledica ogromnega napihovanja trga finančnih instrumentov, oz. trga strukturiranih finančnih instrumentov. Zakon ki v Sloveniji opredeljuje finančne instrumente in vrednostne papirje, je Zakon o trgu finančnih instrumentov⁵ (nadalje ZTFI). Nekaj opredelitev najdemo tudi v Zakonu o bančništvu⁶ (nadalje ZBan-1), ki je bil spisan prej.

Z dnem uveljavitve ZTFI je prenehal delovati Zakon o trgu vrednostnih papirjev⁷ (nadalje ZTVP-1). V kolikor pogledamo razvoj zakonodaje od ZTVP-1 in njegovih sprememb (ta zadnji čistopis ZTVP-1-UPB2⁸) do ZTFI, opazimo spremembe v opredeljevanju in samem poznavanju pojmov. Tako npr. ZTVP-1 omenja le izvedene finančne instrumente, ZTVP-1-UPB2 v 6.a členu opredeli izvedene finančne instrumente in vrednostne papirje kot finančne instrumente, ter nenazadnje ZTFI, ki v 7. členu že podrobneje razčlenjuje finančne instrumente. Tukaj je potrebno poudariti, da v skladu z ZTFI niso vsi vrednostni papirji tudi finančni instrumenti. Zakladna menica, ki je vrednostni papir tako npr. v skladu s 4. odstavkom 7. člena ZTFI ni finančni instrument. Seveda pa velja tudi obratno, da niso vsi finančni instrumenti tudi vrednostni papirji.

Splošni zakon, ki velja za pogodbe in tudi enostranske pravne posle, kot so vrednostni papirji in jih definira, je Obligacijski zakonik⁹. Ta ne omenja finančnih instrumentov, kljub temu, da specialnejši zakon ZTFI, pozna »strogo« ločitev. Uporaba terminologije je nasploh konfuzna v ZTFI; ne uporablja se dovolj dosledno razmejitvev na finančne instrumente in vrednostne papirje, kar ima za posledico določen manjko pravil glede finančnih instrumentov in njihove uporabe. 9.3.1 poglavje ZTFI govori o uvrstitvi finančnih instrumentov v trgovanje na borznem trgu in nalaga borzi v 341. členu sprejetje pravil za uvrstitev izvedenih finančnih instrumentov v trgovanje. A že naslednji člen istega poglavja govori o uvrstitvi vrednostnih papirjev (in ne izvedenih finančnih instrumentov) v

⁵ Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 67/2007, Ljubljana 2007. *Zadnja sprememba*: Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-B).

⁶ Zakon o bančništvu, Uradni list RS, št. 131/2006, Ljubljana 2006. *Zadnja sprememba*: Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o bančništvu (ZBan-1D), Uradni list RS, št. 98/2009, Ljubljana 2009.

⁷ Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Uradni list RS, št. 56/1999, Ljubljana 1999.

⁸ Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Uradni list RS, št. 51/2006, Ljubljana 2006.

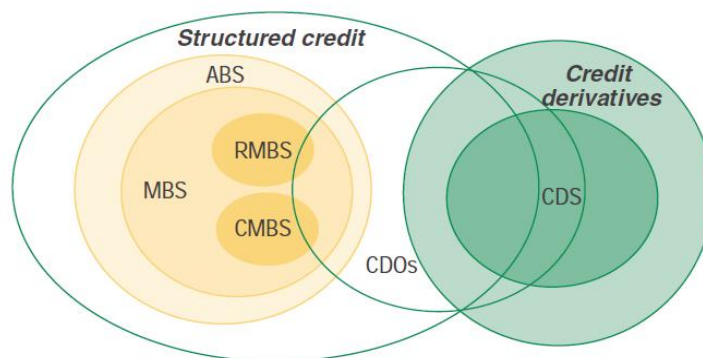
⁹ Obligacijski zakonik, Uradni list RS, št. 97/2007, Ljubljana 2007.

trgovanje na borznem trgu. Izvedeni finančni instrumenti so opredeljeni v 5. odstavku 121. člena ZBan-1 kot finančni instrumenti iz drugega (opcije), tretjega (zamenljivi vrednostni papir) in četrtega odstavka (nakupni bon) tega člena ter vsak drug finančni instrument, katerega vrednost je odvisna od cene osnovnega finančnega instrumenta ali tečaja ali indeksa ali cene drugega osnovnega premoženja; ter določeni v 5. odstavku 7. člena ZTFI kot finančni instrumenti iz 4. do 11. točke drugega odstavka istega člena. Za diplomsko delo pomembna je 8. točka, ki navede, a ne definira, izvedene finančne instrumente za prenos kreditnega tveganja. Te namreč enačim s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti (*ang. credit derivatives*); pojem ki ga navaja evropska Direktiva o kapitalski ustreznosti¹⁰ (*ang. Capital Adequacy Directive – CAD 3*), ki jo je ZTFI prenesel v slovenski pravni red. Pojem, ki ga sicer zasledimo v 3. odstavku 120. člena ZBan-1, ki govori o sintetičnem listinjenju.

V diplomskem delu so omenjene hipotekarne obveznice, katere sem uvrstil v 2. točko 3. odstavka 7. člena ZTFI, ki sicer govori o finančnih instrumentih, čeprav so obveznice definirane kot dolžniški vrednostni papirji. Iz tega stališča je važna razdelitev, ki jo ZTFI pozna, na izvedene finančne instrumente (nadalje IFI) in izvedene vrednostne papirje (nadalje IVP). Definicija IVP pravi, da so to vrednostni papirji, katerih vrednost je odvisna od cene osnovnega vrednostnega papirja ali tečaja ali indeksa ali cene drugega osnovnega premoženja (2. točka 5. odstavka 25. člena ZTFI). Podobnost oz. enakost definicije z definicijo IFI, je neoporečna. Iz tega sledi sklep, da so IVP dejansko IFI, niso pa vsi IFI tudi IVP. Razmejitev na IFI in IVP, sem moral poudariti, saj lahko komaj sedaj opredelim strukturirane finančne instrumente (nadalje SFI), ki pa jih slovensko pozitivno pravo ne omenja. V kolikor jih želim opredeliti s slovensko zakonodajo so SFI tako ali IFI ali IVP, saj so izvedeni iz osnovnega posla¹¹, ki je ali že obstoječ izvedeni finančni instrument ali vrednostni papir. Pomembno pa je, da niso vsi IFI tudi SFI (kot prikazuje *Slika 1*), saj je predvsem važna njihova notranja struktura.

¹⁰ Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij, Evropski parlament (*ang. Directive 2006/49/EC of the European parliament and of the Council on the capital adequacy of investmen firms and credit institutions*), Svet Evropske unije, Bruselj 2006. Dostopno na medmrežju: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006L0049:En:HTML>, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006L0049:SL:HTML>.

¹¹ Institut listinjenja.



Note: ABS = asset-backed security; MBS = mortgage-backed security; RMBS = residential mortgage-backed security; CMBS = commercial mortgage-backed security; CDS = credit default swap; and CDOs = collateralized debt obligations. Not proportionally representative.

Slika 1 (Prekrivanost finančnih instrumentov glede na njihovo sestavo)¹²

SFI dovoljujejo, da se tveganje razprši na večjo skupino investorjev, kateri lahko izbirajo element SFI, v katerega bi želeli investirati. Sestavljeni so iz portfelja¹³ različnih instrumentov (npr. obveznice, posojila, kreditne zamenjave) in razdeljeni na dele emisije (*ang.* *tranches*¹⁴). Izplačila iz delov emisije (denarni tok) se vrstijo po določenem zaporedju, začeni pri najbolj varnih delih emisije do najbolj tveganih.¹⁵

Zakaj se diplomsko delo osredotoča na strukturirane finančne instrumente, če v slovenski zakonodaji niso definirani? Zato, ker jih pozna praksa tako v tujini, kot v Sloveniji in so v pretežni meri zaslužni za finančno krizo. Ljubljanska borza, kot edina borznoposredniška hiša v Sloveniji,

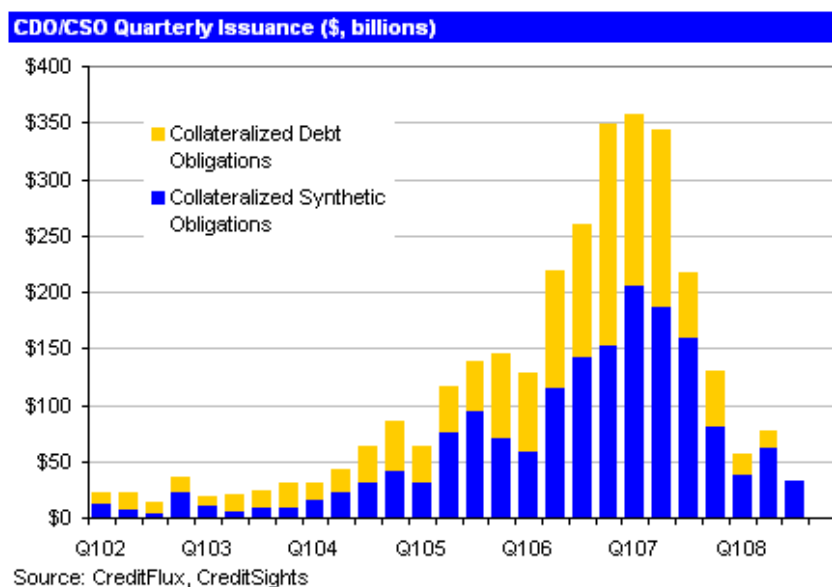
¹² Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 57. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/pdf/text.pdf>. *Razlaga Slike 1:* RMBS in MBS so hipotekarne obveznice, ki jih v diplomskem delu obravnavam. ABS so prav tako obveznice. CDS so izvedeni finančni instrumenti. CDO so pretežno SFI, sestavljeni iz ali ABS ali MBS ali CDS. 'Structured credit' so SFI, 'Credit derivatives' so pa IFI. Slika ne prikazuje dejanskih deležev, ki jih posamezni finančni produkti zajemajo na trgih.

¹³ Portfelj (fr. *porte-feuille* - listnica) je v bančnem jeziku celotna količina naloženih vrednosti. Kreditni portfelj so bančne naložbe (posojila), portfelj vrednostnih papirjev pa so naložbe banke vrednostne papirje.

¹⁴ Tranša izraz izhaja iz francoskega izraza *tranche* (kos, reženj), pomeni pa delni znesek izdaje vrednostnih papirjev. Izraz je uporabljen bolj na ekonomskem področju. Po opredelitvi iz Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij: „tranša“ pomeni pogodbeno določeni segment kreditnega tveganja, povezanega z izpostavljenostjo ali več izpostavljenostmi, kjer pozicija v segmentu določa tveganje kreditne izgube, ki je večje ali manjše kakor pri poziciji istega zneska v vseh drugih takih segmentih, brez upoštevanja kreditnega zavarovanja, ki ga zagotavljajo tretje stranke neposredno imetnikom pozicij v segmentu ali drugih segmentih. Dostopno na medmrežju: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:sl:PDF>, str. 15.

¹⁵ *Prim:* Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 56. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

sicer ima sprejeta navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu¹⁶, vendar v njih omejuje SFI na naložbene certifikate, nakupne bone in samostojno prenosljive pravice pri povečanjih osnovnega kapitala. Tudi sicer »napačno« definira SFI kot vrednostne papirje oziroma pogodbe, ki se nanašajo na neki izvedeni finančni instrument, košarico¹⁷ vrednostnih papirjev, valuto, indeks itd.¹⁸ Ne glede na dano opredelitev, je tako v Sloveniji v zadnjih petih letih bilo izdanih 30 strukturiranih finančnih instrumentov¹⁹. V svetu pa je samo CDO zadolžnic²⁰ (oblika SFI) bilo v zadnjih petih letih izdanih za 1.319.733,3 milijonov ameriških dolarjev²¹ (Slika 2).



Slika 2 (Globalna CDO izdaja na njenem vrhuncu)²²

Predmet diplomskega dela ni analiza finančnih instrumentov glede na ZTFI, temveč analiza SFI glede na prakso v svetu. Moj namen je bil razmejiti posamezne termine, da sem jih lahko v nadaljevanju lažje uporabljal. Gre namreč za širok spekter vprašanj, ki se pojavijo z njihovim

¹⁶ Navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu, Ljubljanska borza d.d. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=12472>.

¹⁷ Košarici lahko rečemo tudi portfelj, le da je sestavljena iz istovrstnih vrednostnih papirjev ali finančnih instrumentov.

¹⁸ Slovar borznih izrazov z angleškimi ustrezniki, Ljubljanska borza d.d. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&crka=S>.

¹⁹ Glej razširjeno letno statistiko Ljubljanske borze za leta 2005-2009 (gledano stanje na 31.12.). Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>.

²⁰ Glej poglavje 5.2. zadolžnica, zavarovana z dolgom.

²¹ Prim: Global CDO Issuance, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Dostopno na medmrežju: http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_GlobalCDOData.pdf.

²² ForexBlog.org. Dostopno na medmrežju: <http://www.forexblog.org/wp-content/uploads/2009/05/cdo.gif>. Razlaga Slike 2: Rumena barva prikazuje svetovno CDO izdajo na njenem vrhuncu.

definiranjem in uvrstitvijo, zlasti pri nas, ker terminologija ni uveljavljena in posli z navedenimi finančnimi instrumenti še niso zaživi. Z ZTFI se bo verjetno tako tudi v Sloveniji začela večja uporaba navedenih instrumentov.²³

3. ANATOMIJA FINANČNE KRIZE

Zametki finančne krize segajo v začetek desetletja, ko je ameriška centralna banka Federal Reserve Bank (nadalje FED), pod vodstvom Alana Greenspana, občutno znižala referenčno obrestno mero, da bi spodbudila gospodarsko rast po zadnji finančni krizi »dot.com« podjetij v letu 2000 in terorističnimi napadi 11. septembra 2001.



Slika 3 (Gibanje referenčnih obrestnih mer v USD in EUR)²⁴

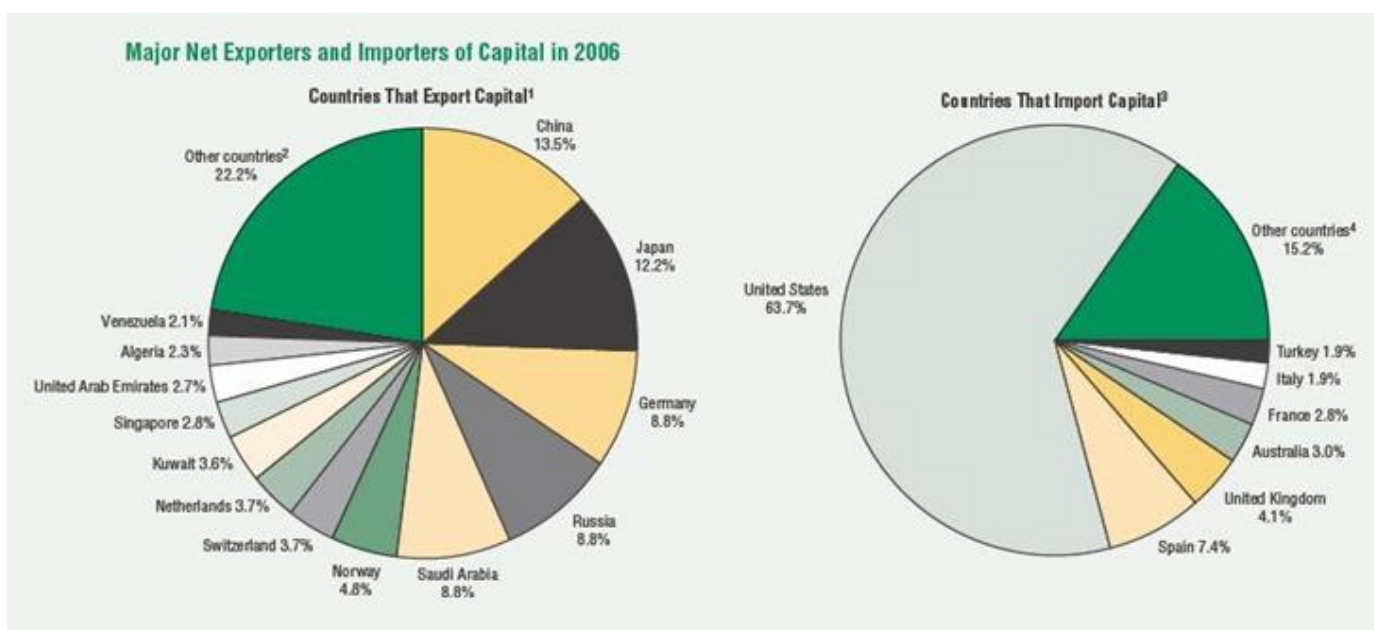
To znižanje je močno vzpodbudilo prebivalstvo v bolj tvegane naložbe in tako je posledično prihajalo do prezadolženosti gospodinjstev, predvsem tistih z nižjimi dohodki. Banke so odobravale kredite ljudem, ki jim v normalnih razmerah ne bi. Samo v zadnjih dveh letih pred krizo so banke odobrile za 3.200 milijard dolarjev hipotekarnih posojil, od tega 20 odstotkov gospodinjstvom z

²³ Prim: N. Samec, Delniške opcije, GV Založba, Ljubljana 2009, str. 86.

²⁴ M. Simonetti, Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi, Inštitut za ekonomska raziskovanja, Ljubljana 2008, str. 57. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=%2012608>.

nizko bonitetno oceno (*ang.* subprime segment).²⁵ Zadeva je šla celo tako daleč, da so v letu 2006 in 2007 odobraval tako imenovane Alt-A kredite, kjer si je posameznik lahko sam izmislil koliko zasluži, in tega ni nihče preverjal.²⁶

Ob tem pomembnem mikroekonomskem dejavniku, pa ne smemo pozabiti na makroekonomske dejavnike. Združene države Amerike (nadalje ZDA) imajo namreč izjemno ponudbo likvidnosti. Države s presežkom v plačilni bilanci vlagajo svoj presežen kapital v ZDA in zanj pričakujejo varen donos. Sčasoma se na trgu pojavi povečana ponudba denarja, namenjenega investicijam. Donosi na delniških trgih so že vrsto let upadali, tako da je šel razvoj v smeri SFI.²⁷



Slika 4 (Države izvoznice in države uvoznice kapitala v letu 2006)²⁸

Znižanje referenčne obrestne mere na 1 odstotek (*Slika 3*) in dodatna likvidnost s strani uvoza, je navedlo banke in druge finančne institucije v ekspanzivno politiko, monetarne avtoritete pa niso hotele ali niso mogle zaustaviti finančnega stapeda.²⁹

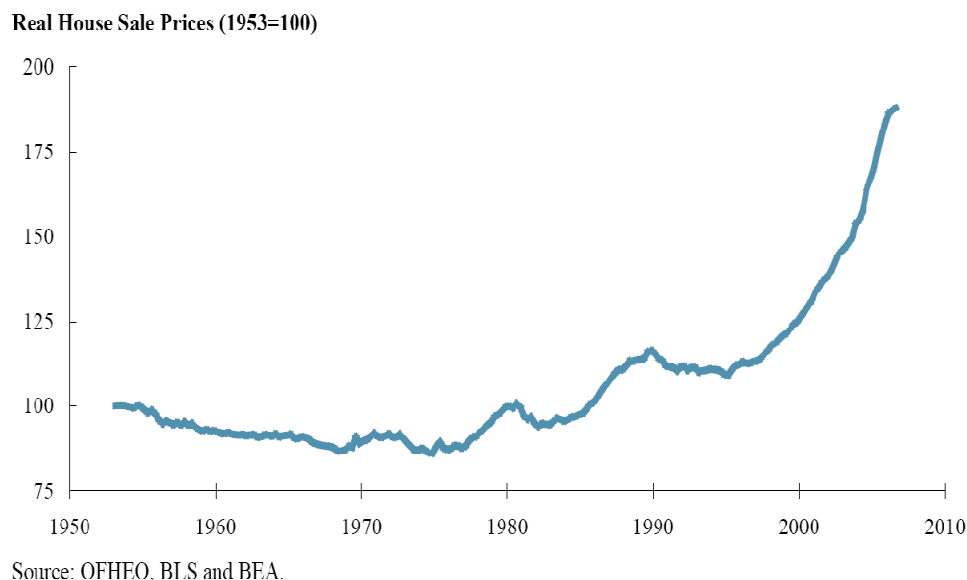
²⁵ Prim: N. Kelemen, Pasti ameriškega »subprime« trga, Bančni vestnik, Združenje bank Slovenije, št. 12, 2007, str. 19.

²⁶ V povezavi s *Sliko 6* glej tudi: BIS 78th Annual Report, Bank for International Settlements, Basel 2008, str. 125, graf VII.5. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>.

²⁷ Prim: V. Rant, Anatomija globalne finančne in ekonomske krize, str. 18. Dostopno na medmrežju: <http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191084/Globalnakriza.ppt>.

²⁸ Global Financial Stability Report April 2007, International Monetary Fund, Washington DC 2007, str. 141. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/pdf/text.pdf>.

Želja po lastnih štirih stenah in »poceni denar« je dvigoval povpraševanje na nepremičninskem trgu, kar pa je hkrati višalo cene nepremičnin. Rast cen je tako bila eksponentna in prišlo je do razcveta ameriškega nepremičninskega trga.



Slika 5 (Eksponentna rast cen nepremičnin)³⁰

Ob predpostavki, da bodo cene nepremičnin in dohodki oz. BDP še naprej rasli ter da so obrestne mere odplačevanja najetega posojila nizke oz. padajoče, so kreditorejmalci bili sposobni odplačevati posojila z refinanciranjem, kar je osnovni ameriški model financiranja³¹. Refinanciranje poteka tako, da kreditorejmalec najame posojilo zavarovano s hipoteko (hipotekarni kredit) in čez nekaj časa ko cena nepremičnine naraste, najame novo posojilo³², ki je višje od prejšnjega, ter z njim odplača prvotno posojilo. V takih razmerah trg hipotekarnih posojil deluje normalno. Kot pa je razvidno iz *Slike 3* je FED po nekaj letih gospodarske rasti začela postopoma zviševati obrestno mero, kar pa je za kreditorejmalce pomenilo povečanje anuitet njihovih kreditov. Hipotekarni kreditorejmalci so kmalu ugotovili, da je njihovo posojilo mnogo večje, kot imajo rednih dohodkov.

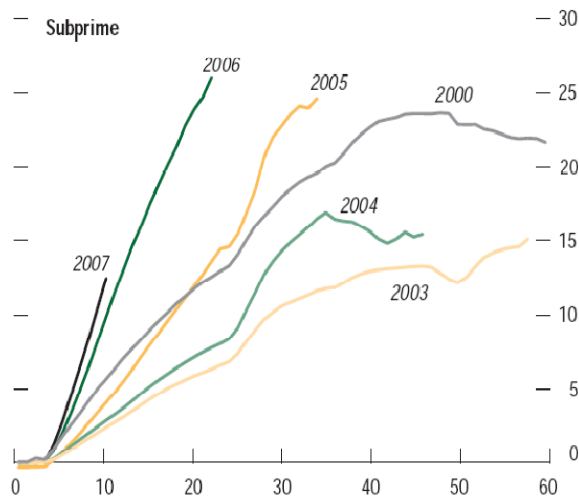
²⁹ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 126.

³⁰ Prim: V. Rant, Anatomija globalne finančne in ekonomske krize, str. 5. Dostopno na medmrežju: <http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191084/Globalnakriza.ppt>.

³¹ Glej: A Consumer's Guide to Mortgage Refinancings, The Federal Reserve Board. Dostopno na medmrežju: <http://www.federalreserve.gov/pubs/refinancings/default.htm>.

³² Uporaba pojmov posojilo, posojilo zavarovano s hipoteko, hipotekarni kredit in kredit v literaturi ni dosledna, tako skozi diplomsko delo uporabljam vse izraze. Ker se pa diplomsko delo osredotoča na banke kot finančne institucije, ki so trgovale s SFI, je pri uporabi različnih pojmov vedno mišljen hipotekarni kredit.

Ob danih obrestnih merah cene nepremičnin niso več rasle, zato so imetniki drugorazrednih hipotekarnih posojil³³ vedno težje refinancirali obstoječe hipoteke in to vse do takrat, dokler niso visoke obrestne mere presegle njihovih zmožnosti in so prenehali plačevati. Posledično je naraslo število neplačnikov, hkrati pa se je zmanjšalo povpraševanje po nepremičninah, kar je pri isti ali celo večji ponudbi vodilo do znižanja cen le-teh. Pri nizki ceni nepremičnin tako banke ne dobijo povrnjene vrednosti danega posojila, ko posežejo po nepremičnini zavarovani s hipoteko.

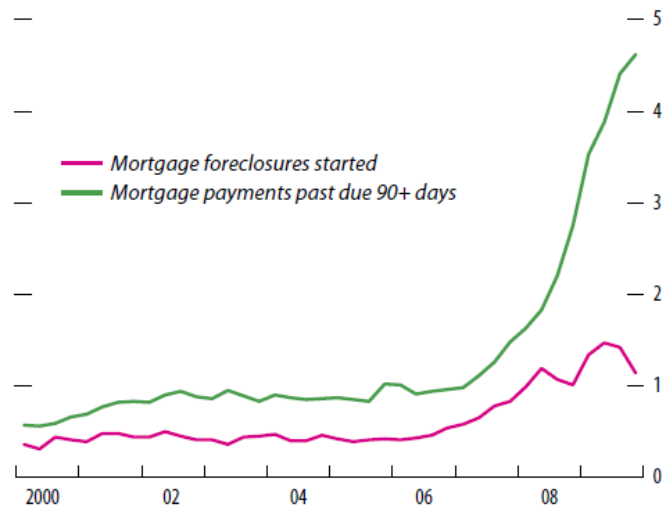


Slika 6 (Neplačniki 1)³⁴

³³ Posojila odobrena ljudem z nizko bonitetno oceno.

³⁴ *Prim:* V. Rant, Anatomija globalne finančne in ekonomske krize, str. 7. Dostopno na medmrežju: <http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191084/Globalnakriza.ppt>. Razlaga Slike 6: Prikazuje porast neplačnikov, ki je večja pri mlajših kreditih.

Figure 1.14. U.S. Mortgage Market
(In percent of total mortgage loans, seasonally adjusted)



Source: Mortgage Bankers Association.

Slika 7 (Neplačniki 2)³⁵

3.1. ŠIRITEV NA FINANČNE TRGE

Načeloma bi problem neplačnikov ostal le v sferi hipotekarnih posojil, v kolikor ne bi kreditodajalci (finančne institucije/banke) s pomočjo listinjenja³⁶ te terjatve zapakirale v SFI in odprodale (*t.i.* true sale). Razlog zakaj so banke odobravale kredite ljudem z nizko bonitetno oceno je ravno dejstvo, da so posojila v obliki SFI prodala naprej. Z listinjenjem so tako prenesla kreditno tveganje na investitorje. Rezultat takšnega listinjenja je povečanje likvidnosti za povečanje poslov in s tem dobičkov ob prenosu tveganj na končne investitorje, ki več ne vedo kakšna tveganja se skrivajo v njih. Posojila se izločijo iz bilance poslovne banke, ki ostaja z velikostjo aktive (danih posojil) tako v okviru, ki ga po predpisanih baselskih standardih³⁷ dovoljuje njen kapital.³⁸

³⁵ Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010, str. 16. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>. Razlaga Slike 7: Rdeča črta prikazuje število hipotekarnih posojil, kjer se je že zasegla nepremičnina; zelena črta pa porast neplačnikov.

³⁶ Glej poglavje 4.2. Listinjenje.

³⁷ Glej poglavje 4.1. Regulacija kapitalskih trgov.

³⁸ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 87-88.

Ko kreditojemalci niso bili več sposobni redno odplačevati anuitet posojil, hipotekarne obveznice³⁹ niso bile več servisirane in tako tudi emisije CDO zadolžnic⁴⁰ in ostalih SFI niso vračale obljubljenega. Ker se ni videlo kakšna tveganja vsebujejo, so jih njihovi imetniki (banke, finančne institucije, fizične osebe, centralne banke, začeli hitro prodajati, kar jim je dodatno znižalo ceno, saj jih nihče ni želel kupovati. Kmalu so finančne institucije ostale na aktivih z nelikvidnimi (»neprodajljivimi«) CDO zadolžnicami, na pasivi pa morale izplačevati depozite. Da ne bi propadle iz likvidnostnih razlogov, so se morale dodatno zadolževati na denarnem (kreditnem) trgu, kjer pa je likvidnosti zmanjkalo. Banke si niso bile več pripravljene posojati denarja med seboj, tudi po višjih obrestnih merah ne, ker jih je skrbelo, da ga ne bodo dobile nazaj.⁴¹

3.2. »KAPLJA ČEZ ROB«

Povod za finančno krizo je bila odločitev nekaterih manjših skladov, ki so investirali v SFI, osnovane na drugorazrednih hipotekarnih posojilih, da prenehajo izplačevati premije investitorjem.⁴² Enostavno ni bilo razvidno, koliko je v njih hipotekarnih terjatev, ki jim cena zaradi padca nepremičninske trga pada in tako skladi niso bili zmožni izračunati višino kritnega premoženja. SFI tako niso več imeli cene, kar pa ne pomeni da niso imeli vrednosti. Zaradi negotovosti njihove vsebine in tveganj, jih nihče ni želel kupiti.⁴³

V obdobju ki je sledilo začetnemu izbruhu krize, je tako prišlo v globalnem finančnem sistemu do kopičenja izgub na podlagi naložb, povezanih z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili. Začel se je t.i. proces zmanjševanja finančnega vzvoda⁴⁴ (*ang.* deleveraging) oziroma postopek razdolževanja

³⁹ Glej poglavje 5.1. Hipotekarna obveznica.

⁴⁰ Glej poglavje 5.2. Zadolžnica, zavarovane z dolgom.

⁴¹ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 90.

⁴² BIS 78th Annual Report, Bank for International Settlements, Basel 2008, str. 3. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>.

⁴³ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 87.

⁴⁴ Finančni vzvod je preprost instrument, kjer le del investicije pokrivamo z lastnim denarjem, preostanek pa financiramo s krediti. Če investicija prinaša več, kot nas stanejo stroški kredita, nam vzvod prinaša dobiček. 1% rast investicije z vzvodom 1:100 nam prinese 100 % dobiček na glavnico, saj se vsak premik celote pomnoži s 100. Nasprotno se isto zgodi v primeru 1 % padca investicije. V tem primeru smo z uporabo vzvoda izgubili celoten vložek. Če pade vrednost investicija za 5 %, smo v tem primeru dolžni petkrat toliko, kolikor smo vložili. Ravno ta princip je deloval v primeru zloma hipotekarnih obveznic. Izgube so presegle kapital in investicijske ter finančne družbe so začele padati kot domine. Glej: M. Sadar, Svetovna kriza: Kam

(ang. unwinding of credit), v katerem so se institucionalni investitorji zaradi manjše želje po tveganju hitro umikali iz naložb v SFI, izgube pa so absorbirale finančne institucije, udeležene v procesu listinjenja, vključno (zaradi nižjih cen) z investitorji.⁴⁵ Banke so tako morale začeti odpisovati milijarde slabih kreditov.⁴⁶

Sprva ni bilo jasno kako lahko težave s hipotekarnimi krediti, ki so tako majhen del globalnih finančnih trgov, povzročijo takšne finančne nemire. Danes se prizna razširjena vloga visoko inovativnih SFI, spodbuda njihove uporabe s strani agencij za ocenjevanje bonitete⁴⁷ (ang. Credit Rating Agencies, nadalje CRA) ter pripravljenost bank zmanjševati njihovo kapitalsko ustreznost. Prišlo je do masivnega odmika investitorjev, posledičnega sesutja trgov SFI (ne samo tistih osnovanih na hipotekarnih posojilih) in nenadnega primanjkljaja kapitala na medbančnem trgu.⁴⁸

so izginile milijarde?, Revija kapital. Dostopno na medmrežju: <http://si.moj-fond.net/clanak/svetovna-kriza-kam-so-izginile-milijarde/si-3-14-7049.html>.

⁴⁵ Prim: V. Rant, Anatomija globalne finančne krize, str. 62. Dostopno na medmrežju: http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191083/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf.

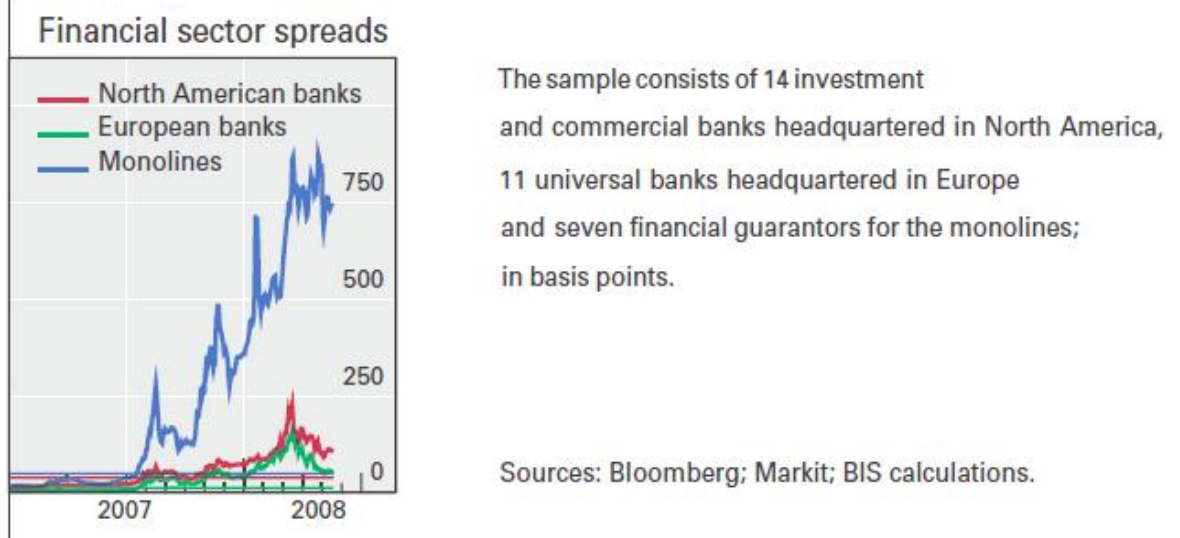
⁴⁶ Prim: ECB: Banke čakajo še precejšnji odpisi slabih posojil, Finance. Dostopno na medmrežju: <http://www.finance.si/281321/ECB-Banke-%E8akajo-%B9e-precej%B9nji-odpisi-slabih-posojil>.

⁴⁷ Glej poglavje 4.4.10. Agencije za ocenjevanje bonitete.

⁴⁸ BIS 78th Annual Report, Bank for International Settlements, Basel 2008, str. 3-4. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>.

Financial sector spreads

Graph VI.8



Slika 8 (Razširjenost kreditnega tveganja na finančne trge)⁴⁹

⁴⁹ *Prim:* BIS 78th Annual Report, Bank for International Settlements, Basel 2008, str. 101. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>. *Razlaga Slike 8:* Rdeča črta prikazuje razširjenost pri severnoameriških bankah, zelena pri evropskih ter modra črta pri zavarovalnicah (v povezavi s CDS kreditnimi zamenjavami). Razširjenost je prikazana v bazičnih točkah, ki predstavljajo stotinko enega procenta.

4. PRENOS KREDITNEGA TVEGANJA

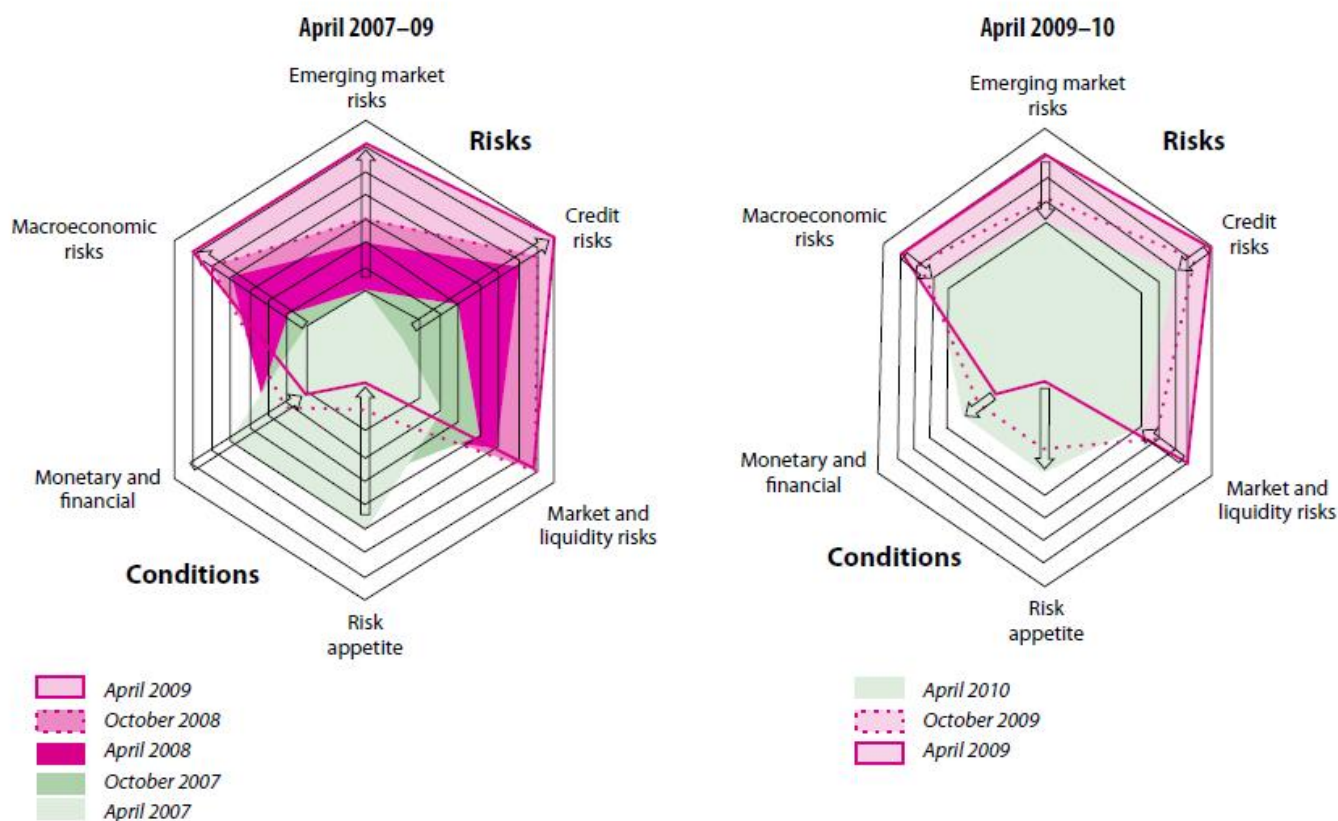
Med največje izzive, s katerimi se pri svojem poslovanju soočajo banke, sodi nadzor in upravljanje s kreditnim tveganjem, to je tveganjem finančne izgube, ki bi ga banka utrpela zaradi neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke v poslu. Banke kreditno tveganje omejujejo z ocenjevanjem kreditne sposobnosti stranke in z določanjem limitov na izpostavljenosti do posameznih strank ali skupine strank. V zadnjih letih pa so pri upravljanju kreditnega tveganja vse bolj uporabljale tudi različne tehnike za prenos kreditnega tveganja.

Prenos kreditnega tveganja (*ang.* credit risk transfer) ni novost na finančnih trgih, saj banke nekatere tehnike oziroma instrumente za prenos tega tveganja uporabljajo že vrsto let, na primer finančne garancije in zavarovanje posojil pri zavarovalnicah. Tudi prvi posli listinjenja (*ang.* securitisation), so bili narejeni že v 70-ih letih prejšnjega stoletja. Vendar pa so zlasti v zadnjih petih letih vse večja potreba po aktivnem upravljanju kreditnega tveganja ter inovacije na področju informacijske tehnologije, ki bolj aktivno (globalno) upravljanje sploh omogočajo, vplivale na dramatičen porast uporabe SFI za prenos kreditnega tveganja. Ključne razloge za tak razvoj lahko najdemo v trendu zniževanja obrestnih mer, iskanju donosnejših investicijskih možnosti, cenejših načinov financiranja in možnostih kapitalne arbitraže⁵⁰, ki jo omogoča obstoječa metodologija izračuna kapitalnih zahtev za kreditna tveganja. Bistven pogoj za naraščajočo uporabo različnih instrumentov za prenos kreditnega tveganja pa je sprememba v načinu razmišljanja bank. Število bank, ki menijo, da morajo posojila držati v svoji bilanci do njihove zapadlosti, je upadalo. Vse več bank o posojilih razmišlja kot o izpostavljenostih, s katerimi je možno trgovati, bodisi posamezno, bodisi v paketu.

⁵⁰ Pojem prihaja iz ekonomskega področja in pomeni možnost kupiti premoženje poceni na enem trgu ter ga na kakšnem drugem trgu takoj prodati za višjo ceno. Arbitraža je pravzaprav istočasno nakupovanje in prodajanje premoženja z namenom ustvarjanja dobička iz razlike v ceni. Arbitraža je pojav predvsem značilen za trg vrednostnih papirjev (in drugih finančnih instrumentov) do katerega pride, če so tečajni istega vrednostnega papirja na različnih trgih različni. Ta tečajna razlika povzroči proces nakupa tega vrednostnega papirja tam, kjer je cena nižja, in prodajo tam, kjer je cena višja. Torej, arbitraža ustvarja dobiček z izkoriščanjem cenovnih razlik pri identičnih ali podobnih finančnih instrumentih, ki ponavadi kotirajo na različnih trgih in v različnih oblikah. Razlika pa predstavlja arbitražni zaslužek. Če se pojavi, je arbitraža ponavadi posledica neučinkovitosti trga.

Pojma ne smemo zamešati z institutom arbitraže, ki ga poznamo iz pravnega področja. Arbitraža je pravni postopek reševanja sporov izven sodišča, pri čemer udeleženci prepustijo odločanje določeni osebi ali osebam - t.i. arbitrom oz. arbitražnemu tribunalu in se vnaprej zavežejo, da bodo spoštovali doseženo odločitev. V redkih primerih je lahko arbitraža tudi nezavezujoča. Po Zakonu o arbitraži (ZArbit) stranke predložijo arbitraži v reševanje vse ali določene spore, ki so med njimi že nastali ali ki utegnejo nastati v zvezi z določenim pogodbenim ali nepogodbenim pravnim razmerjem.

Figure 1.37. Evolution of the Global Financial Stability Map, 2007–09



Slika 9 (Razvoj globalne izpostavljenosti kreditnemu tveganju 2007-2010)⁵¹

Razvoj trga SFI je v tesni povezavi z aktivnejšim upravljanjem kreditnega tveganja. Novi instrumenti omogočajo bankam, da oblikujejo svoj profil tveganosti neodvisno od originalnih izpostavljenosti, po svojih značilnostih pa se lahko zelo razlikujejo. Eni omogočajo prenos kreditnega tveganja za eno samo izpostavljenost (*ang.* single name), drugi pa za skupino izpostavljenosti (*ang.* portfolio). Pri nekaterih vključuje prenos kreditnega tveganja prenos terjatev, ki so vir kreditnega tveganja, medtem ko se z drugimi prenaša samo kreditno tveganje. Obravnavani instrumenti se končno lahko razlikujejo tudi z vidika poteka prenosa, ki je lahko neposreden od kupca na prodajalca kreditne zaščite, ali pa posreden preko posebnega specializiranega podjetja (*t.i.* Special Purpose Vehicle, nadalje SPV). Slednje je značilno v glavnem za listinjenje.⁵²

⁵¹ *Prim:* Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010, str. 45. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>.

⁵² *Prim:* L. Janevska, Prenos kreditnega tveganja, Banka Slovenije, s. l. 2006, str. 1. Dostopno na medmrežju: <http://bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>.

4.1. REGULACIJA FINANČNIH TRGOV

Naraščajoča uporaba SFI je sprožala veliko vprašanj v zvezi z ustreznostjo obstoječe regulatorne obravnave tovrstnih instrumentov in potrebnimi spremembami, ki bi omogočile bolj natančno merjenje dejanskih tveganj. Kapitalska shema, ki določa pravila za izračun kapitalske ustreznosti bank iz naslova kreditnega tveganja, je bila namreč sprejeta že leta 1988, ko je bila uporaba tehnik za prenos kreditnega tveganja zelo omejena, cela vrsta instrumentov, ki jih danes tržni udeleženci na veliko uporabljajo, pa sploh še ni obstajala.

Prvi predpisi v slovenskem bančnem prostoru, ki so imeli namen zakonsko določiti kapital in kapitalsko ustreznost, so bili sprejeti z Zakonom o bankah in hranilnicah v letu 1991. Vse bistvene elemente prvega baselskega sporazuma pa smo v našo bančno prakso prenesli s Sklepom o načinu izračuna kapitalske ustreznosti bank in hranilnic, v skladu s katerim so naše banke prvič izračunale kapital in kapitalsko ustreznost po stanju na koncu leta 1993.

Napredne finančne institucije so kmalu po vzpostavitvi prvih baselskih standardov (*ang.* Basel Capital Accord, *tudi* Basel I.) ugotovile, da jim nekatere tehnike oziroma uporaba SFI omogoča znižanje kapitalskih zahtev in tako odstranjevanje tveganjih postavk iz poslovnih bilanc.⁵³ Baselski kapitalski sporazum je nastal leta 1988 iz potrebe zagotoviti stabilnost mednarodnega finančnega sistema, saj je bil zaradi hitre rasti obsega poslovanja bank, dolžniške krize in razvoja izven bilančnih aktivnosti le-ta močno ogrožen. Osnovni namen kapitalskega sporazuma je bil okrepiti kapitalsko osnovo bank, s čimer te pokrivajo kreditno tveganje, kateremu so izpostavljene pri svojem poslovanju. Z leti je poslovanje bank postajalo vse kompleksnejše, njihova učinkovitost se je manjšala, zaradi izjemnega napredka informacijske tehnologije so vse pogosteje nastopale globalno, s čimer so se tveganja še povečala in pojavila se je potreba po oblikovanju novega kapitalskega sporazuma, ki naj bi odražal realnejšo sliko izpostavljenosti tveganju in kapitalske moči posamezne banke. Z uveljavitvijo novih baselskih standardov pa je avtoriteta prešla na Basel II⁵⁴.

⁵³ *Prim:* G. Lojk, Uporaba izvedenih kreditnih instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj (specialistično delo), Ekonomsko-poslovna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor 2008, str. 19.

⁵⁴ Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, Bank for International Settlements, Basel 2006. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>.

Baselski standardi so pravzaprav priporočila, ki jih objavlja Komite⁵⁵ in so namenjena predvsem državam članicam Mednarodne banke za poravnavo (nadalje BIS, *ang.* Bank for International Settlements) ter niso zavezujoča. Večina držav pa je baselske standarde zaradi njihove avtoritete in mednarodne veljave prenesla v svojo zakonodajo. Evropska unija je to storila s sprejetjem posebnih direktiv o kapitalski ustreznosti (CAD – Capital Adequacy Directive).⁵⁶ Direktive so tisti pravni viri Evropske unije, ki so zavezujoči le glede cilja, a državi članici prepuščajo izbiro oblike in metod implementacije v domači pravni red. Direktive tako niso neposredno uporabljive, določbe lahko imajo le (vertikalni) neposredni učinek.⁵⁷ Obstoječa pravna ureditev slovenskega bančništva tako temelji na določbah novega ZBan-1, ki je prenesel zadnji dve direktivi o kapitalski ustreznosti⁵⁸ v slovensko pozitivno pravo. V 125. členu ZBan-1 tako najdemo dikcijo, da banka mora zagotoviti⁵⁹, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom, glede na obseg in vrste storitev, ki jih opravlja, ter tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh storitev (kapitalska ustreznost).

Osnovni namen novega kapitalskega sporazuma Basel II. je približati raven kapitalske ustreznosti potrebnemu ekonomskemu kapitalu. Zahtevani (regulatorni) kapital, izračunan po metodi iz starega kapitalskega sporazuma, ni več ustrezal resničnemu ekonomskemu tveganju, ki mu je posamezna banka izpostavljena. Stara metoda ugotavljanja potrebnega kapitala za kritje tveganj je bila izjemno toga in je marsikdaj postavljala previsoke kapitalske zahteve. To dejstvo je neizogibno vodilo k razvoju mnogih načinov za kapitalsko arbitražo, to pa je proces, v katerem banka zmanjša svojo zahtevo po kapitalski ustreznosti, ne da bi se pri tem zmanjšala tveganost njenega poslovanja. To so omogočile različne tržne inovacije (SFI) ter uporaba finančnega vzvoda. Tipično možnost za izvajanje kapitalske arbitraže omogoča proces listinjenja. Neustrezna obravnava

⁵⁵ Komite ali Baselski odbor za nadzor bank so leta 1975 ustanovili guvernerji skupine desetih najrazvitejših držav, imenovanih G-10. Danes so v odboru predstavniki držav Argentine, Avstralije, Belgije, razilije, Kanade, Kitajske, Francije, Nemčije, Hong Kong SAR, Indije, Indonezije, Italije, Japonske, Koreje, Luksemburga, Mehike, Nizozemske, Rusije, Savdske Arabije, Singapurja Južne Afrike, Španije, Švedske, Švice, Turčije, Velike Britanije in ZDA. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>.

⁵⁶ *Prim:* G. Lojk, Uporaba izvedenih kreditnih instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj (specialistično delo), Ekonomsko-poslovna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor 2008, str. 16.

⁵⁷ *Prim:* M. Accetto, Pravo Evropske unije, Pravni mozaik 5, GV Založba, Ljubljana 2008, str. 3.

⁵⁸ Dostopno na medmrežju: <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=domain.show&did=7>.

⁵⁹ Tako pridobljena kapitalska ustreznost seveda ne pomeni, da banke v vsakem trenutku razpolagajo z ustreznim kapitalom, da pokrijejo vse svoje obveznosti do svojih komitentov.

načinov za zmanjševanje kreditnega tveganja je tako spodbujala kapitalsko arbitražo in s tem poslabšanje kvalitete aktive bank ob manjših kapitalskih zahtevah.⁶⁰

Priložnosti za kapitalsko arbitražo v finančnem okvirju Basel I. so predstavljale ključno spodbudo za listinjenje; Basel II. se je tako posvetil mnogim tem pomanjkljivostim. Vendar je finančna kriza razkrila nezadostnosti tudi v Basel II. pravilih. Začetne domneve namreč niso predvidevale tolikšne kompleksnosti SFI in povezljivosti kreditnega tveganja.⁶¹

4.2. LISTINJENJE

Listinjenje je proces, pri katerem se portfelj finančnih instrumentov »prepakira« v vrednostne papirje za prenos na tretje osebe.⁶² Bistvo listinjenja je v tem, da varnost tako izdanih vrednostih papirjev ni odvisna od plačilne sposobnosti določenega podjetja ipd., ampak od pričakovanega bodočega denarnega toka kritnega premoženja.⁶³

Zakaj govorim tokrat o vrednostih papirjih? International Swaps And Derivatives Association, Inc.⁶⁴ (nadalje ISDA) je ena izmed večjih svetovnih organizacij, katera je v veliki meri zaslužna za naraščajočo uporabo kreditnih izvedenih finančnih instrumentov in njihovih standardiziranih pogodb⁶⁵. Leta 2003 je ISDA izdala opredelitve pojmov v zvezi s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti, ki se bi naj uporabljali za njihove standardizirane pogodbe, vendar so hitro prerasli svoj pomen in se dandanes marsikateri avtor⁶⁶ sklicuje na njihove opredelitve. Pomembna razlika ki jo najdemo v njihovih opredelitvah, je dejansko razlika v uvrščanju različnih instrumentov;

⁶⁰ *Prim:* A. Lukman, Basel II in CAD 3: Vloga regulatornega nadzora, Banka Slovenije, Ljubljana 2007, str. 5. Dostopno na medmrežju: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=3712>.

⁶¹ Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009, str. 91-92. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>.

⁶² *Prim:* Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009, str. 80. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>.

⁶³ Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) je listinjenje opredelila: »Securitisatation means the issuance of marketable securities backed not by the expected capacity of a private corporation or public sector entity to repay, but by the expected cash flows from specific assets.«

⁶⁴ Dostopno na medmrežju: <http://www.isda.org/>.

⁶⁵ *Prim:* L. Janevska, Prenos kreditnega tveganja, Banka Slovenije, s. l. 2006, str. 4. Dostopno na medmrežju: <http://bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>.

⁶⁶ *Glej:* S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., London 2004, str. 617.

kreditni izvedeni finančni instrumenti sodijo namreč med vrednostne papirje⁶⁷ (*ang.* securities). Takšna sistematika opravičuje uporabo pojma vrednostnih papirjev v zgornji opredelitvi ter definicijo SFI Ljubljanske borze⁶⁸, se pa ne ujema s sistematiko ZTFI.

Prvi zametki listinjenja so se pojavili nekaj desetletij nazaj v ZDA, nato pa se je začela hitra širitev v Evropo in svet. Že samo dejstvo, da je bila razvojna pot tako hitra pove, da je to izjemno zanimiv institut, saj poleg zmanjševanja stroškov kapitala prinaša še mnoge druge prednosti, ki jih na primarnem trgu kapitala⁶⁹ sicer ni mogoče doseči. Prednosti, ki jih listinjenje prinaša so: izboljšanje bilance podjetij (predvsem bank), doseganje (uravnavanje) kapitalske ustreznosti, ugodnejše davčno obravnavanje ipd. Vse te in še mnoge druge prednosti listinjenja so pripeljale do tega, da je bilo npr. v letu 2006 samo v Evropi izvedenih za 456 milijard EUR transakcij listinjenja.

Poudariti pa je potrebno še, da lahko v zvezi z razvojem listinjenja v ZDA na nek način govorimo o dvotirnosti. Medtem ko je prvo javno strukturirano financiranje leta 1970 izvedla vladna agencija Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) z izdajo »pass-through« obveznic, so na drugi strani poslovne banke, ki so kupovale terjatve od večjih korporacij in jih »nalagale« v svoje bilance, te nakupe refinancirale preko izdaje vrednostnih papirjev s pomočjo SPV-jev oz. posebej za ta namen ustanovljenih družb. Slednja oblika listinjenja, zelo poenostavljeno zgleda tako, da banka (ali drug subjekt) izloči določene terjatve iz svoje bilance in jih proda posebni družbi, znani pod izrazom SPV. SPV na podlagi tega premoženja izda vrednostne papirje. Bistveno pri tem pa je, da so ti vrednostni papirji kvalitetnejši od običajnih vrednostnih papirjev, saj imajo kritje v določenem stvarnem premoženju. Seveda samo domnevno kritje pri tem ne zadostuje, zato so se poleg izvorne banke (*ang.* Originator) in SPV-ja izoblikovali še drugi subjekti, kot je npr. fiduciar (*ang.* Trustee), ki nadzirajo, da je izločeno premoženje v vsakem trenutku ustrezno, saj le to dejansko zagotavlja varnost investorjev v take vrednostne papirje.

Potrebno pa je opozoriti, da je oblik listinjenja prav toliko, kolikor je posameznih transakcij. Transakcije se namreč med seboj razlikujejo, saj se konkretni medsebojni odnosi udeležениh

⁶⁷ *Prim:* P. C. Harding, A Practical Guide to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, Euromoney Institutional Investor Plc., London 2004, str. 23. Dostopno na medmrežju: http://books.google.si/books?id=4z_QS37UwqEC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false.

⁶⁸ *Glej poglavje 2. Pravna in terminološka opredelitev strukturiranih finančnih instrumentov.*

⁶⁹ Finančni trg, na katerem prihaja do novih izdaj finančnih instrumentov, ki jih izdajatelj ponudijo vlagateljem prvič v odkup. Na drugi strani je sekundarni finančni trg, na katerem se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. *Glej:* Slovar borznih izrazov z angleškimi ustrezniki, Ljubljanska borza d.d. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&crka=P>.

subjektov običajno uredijo s pogodbo na konkretni ravni. Na nek način lahko rečemo, da obstajajo tri osnovne vrste listinjenja in sicer listinjenje hipotekarnih posojil (*ang.* Mortgage-Backed Securities ali MBS) in ostalega premoženja (*ang.* Asset-Backed Securities ali ABS), listinjenje zadolžnic, zavarovanih z dolgom (*ang.* Collateralized Debt Obligations ali CDO) in sintetično listinjenje zamenjav kreditnega tveganja⁷⁰ (*ang.* Credit Default Swaps ali CDS); vendar se lahko sam postopek izvedbe transakcije, tudi znotraj ene izmed teh oblik, močno razlikuje.⁷¹ Z globalnega vidika je ravno sintetično listinjenje (*ang.* synthetic securitisation) bilo proti začetku krize najbolj uporabljeno. Razlika med tradicionalnim in sintetičnim listinjenjem je v prehodu terjatev oz. drugega premoženja. Namesto dejanskega nakupa paketa posojil oz. instrumentov, SPV banki proda samo kreditno zaščito za tveganje iz naslova teh posojil. V tem primeru torej ne pride do prenosa oziroma prodaje posojil, temveč le do prenosa kreditnega tveganja v zvezi s temi posojili.⁷²

Gospodarske razloge za listinjenje lahko v grobem delimo v dve večji skupini, ki pa seveda nista izključni. Pomeni način cenejšega financiranja, kjer je tveganje odvisno predvsem od kakovosti in količine sredstev, ki služijo kot zavarovanje za poplačilo terjatve in ne npr. od same kreditne sposobnosti določenega kreditojemalca, kar je značilnost tveganja pri klasičnih bančnih kreditih. Poleg tega je tveganje močno zmanjšano z razpršenostjo terjatev ter običajno velikega obsega le teh. Pri listinjenju gre namreč za združitev velike količine različnih terjatev oz. premoženja v pakete in njihova prodaja ter izdaja vrednostnih papirjev na njihovi podlagi. Prav ta razpršenost in velik obseg terjatev pa zmanjšujeta tveganje, katerim so vrednostni papirji izpostavljeni. Manjše tveganje pa v načelu pomeni nižje obresti. Pri tem pa ne smemo spregledati pomembne lastnosti listinjenja in sicer, da ne ustvarja novega tveganja, niti tveganja v celoti gledano ne zmanjšuje, temveč ga le prenaša oz. razprši med druge subjekte.

Na drugi strani pa gre pri listinjenju za način »izboljšanja« bilance banke ali drugega subjekta (izvirne banke).⁷³ Izvirna banka ki ima v svoji bilanci večjo količino terjatev z različno stopnjo tveganja, ima zaradi tega slabšo bonitetno oceno, saj vsaka terjatev nedvomno predstavlja vsaj

⁷⁰ Glej poglavje 5.2.1. Zamenjava kreditnega tveganja.

⁷¹ Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 1-2.

⁷² Prim: L. Janevska, Prenos kreditnega tveganja, Banka Slovenije, s. l. 2006, str. 2. Dostopno na medmrežju: <http://bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>.

⁷³ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 4. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

določeno stopnjo tveganja. S tem, ko izvorna banka izloči te terjatve iz svoje bilance v zameno dobi likviden denar, posledično pa to pomeni izboljšanje aktive njegove bilance in nenazadnje pridobitve boljše bonitetne ocene. Poleg tega pa SPV, ki ima v svoji bilanci izključno sredstva (terjatve), ki jih je odkupil od izvorne banke, dosega boljšo bonitetno oceno, kot bi jo izvorna banka, če bi te terjatve zadržala v svoji bilanci, pomešane z ostalimi terjatvami. Na tem mestu bi lahko govorili celo o dvojnem pozitivnem učinku. Listinjenje zagotavlja »boljšo« razpršenost tveganja in tako povečuje splošno finančno stabilnost.⁷⁴

4.3. RAZVOJ LISTINJENJA V EVROPI IN SLOVENIJI

Evropa je danes drugi največji trg listinjenja, takoj za ZDA. Ena izmed oblik listinjenja je bila v Nemčiji in na Danskem sicer poznana že kar nekaj časa pred pojavom sodobnega listinjenja, vendar v tem primeru še ne moremo govoriti o listinjenju v sodobnem smislu. Nemška hipotekarna obveznica »Pfandbrief«, ki je poznana že več kot 200 let, ni primerljiva z obliko listinjenja, ki se je razvila v ZDA in se kasneje razširila v Evropo.⁷⁵ Temeljna razlika med modeloma je v tem, da je imetnik nemške hipotekarne obveznice upnik izdajatelja oz. kreditodajalca (banke), le-ta pa obdrži v svojem portfelju hipotekarne kredite.⁷⁶ Imetnik tako ne postane lastnik posojil.

Listinjenje v Sloveniji ni razširjeno, prav tako na tem področju skoraj ni zaslediti pravne prakse. Vse do sprejema Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici⁷⁷ (nadalje ZHKO) v začetku leta 2006, niti ni bilo prave zakonske podlage, ki bi omogočala varno izdajo obveznic, ki bi bile krite s terjatvami iz hipotekarnih posojil. Bankam tako ni bila dana možnost, da bi svoja hipotekarna stanovanjska posojila (primarni hipotekarni trg) refinancirale z izdajo hipotekarnih obveznic ter si tako zagotovile cenejši način lastnega financiranja (sekundarni hipotekarni trg⁷⁸).⁷⁹

⁷⁴ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 8-9.

⁷⁵ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 5.

⁷⁶ *Prim:* M. More, Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji, 7. Strokovno posvetovanje o bančništvu, Portorož 2001, str. 6.

⁷⁷ Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, Uradni list RS, št. 17/2006, Ljubljana 2006.

⁷⁸ *Prim:* M. More, Dileme izbora modela hipotekarnega bančništva v Sloveniji, Bled 2002, str. 2.

⁷⁹ *Prim:* Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, Poročevalec Državnega zbora RS, Državni zbor RS, letnik XXXI, št. 105, Ljubljana 2005, str. 4.

V 120. členu ZBan-1 je listinjenje opredeljeno kot posel ali shema, pri katerem se kreditno tveganje, povezano s posamezno izpostavljenostjo ali skupino izpostavljenosti, razdeli na segmente kreditnega tveganja in ki ima naslednje značilnosti:

1. plačila v tem poslu ali shemi so odvisna od izpolnjevanja obveznosti dolžnikov pri tej izpostavljenosti ali skupini izpostavljenosti in
2. podrejenost segmentov kreditnega tveganja je podlaga za določitev porazdelitve izgub med trajanjem tega posla ali sheme.

Pri čemer loči ZBan-1 med tradicionalnim listinjenjem in sintetičnim listinjenjem. Tradicionalno listinjenje je listinjenje, ki obsega premoženjski prenos izpostavljenosti, ki so predmet listinjenja, na pravno osebo s posebnim namenom listinjenja, ki v zvezi s tem izda vrednostne papirje. To se opravi tako, da izvorna banka neposredno ali prek soudeležbe prenese imetništvo olistinjenih izpostavljenosti. Vrednostni papirji ki se izdajo, ne vsebujejo denarne obveznosti izvorne banke. Sintetično listinjenje pa je listinjenje, pri katerem se razdelitev kreditnega tveganja na segmente kreditnega tveganja doseže s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti ali garancijami, skupina izpostavljenosti, ki je predmet listinjenja, pa se ne prenese in se izkazuje v bilanci stanja izvorne banke. ZBan-1 je omenjene opredelitve prenesel iz Direktive o kapitalski ustreznosti⁸⁰.

Kar pa je najpomembnejše, ZBan-1 je opredelil izraz, ki je v ZDA poznan pod angleškim izrazom Special Purpose Vehicle oz. SPV. Imenoval jo je kot »pravno osebo s posebnim namenom listinjenja« ter določil pogoje, ki jih mora taka pravna oseba izpolnjevati. S tem je namreč nakazana mogoča smer razvoja listinjenja v Sloveniji in sicer s pomočjo, posebej za ta namen ustanovljenih družb oz. SPV-jev.

Pomanjkanje »prave« pravne podlage pa nikakor ne pomeni, da listinjenje v slovenskem pravnem sistemu, do sprejema omenjenih dveh zakonov, ni bilo mogoče. Za listinjenje so se namreč uporabljala splošna pravila civilnega in gospodarskega prava. Prvi primer listinjenja pri nas se je zgodil že v novembru leta 1995, ko je Nova Ljubljanska Banka, d.d. izvedla listinjenje posojil po ameriškem zgledu. Izdajatelju obveznic je prodala zelo kakovostne terjatve in si s tem izboljšala

⁸⁰ Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij, Evropski parlament (*ang.* Directive 2006/48/EC of the European parliament and of the Council on the capital adequacy of investmen firms and credit institutions), Svet Evropske unije, Bruselj 2006. Dostopno na medmrežju: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/sl/oj/2006/l_177/l_17720060630sl00010200.pdf.

svojo likvidnost. Drugi večji in izjemno odmeven primer listinjenja pa je bila izdaja hipotekarnih obveznic s strani družbe BTC, d.d.⁸¹

S sprejemom zgoraj omenjenih dveh zakonov je bila dana dejanska pravna podlaga za uveljavitev in razvoj listinjenja v Sloveniji.⁸²

4.3.1. IZDAJA PO ZAKONU O HIPOTEKARNI IN KOMUNALNI OBVEZNICI

Prvi člen zakona določa, da le ta ureja hipotekarno in komunalno obveznico, pogoje za njuno izdajo in zahteve glede jamstva za ti obveznici. Poudariti je potrebno, da zakon hipotekarne in komunalne obveznice, in druga s tem povezana vprašanja ne ureja celovito. Šesti člen namreč določa, da se za hipotekarne in komunalne obveznice uporablja zakon, ki ureja trg finančnih instrumentov, da se za izdajatelja uporabljajo določila zakona, ki ureja bančništvo in da se za hipotekarne kredite uporablja zakon, ki ureja potrošniške kredite. Povsod pa dodaja, da se omenjeni zakoni uporabljajo samo, če ni določeno vprašanje z ZHKO urejeno drugače.⁸³

Hipotekarne in komunalne obveznice izdaja samo banka, po predhodno pridobljenem dovoljenju Banke Slovenije. Banka Slovenije v skladu z 9. členom ZHKO izda dovoljenje banki, ki je vložila zahtevo za izdajo dovoljenja in je priložila dokazila, da izpolnjuje pogoje v zvezi s sistemi za upravljanje s tveganji; da v kvalitativnem in številčnem smislu razpolaga z ustreznimi kadri in je organizacijsko in tehnično usposobljena, da zagotavlja ločenost poslovanja, da ima izdelana pravila o vodenju kritnega registra, da ima izdelana pravila o vrednotenju nepremičnin ter da ima v delovnem razmerju za nedoločen in polni delovni čas vsaj enega pooblaščenega ocenjevalca vrednosti nepremičnin oz. ima sklenjeno podjemno pogodbo z zunanjim pooblaščenim ocenjevalcem in je podala izjavo, da ima s svojimi upniki ustrezno urejena pogodbeno razmerja, ki

⁸¹ Na področju listinjenja hipotekarnih kreditov je bila edina izdaja hipotekarnih obveznic izvedena s strani družbe BTC, d.d., kar se je doslej zgodilo dvakrat. Dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev je BTC, d.d. pridobil leta 1996 in tako leta 1998 izdal 340.000 desetletnih imenskih hipotekarnih obveznic BTC 1 v skupni nominalni vrednosti 34 milijonov takratnih DEM, po nespremenljivi letni obrestni meri 10,5%. Postopek je bil ponovljen leta 2001 z namenom finančnega prestrukturiranja (odkup lastnih delnic) in financiranja razvojnih programov. Izdali so desetletne imenske hipotekarne obveznice BTC 2, z nespremenljivo 7% letno obrestno mero. Pri tem je sodelovala Nova Ljubljanska Banka d.d., ki je v prvi nejavni prodaji tudi sama kupila del obveznic (25,4% emisije). Na tem mestu pa je treba poudariti, da ne gre za prave hipotekarne obveznice, katerih uveljavitev je bila omogočena šele s sprejemom ZHKO leta 2006.

⁸² *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 6-7, 25.

⁸³ Po načelu *lex specialis derogat lex generalis*.

bi upnikom onemogočila odstop od pogodb, saj bi to lahko ogrozilo likvidnost ali solventnost banke. Treba je opozoriti, da morajo biti pogoji, ki jih ZHKO našteva v členih od 11. do 14. izpolnjeni poleg tistih, ki jih določa ZBan-1.

Hipotekarne obveznice se izdajo tako, da izdajatelj izda sklep o izdaji, ki mora v skladu s 17. členom ZHKO vsebovati: celoten nominalni znesek izdanih obveznic, znesek ali zneske, na katere se glasijo posamezne obveznice, število obveznic po zneskih na katere se glasijo posamezne obveznice, višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti, izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem in izjavo, da gre za obveznico na prinosnika ali imetnika. Pomembno je tudi določilo 3. odstavka 17. člena ZHKO, ki določa, da se obveznice izdajo v nematerializirani obliki.

V zvezi s prodajo hipotekarnih obveznic je ZHKO v 18. členu vpeljal poenostavitev v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Določa namreč, da se prva prodaja hipotekarnih obveznic lahko opravi z javno ponudbo ali kot ponudba, namenjena največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo kupile celotno izdajo. Gre predvsem za poenostavitve v zvezi z dokumenti, in informacijami, ki jih je potrebno predložiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev, saj gre v primeru hipotekarnih obveznic že samo po sebi za visoke zakonske standarde varnosti teh obveznic. Dodatna obveznost, ki jo ZHKO v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev uvaja v zvezi z vsebino prospekta in izvlečka prospekta je, da morata ta dva dokumenta vsebovati izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem, kar pa mora, kot že povedano, vsebovati tudi sam sklep o izdaji.⁸⁴

4.4. POSTOPEK LISTINJENJA

Listiniti je mogoče katerokoli premoženje oz. terjatev ki je dovolj velika in homogena, katere velikost je mogoče razumno ugotoviti in katere bodoči denarni tok je razmeroma predvidljiv.⁸⁵ Zaradi različnosti terjatev, ki jih je mogoče listiniti in nenazadnje zaradi mnogih načinov listinjenja bo v nadaljevanju predstavljena osnovna oblika in temeljni mehanizem po ameriškem zgledu. Zakonitosti in posebnosti ki bodo ugotovljene, je mogoče smiselno uporabiti tudi v slovenskem

⁸⁴ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 34-35.

⁸⁵ *Prim:* L. Janevska, Prenos kreditnega tveganja, Banka Slovenije, s. l. 2006, str. 2. Dostopno na medmrežju: <http://bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>.

pravnem sistemu. Kot že omenjeno pa se je sistem listinjenja v ZDA odvijal dvotirno in sicer s pomočjo države oz. različnih državnih agencij in po drugi strani, s pomočjo zasebnih institucij. Pregled v nadaljevanju bo osredotočen predvsem na listinjenje preko zasebnih institucij, ki je nedvomno zanimivejši za slovenski pravni sistem, saj v Sloveniji trenutno še ne poznamo institucije, katere dejavnost bi bila listinjenje terjatev oz. premoženja.

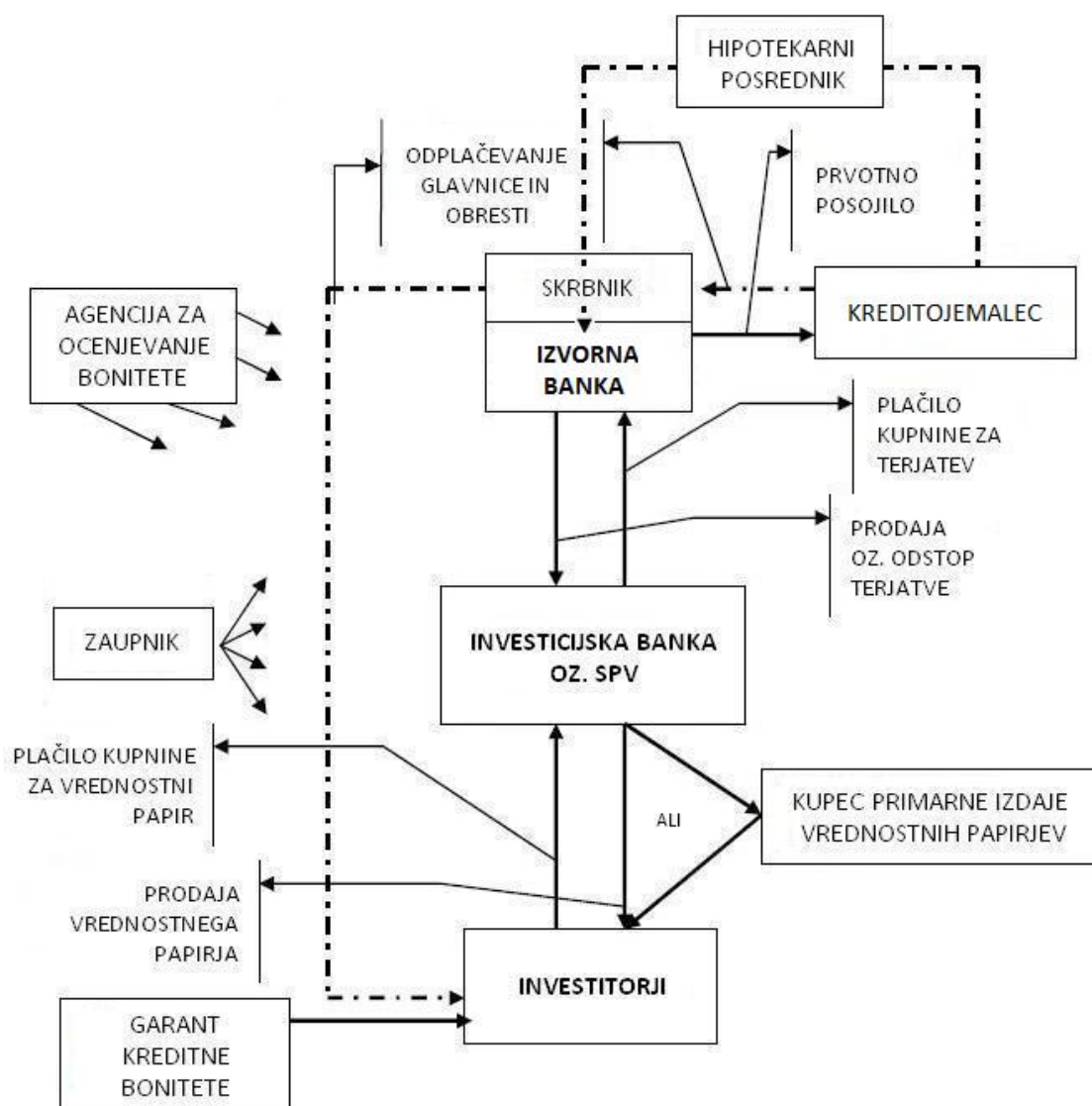
Listinjenje je način prerazporeditve (kreditnega) tveganja, saj tradicionalno tveganje, ki so ga doslej nosile banke prerazporedi med večje število udeležениh subjektov, ki tveganje prostovoljno prevzamejo nase.⁸⁶ Pri običajni transakciji listinjenja so udeleženi: kreditojemalec (*ang.* Borrower), hipotekarni posrednik⁸⁷, kreditodajalec oz. izvorna banka (*ang.* Originator), SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle oz. SPV), skrbnik (*ang.* Servicer), fiduciar (*ang.* Trustee), garant kreditne bonitete (*ang.* Credit Enhancer), agencija za ocenjevanje bonitete (*ang.* Credit Rating Agency, nadalje CRA), kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev oz. svetovalec (*ang.* Underwriter) in investitorji (*ang.* Investors). Pri tem pa lahko udeležence listinjenja v grobem delimo na dve skupini: na glavne udeležence oz. glavne stranke transakcije, to so izvorna banka, SPV in investitorji in na stranske udeležence, ki načeloma niso neposredno udeleženi.

Poudariti je potrebno, da glede na že omenjene različne oblike listinjenja, to niso vsi subjekti, ki so lahko udeleženi pri listinjenju. Poleg tega velja, da je katerikoli izmed njih lahko tudi banka. Nenazadnje pa niti ni potrebno, da so pri določeni obliki listinjenja prisotni vsi naštetih.⁸⁸

⁸⁶ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 7. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

⁸⁷ F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 86.

⁸⁸ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 8-10.



Slika 10 (Shema hipotekarnih in finančnih povezav)⁸⁹

Namesto, da bi investor v neposrednem stiku s kreditorejmalcem preveril tveganje, se med njiju vključi 8 ali 9 skupin posrednikov, ustanov (lahko več v posamezni skupini), ki vsi zahtevajo provizije za svoje storitve. Stroški posla naraščajo, kar se lahko poplača, če tržna cena originalne hipoteke (hiše) narašča. Ker so imeli vsi, razen zadnjega kupca vrednostnega papirja, motiv, da bi

⁸⁹ Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 8-10; F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 86-88.

izdali čim več posojil, so s tem povečevali povpraševanje po nepremičninah in dvigovali njihovo ceno. Ob finančnem se je tako napihoval tudi nepremičninski trg.⁹⁰

4.4.1. KREDITOJEMALEC

Kreditojemalec (*ang.* Borrower) je prvi člen v verigi in subjekt, ki je odgovoren za poplačilo temeljne obveznosti in tako za dokončno uspešno izvedbo in poplačilo terjatev, ki so podlaga za izdajo vrednostnega papirja.⁹¹ Gre za subjekt, ki npr. najame kredit pri banki ali drugi finančni instituciji (izvorni banki), terjatev, ki jo ima banka proti njemu pa je običajno zavarovana z zastavno pravico na določeni nepremičnini (hipoteka) ali premičnini (zastavna pravica ali drugo zavarovanje), s predvidenimi bodočimi denarnimi tokovi ali na drug način, lahko pa seveda sploh ni zavarovana. Primeri terjatev, ki niso zavarovane so npr. terjatve iz kreditnih kartic in potrošniška posojila. Kreditojemalec pogosto ni obveščen oz. ni nujno, da bi bil obveščen o prodaji oz. odstopu terjatve, ki jo ima izvorna banka proti njemu, zato izvorna banka pogosto uspe obdržati posloven odnos direktno z njim. Kreditojemalec je lahko katerakoli pravna oseba, tudi oseba javnega prava, lahko pa tudi določena banka. V zadnjem času je postalo običajno, da se kategorizacija v bonitetne razrede opravi že na stopnji kreditojemalca in sicer se jih razvršča v razrede od A do D, pri čemer je kreditojemalec razreda A tak, ki ima razmeroma kvalitetno kreditno zgodovino z malo oz. nobenimi pomanjkljivostmi in s solidno zmožnostjo poravnave dolgov. Medtem ko pomeni kreditojemalec razreda D veliko tveganje, saj ni sposoben pravočasno izpolnjevati svojih obveznosti oz. ima težave z likvidnostjo.⁹² Kvaliteta vrednostnega papirja, ki nastane z listinjenjem je posledično odvisna od kvalitete oz. razreda kreditojemalca, pri čemer pa je potrebno poudariti, da ta odvisnost ni direktna, saj gre pri listinjenju za večjo košarico ali portfelj terjatev oz. večje število kreditojemalcev in posamezen kreditojemalec tako prispeva le določen sorazmeren del k bonitetni oceni vrednostnega papirja.⁹³

⁹⁰ F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 89.

⁹¹ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 8. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

⁹² Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 8-9. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

⁹³ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 10-11.

4.4.2. HIPOTEKARNI POSREDNIK

Hipotekarni posrednik oblikuje predlog banki za pridobitev hipotekarnega posojila, ki temelji na njegovi subjektivni oceni vrednosti hipoteke in odplačilne sposobnosti kreditojemalca. Ker želi čim več poslov za čim več provizij, pretirava pri obeh ocenah, banka pa ne preverja realnosti ocen, saj ve, da bo posojilo (zapakirano ali samostojno) prodala naprej in s tem tveganje neodplačila prenesla na drugo banko (finančno ustanovo).⁹⁴ Hipotekarni posrednik ima tako podoben pomen v postopku listinjenja kot agencije za ocenjevanje bonitete.

4.4.3. KREDITODAJALEC OZ. IZVORNA BANKA

Izvorna banka (*ang.* Originator⁹⁵) je subjekt, ki odobri posojilo oz. kredit in s tem pridobi terjatev proti kreditojemalcu oz. je lastnik premoženja, ki bo služilo za listinjenje. Terjatev je pogosto tudi zavarovana in sicer z določenim dodatnim premoženjem. Sicer pa ta subjekt ni nujno, da je vedno izvorna banka, lahko so tudi večje finančne institucije, največji proizvajalci avtomobilov, komercialne banke, proizvajalci računalnikov in računalniške opreme, proizvajalci letal, zavarovalnice, druge finančne institucije ipd.; sem pa za namen diplomskega dela uporabljal izraz izvorna banka, saj se osredotočam na izdajo vrednostnih papirjev osnovanih na hipotekarnih kreditih. Proizvajalci različnih sredstev, kot so proizvajalci avtomobilov, letal, računalnikov namreč pogosto uporabljajo listinjenje za pokritje trenutnega primanjkljaja, ki ga imajo zaradi terjatev, ki so jih pridobile s prodajo njihovih primarnih produktov v postopku normalnega poslovanja in ki še niso poplačane.⁹⁶ Kreditodajalec je torej subjekt, ki proda oz. s cesijo odstopi svoje terjatve proti

⁹⁴ Prim: F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 86.

⁹⁵ Po opredelitvi iz Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij: „originator“ pomeni subjekt, ki je sam ali preko povezanih subjektov, neposredno ali posredno sodeloval pri prvotnem dogovoru, s katerim so nastale obveznosti dolžnika ali morebitne obveznosti morebitnega dolžnika, ki predstavljajo listinjenje izpostavljenosti; ali subjekt, ki v okviru svoje bilance stanja kupi izpostavljenosti tretje stranke, nato pa jih listini.

⁹⁶ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 9. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

tretjim osebam določeni investicijski banki ali pa posebej za ta namen ustanovljeni družbi oz. SPV-ju.⁹⁷

4.4.4. SKRBNIK

Za skrbnika (*ang.* Servicer) je značilno, da upravlja s premoženjem, ki je namenjeno zavarovanju poplačila glavne terjatve, oz. poplačilu obveznosti iz vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem (kritno premoženje). Zanimivo pri tem subjektu je, da lahko izvorna banka po prodaji terjatev investicijski banki ali SPV-ju ostane skrbnik in tako še naprej skrbi za premoženje,⁹⁸ lahko pa se ta naloga prenese na poseben subjekt, ki skrbi za premoženje v skladu s posebno pogodbo (skrbnik v pravem pomenu besede). Naloga skrbnika je odvisna od skrbniške pogodbe, običajno pa obsega upravljanje s premoženjem, skrbi za nemoteno odplačevanje dolga s strani kreditorejmalcev, lahko pa tudi za likvidacijo premoženja, ki služi kot zavarovanje za terjatev, v primeru, da pride do potrebe po tem. Dodatno je naloga skrbnika tudi, da predstavlja administrativno podporo fiduciarju (katerega obveznost je, da ščiti interese investitorjev). Za fiduciarja namreč pripravlja mesečna, četrtna letna in druga poročila ipd. Skrbniku običajno pripada fiksno nadomestilo za skrbništvo.⁹⁹

4.4.5. SPECIAL PURPOSE VEHICLE¹⁰⁰

Izvorna banka običajno ustanovi posebno družbo oz. SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle), katere edini namen je nakup terjatev od izvorne banke. Glavni pogoj pri tem je, da mora biti SPV popolnoma samostojna pravna osebnost, ki je pravno popolnoma ločena od izvorne banke, kar pride še posebej do izraza v primeru stečaja katerega izmed njiju, kar je podrobneje obrazloženo spodaj. Seveda pa pravna ločenost ne pomeni tudi dejanske ločenosti izvorne banke in SPV-ja, saj je izvorna banka pogosto ustanovitelj SPV-ja in tako lastnik deležev, s tem pa poseduje tudi

⁹⁷ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 11-12.

⁹⁸ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 10. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

⁹⁹ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 12.

¹⁰⁰ Tudi SIV (*ang.* Special Investment Vehicle), SPE (*ang.* Special Purpose Entity).

upravljalne pravice nad SPV-jem. Zaradi tega pa je pomembno, da ima SPV neodvisno upravo. Izvorna banka torej prenese premoženje na SPV, ki v drugem koraku izda vrednostne papirje, ki imajo kritje v določenem premoženju, za katerega se je uveljavil izraz kritno premoženje. Take vrednostne papirje proda investitorjem, izkupiček pa nameni za poplačilo izvirne banke oz. kot plačilo za terjatve oz. premoženje, ki je služilo kot podlaga za lastninjenje.¹⁰¹

4.4.5.1. USTANOVITEV IN PRAVNA NARAVA SPV-ja

SPV je pravna oseba, ki je ustanovljena v skladu z zakoni, ki urejajo gospodarske družbe. Običajno so SPV-ji ustanovljeni kot delniške družbe, komanditne družbe in družbe z omejeno odgovornostjo. Vse pogosteje pa je ustanovljena v obliki posebnega sklada v skladu z angloameriškim pravnim sistemom (*ang. common-law trust*).

S stališča samega listinjenja in varstva investitorjev je ustanovitev SPV-ja ključnega pomena. Z ustanovitvijo pravne osebe, ki je povsem ločena od izvirne banke se namreč močno zmanjšajo možnosti, da bi premoženje, ki je bilo podlaga za listinjenje, v primeru stečaja izvirne banke, prišlo nazaj v njegovo stečajno maso. Pravna ločenost pa seveda ne pomeni, da ne sme biti med njima nikakršne povezave. Izvorna banka je pogosto ustanovitelj in lastnik poslovnih deležev v SPV-ju. Poleg zahteve, da mora biti SPV pravno povsem ločena oseba od izvirne banke običajno obstajajo še dodatni pogoji. Pomembna je npr. omejitev poslovnih dejavnosti s katerimi se SPV ukvarja samo na tiste, ki so nujno potrebne za odkup terjatev in izdajo vrednostnih papirjev. Taka omejitev je običajno določena že v ustanovitvenih aktih in služi predvsem temu, da SPV ne opravlja drugih dejavnosti, ki niso povezane s samim listinjenjem, saj bi le to lahko ogrozilo investitorje in njihove interese.

Nadalje je zelo pomembno, da se SPV-ju onemogoči, da bi najemal kredite ali prevzemal kakršnekoli dodatne obveznosti, ki ne bi bile povezane s samo strukturo listinjenja. Namen take prepovedi je v zmanjšanju možnosti, da bi kdorkoli, z izjemo investitorjev, imel moč sprožiti stečajni postopek nad SPV-jem. Dodatno pa poznamo še določbe o vrsti poslovodje, ki naj ga SPV ima. Zakon v ZDA npr. določa, da mora imeti SPV izključno enega neodvisnega poslovodjo in pri tem postavlja še dodatne pogoje. Poslovodja namreč v zadnjih dveh letih ni smel biti: družbenik, poslovodja, delojemalec SPV-ja ali z njim povezane družbe, nadalje ni smel biti povezan s

¹⁰¹ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 12-13.

pomembnejšo stranko ali dobaviteljem SPV-ja ali z njim povezane družbe, niti ni smel biti zakonski par, oče ali mati, brat ali sestra ali otrok take osebe. Zaradi zagotovitve popolne neodvisnosti takega poslovanja nekateri ustanovitveni akti SPV-jev določajo, da direktor nima nikakršne obveznosti do družbenikov SPV-ja. S tem naj bi poudarili njegovo zvestobo SPV-ju, kar vključuje tudi zvestobo investitorjem.

Kljub vsem zahtevam, ki v praksi veljajo v zvezi z ustanovitvijo in delovanjem SPV-ja je potrebno poudariti, da gre pri vseh teh dodatnih pogojih le za zmanjševanje možnosti, da SPV oz. njegovo premoženje pride v stečaj in ne za popolno odpravo le-te.

Stopnja možnosti konsolidacije¹⁰² izvirne banke in SPV-ja pa je, v primeru stečaja prvega, seveda v veliki meri odvisna prav od pravnega sistema, v katerem se transakcija listinjenja izvaja. Za ZDA je npr. značilno, da se stečajna sodišča pogosto označujejo kot »sodišča pravičnosti« in ne »sodišča prava«, kar pomeni, da imajo veliko diskrecijsko pravico. Lahko namreč odločajo po pravičnosti in ne po strogih določbah zakona. Po drugi strani, pa je sodišče enajstega okrožja v ZDA, v zadevi Eastgroup Props v. Southern Motel Assoc, Ltd, zavzelo bolj liberalno stališče, ko je menilo, da je osnovni kriterij pri odločanju o tem, ali naj se konsolidacija izvede, v presoji, ali ekonomski razlogi dolžnikove ločenosti prevladajo nad ekonomskimi razlogi konsolidacije.

Diskrecija sodišča pri tem, ko odloča o vprašanju, ali naj se premoženje SPV-ja konsolidira s premoženjem izvirne banke nad katerim je bil začet stečajni postopek, seveda že sama po sebi govori v škodo transakciji listinjenja. Možnost, da bo kritno premoženje, ki služi kot osnova za listinjenje, na kakršenkoli način prišlo v stečajno maso izvirne banke namreč zmanjšuje zanimivost tovrstnih vrednostnih papirjev.¹⁰³

4.4.6. INVESTITORJI

Investitorji (*ang.* Investors) so kupci vrednostnih papirjev, ki imajo kritje v osnovnih terjatvah, oz. v njihovem kritnem premoženju. Največji investitorji v take vrednostne papirje so običajno

¹⁰² Glej tudi: Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 73-74. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

¹⁰³ Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 15-17.

pokojninski skladi, hedge skladi¹⁰⁴, zavarovalnice, upravljavci skladov, lahko pa tudi poslovne banke.¹⁰⁵

4.4.7. ZAUPNIK ALI FIDUCIAR

Fiduciar (*ang.* Trustee) je subjekt, ki v prvi vrsti ščiti interese investitorjev. Gre za zaupno razmerje med investitorji in fiduciarjem. Obseg fiduciarjevih nalog je odvisen od vsebine konkretne fiduciarne pogodbe. Običajno pa fiduciar deluje kot neke vrste nadzornik in pazi, da denarni tok poteka pravilno ter skrbi, da vse stranke pravilno izpolnjujejo svoje obveznosti. V ta namen mu morata izvorna banka in skrbnik (če nista združeni v isti osebi) redno poročati. Na podlagi informacij, ki jih prejme, pa je fiduciar zavezan, da postopek redno spremlja in skrbi, da celotna transakcija pravilno poteka.¹⁰⁶

4.4.8. KUPEC PRIMARNE IZDAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Prodaja vrednostnih papirjev končnim investitorjem lahko poteka na dva načina. Prvi način je, da izdajatelj vrednostnih papirjev le te proda direktno investitorjem ali pa to stori s pomočjo kupca primarne izdaje vrednostnih papirjev. Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev (*ang.* Underwriter) lahko svetuje prodajalcu vrednostnih papirjev oz. SPV-ju, kako strukturirati vrednostni papir, kakšna naj bo cena in kako vrednostne papirje prodati investitorjem.¹⁰⁷ Lahko pa vrednostne papirje kupi tudi sam in jih proda naprej investitorjem s katerimi ima običajno poslovne odnose. Underwriter lahko torej deluje v dveh vlogah: v svetovalni, kadar samo pomaga SPV-ju pri izdaji vrednostnih papirjev, lahko pa vrednostne papirje kupi sam, kot kupec primarne

¹⁰⁴ Hedge skladi so nebančne kreditne investicijske skupine, ki nudijo posojila več kot 50% visokorizičnim evropskim podjetjem in tako potiskajo banke v manjšinsko vlogo. Prav tako same investirajo v visokorizične SFI. (*Prim:* V. Finch, Corporate Rescue in a World of Debt, v (Robert Merkin, ur.): The Journal of Business Law, 8. zvezek, London 2008, Thomas Reuters Ltd., 2008, str. 761)

¹⁰⁵ *Prim:* Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 12. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

¹⁰⁶ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 13.

¹⁰⁷ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 12. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

izdaje vrednostnih papirjev in jih proda naprej. Kot vidimo je končni učinek v obeh primerih zelo podoben. Underwriter je pogosto borznoposredniška družba, ki ima potrebno pravno znanje.¹⁰⁸

4.4.9. GARANT KREDITNE BONITETE

Pri garantu kreditne bonitete (*ang.* Credit Enhancer) gre na nek način za garanta, ki jamči, da bo poplačal glavnico in obresti v primeru, da bo denarni tok osnovne terjatve oz. premoženja premajhen za poplačilo investorjev v določenem časovnem okviru.¹⁰⁹ Garant kreditne bonitete je potreben za izboljšanje bonitetne ocene vrednostnim papirjem, kar seveda vpliva tudi na njihovo ceno, ki se posledično zviša. Smiselno je, da ima garant kreditne bonitete vsaj tako visoko bonitetno oceno, kot bi jo želeli imeti za vrednostne papirje, za katere jamči. Običajno so garanti kreditne bonitete visokokakovostne banke, kakovostne zavarovalnice itd. V tem primeru bi šlo za zunanjo garancijo kreditne bonitete. Druga možnost pa je notranja garancija kreditne bonitete, ki se pojavlja v različnih oblikah, odvisna pa je od notranje strukture, kot je subordinacijska struktura, notranje rezerve ipd.¹¹⁰

4.4.10. AGENCIJE ZA OCENJEVANJE BONITETE

CRA so na nek način ključen subjekt v procesu listinjenja. Dandanes so namreč skoraj vsi vrednostni papirji, ki imajo kritje v premoženju, razvrščeni v bonitetne razrede v odvisnosti od njihove kvalitete, pri čemer se osredotočajo predvsem na kreditno tveganje posameznega vrednostnega papirja. CRA uživajo velik ugled, saj običajno zaposlujejo visokokvalificirane strokovnjake, ki posedujejo znanje za izdelavo kakovostne ocene. Na podlagi bonitetne ocene CRA, se določi cena vrednostnega papirja, saj CRA neprestano ocenjujejo riziko, ki ga določen vrednostni papir predstavlja.¹¹¹

¹⁰⁸ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 13.

¹⁰⁹ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 11. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

¹¹⁰ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 13-14.

¹¹¹ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 8-10.

CRA igrajo pomembno vlogo na kapitalskih trgih, kjer nudijo ključne informacije o kreditnih tveganjih za investitorje. Ocenjujejo kreditno tveganje gospodarskih in institucionalnih kreditorejmalcev in izdajateljev vrednostnih papirjev, tako da analizirajo relevantne informacije o kreditorejmalcu ali izdajatelju, njihovem trgu in njihovih ekonomskih okoliščinah.

Načeloma so bonitetne ocene v razponu med AAA (oz. trojni A) do D (oz. neplačilo dolga, insolvenca; *ang.* default). Ko so vrednostni papirji enkrat izdani, CRA nadzira izdajatelje in njihove vrednostne papirje ter jih po potrebi ponovno oceni. Bonitetne ocene niso osnovane samo na javnih podatkih (finančnih, računovodskih, makroekonomskih vplivih na izdajatelja), ampak tudi na zaupnih podatkih (vključujoč kreditne pogodbe, poslovni načrti, osebni pogovori), ki so jih izdajatelji pripravljali deliti s CRA.

Z informiranjem trga o kreditni kvaliteti izdajateljev, CRA kot informacijski posredniki (*t.i.* gatekeepers¹¹²) prispevajo k učinkovitosti globalnih finančnih in bančnih trgov.

Uporaba bonitetnih ocen predstavlja pomembno sredstvo zmanjšanja informacijske nesomernosti med investitorji in izdajatelji, kar pripomore k razvoju trga. Višja kot je ocena, manjše je tveganje neplačila dolga in s tem manjši stroški financiranja kreditorejmalca (investitorji namreč zahtevajo nadomestilo za tveganje, izdajatelji pa plačajo tveganje z višjimi obrestnimi merami).

CRA so si zaslužile svoj dohodek od naročnin investitorjev, ki so v zameno dobili informacije o kreditni sposobnosti izdajateljev. Vendar je postalo neizbežno, da so naročniki začeli s temi informacijami trgovati. Tako so ta velike CRA v začetnih 70-letih prejšnjega stoletja spremenile svoj poslovni model iz »plačila investitorjev« na »plačila izdajateljev«. Ta poslovni model je predstavljal potencialni konflikt interesov, ki bi lahko vplival na izid ocenjevalnega procesa. Dejansko spodbuja, da CRA dodeli oceno, ki jo izdajatelj želi.

Dominantne CRA so pripoznale obstoj tega konflikta, vendar so argumentirale, da naročnina enega izdajatelja predstavlja neznamenit del njihovega proračuna in tako ne prevlada nad pomembnostjo ohranitve njihovega ugleda med uporabniki njihovih storitev. Po zloglasnem primeru Enron¹¹³, so nastale empirične študije, ki so analizirale učinke potencialnega konflikta interesov in prišle do ugotovitve, da ugled, in ne konflikt interesov, vpliva na CRA.

¹¹² Izraz »Gatekeepers« (slo. vratarji) so izoblikovali intelektualci v 80 letih prejšnjega stoletja, in pomeni osebo, ki postavi svoj ugled za določenim vrednostnim papirjem ali izdajateljem in tako zmanjša informacijsko nesomernost med izdajateljem in investitorjem.

¹¹³ Glej <http://sl.wikipedia.org/wiki/Enron>.

Kasneje se je izkazalo, da olistinjena posojila zajemajo mnogo večje vsote, ki bi jih CRA dobila od enega izdajatelja. Ocenitve takšnih SFI so predstavljale več kot 40% dohodkov Moody's¹¹⁴ v letu 2005. V letu 2006 so ocenitve SFI tako predstavljale povprečno 50% dohodkov štirih največjih CRA.

Druga vrsta zaskrbljenosti nastane pri »nezahtevanih ocenitvah«, kar so ocenitve, ki nastanejo brez naročila. Nezahtevane ocenitve temeljijo samo na javnih informacijah in tako ne morejo podati točne ocene, kar lahko povzroča konkurenčno škodo. Tako S&P¹¹⁵ kot Fitch¹¹⁶ podajajo takšne ocenitve kot naročene analize trga ali kot navajanje primerov. Do danes ostaja nejasno ali nezahtevane ocenitve predstavljajo protikonkurenčni ukrep ali nepošteno poslovno prakso.¹¹⁷

INVESTMENT GRADE		NON INVESTMENT GRADE	
S&P	MOODY'S	S&P	MOODY'S
AAA	Aaa	BB+	BA1
AA+	Aa1	BB	BA2
AA	Aa2	BB-	BA3
AA-	Aa3	B+	B1
A+	A1	B	B2
A	A2	B-	B3
A-	A3	CCC+	CAA1
BBB+	Baa1	CCC	CAA2
BBB	Baa2	CCC-	CAA3
BBB-	Baa3	CC	CA
		C	C
		D	

Slika 11 (S&P in Moody's ocenjevalni lestvici)¹¹⁸

¹¹⁴ Dostopno na medmrežju: <http://www.moodys.com/cust/default.asp>.

¹¹⁵ Dostopno na medmrežju: <http://www.standardandpoors.com/home/en/us>.

¹¹⁶ Dostopno na medmrežju: http://www.fitchratings.com/index_fitchratings.cfm.

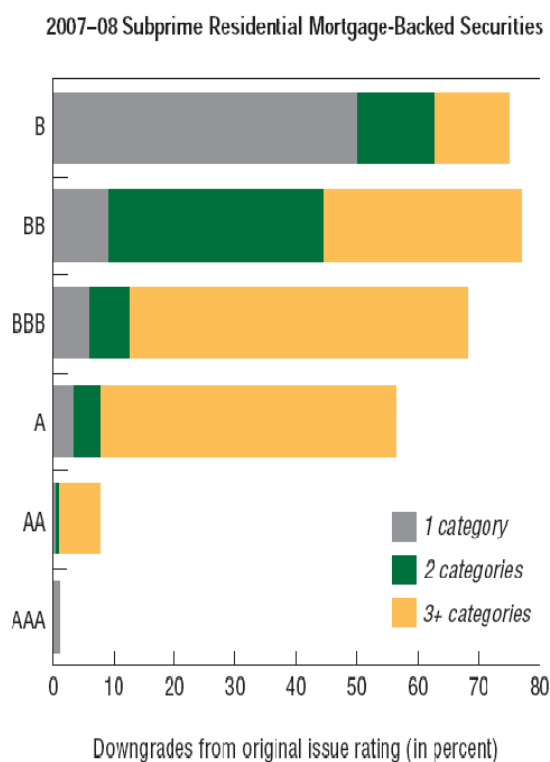
¹¹⁷ *Prim:* E. Cervone, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, v: European Business Law Review, Kluwer Law International, zvezek 5, letnik 19, s. l. 2008, str. 821-839.

¹¹⁸ *Razlaga slike 11:* Ocenjevalni lestvici sta razdeljeni glede na kreditno tveganje, in sicer na nizko tveganje »investment grade« in visoko tveganje »non investment grade«. Vrednostnim papirjem označenim »non investmet grade« se reče tudi »junk grade« in pomeni, da je verjetno vračila dolga špekulativna (*Vir:* <http://www.investopedia.com/ask/answers/184.asp>). Dostopno na medmrežju: <http://www.edison.it/edison/site/en/ir/debt/bonds/>.

4.4.10.1. VLOGA AGENCIJ ZA OCENJEVANJE BONITETE V FINANČNI KRIZI

CRA igrajo pomembno vlogo pri evalvaciji in razširitvi informacij o SFI. V zadnjih letih je tako bilo nemogoče tržiti MBS obveznice, brez ocenitve top CRA-jev. V začetku krize so tako bile CRA močno kritizirane za svoje ocene »načeloma nenevarnih« RMBS obveznic (*ang.* Residential Mortgage Backed Securities). Danes je *ex post* jasno, da so CRA podcenjevale tveganje in so tako morale znižati oceno mnogim vrednostnim papirjem osnovanim na drugorazrednem kritnem premoženju. Mednarodni denarni sklad je povzel:

Posledičnemu poslabšanju drugorazrednih posojil, je sledilo nižanje bonitetnih ocen neprecedenčni količini ABS obveznic, kar je rezultiralo v poznejše nižanje ocen CDO zadolžnic, ki so vsebovale nižje ocenjene ABS obveznice kot kritno premoženje. Večina SFI je bilo nižje ocenjenih za tri do štiri stopnje, od BBB do BB-. Nekateri AAA ocenjeni deli emisij so prav tako zgubili svojo visoko ocenitev.



Source: Standard & Poor's.

Slika 12 (Znižanje bonitetnih ocen RMBS obveznic)¹¹⁹

¹¹⁹ Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 61. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

Fitch ocenitve so kazale, da je 50% SFI bilo ocenjenih AAA. Takšne ocene zahtevajo manjšo verjetnost neplačil dolgov in visoko likvidnost. Prav slednje se je izkazalo kot nemogoče ko je trg leta 2007 doživel pomanjkanje likvidnosti.

Ali so bile zmotne ocenitve ali je obveljala domneva konflikta interesov? Obstajajo različni dejavniki, ki bi lahko obrazložili zakaj so ocenitve hipotekarnih posojil, izdanih v zadnjih letih, bile tako visoko ocenjene.

Prvič, netočnost ocenjevalne osnove kreditnih ocenitev. CRA so ocenjevale glede na njihove empirične modele drugorazrednih posojil, kateri niso predvidevali tolikšnih izgub. Imeli so preveč optimistične vidike na rast cen nepremičninskega trga ter se niso dovolj hitro odzvali na tržne spremembe. Neuspeh CRA pravilno oceniti tveganje portfelja (ali košarice) drugorazrednih delov emisij v CDO zadolžnicah, je imel velike posledice za drugorazredni trg. Največji izziv listinjenja portfelja drugorazrednih posojil je tržiti najnižje ocenjene dele emisije v strukturi. CDO gledanje na nižje ocenjene drugorazredne dele emisij je bilo večinoma idiosinkratično, ravno zaradi pretiravanja CRA-jev (in investorjev) glede razpršitvene strukture. To je rezultiralo v precejšnje podcenjevanje kreditnega tveganja v teh delih emisij in posledično po njihovem pretiranem povpraševanju.

Drugič, očiten počasni odziv CRA-jev na probleme v trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil. Kritiki so poudarjali, da so CRA bile prepočasne v nižanju ocen po začetku krize na nepremičninskem trgu.

Tretjič, nekonsistentnost ocenjevalne lestvice. Vrednostni papirji enega ocenjevalnega razreda niso imeli enakega učnika skozi daljše obdobje. Ocenjevalni sistem je namreč najbolj koristen, ko ima posamezna ocena konstanten pomen glede na čas, geografske značilnosti, valuto in tip instrumenta. Ocenjevalni sistem tako deluje najbolje ko posamezna ocena (npr. BBB) pomeni isto kreditno tveganje za nemške podjetniške obveznice leta 1985, ameriške državne obveznice leta 1995 in korejske hipotekarne obveznice leta 2005.

Posledično, BBB+ ocena CDO zadolžnice pomeni nekaj drugega kot BBB+ ocena MBS obveznice. Investitorjem so pomenile AAA ocene stabilno investicijo; sedaj pa je jasno, da obstajajo stabilne

AAA in nestabilne AAA ocene. Mednarodni denarni sklad je tako predlagal ocenjevalne lestvice za posamezne instrumente.¹²⁰

Četrto, konflikt interesov pride bolj v poštev pri listinjenju in SFI kot pri ocenjevanju izdajateljev. Dejansko so CRA nudile svetovanja (neformalna in neplačana) investicijskim bankam o sestavi njihovih SFI in tako vplivale na integriteto ocenjevalnega postopka ter med seboj konkurirale za posel ocenitve. Nenazadnje so bili honorarji pri SFI mnogo višji, kar je pomenilo spodbudo za morebitne bodoče zasluge.¹²¹

4.4.11. DRUGI

Transakcija listinjenja vsebuje mnogo pomembnih pravnih, finančnih in drugih vprašanj, vključno s tistimi, ki npr. izvirajo iz nepremičninskega prava, davčnega prava, stečajnega prava, prava vrednostnih papirjev itd. Zaradi tega, so v sami transakciji nepogrešljivi tudi pravniki, ekonomisti, računovodje in drugi strokovnjaki.¹²²

4.5. STRUKTURA TRANSAKCIJE

Sama transakcija listinjenja se začne z odločitvijo izvirne banke, da bo določene terjatve, ki jih ima proti tretjim, izločila iz svoje bilance, ter jih prodala oz., da bo olistinila določeno stvarno premoženje. Pri tem ima več možnosti. Lahko npr. proda terjatve določeni investicijski banki ali drugemu subjektu ali pa sama ustanovi posebno družbo – SPV, ter nanjo prenese oz. ji proda te terjatve. Velja sicer, da naj bi bilo listinjenje preko investicijske banke varnejše, saj so nadzor in zahteve v bančni sferi večje, vendar v samem poteku transakcije, med temi možnostmi ni večjih razlik. V nadaljevanju bo zato predstavljena splošna struktura listinjenja preko, posebej za ta

¹²⁰ Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009, str. 83. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>.

¹²¹ *Prim:* E. Cervone, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, v: European Business Law Review, Kluwer Law International, zvezek 5, letnik 19, s. l. 2008, str. 839-842.

¹²² S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 13.

namen ustanovljene družbe – SPV. Poleg tega je to na nek način tudi najbolj razširjena oblika listinjenja.¹²³

4.5.1. »TRUE SALE« LISTINJENJE

Večina poslov listinjenja oz. izdaje vrednostnih papirjev, ki so kriti z določenim premoženjem, je izvedena s prenosom premoženja izvirne banke na pravno osebo, ki izda take vrednostne papirje oz. na SPV. V angloameriškem pravnem sistemu se je tako razvil institut »true sale«, ki omogoča popolno izločitev premoženja iz pravne sfere izvirne banke in njegov prehod (prodajo) v pravno sfero SPV-ja¹²⁴. S popolnim preходом same terjatve pa preidejo tudi morebitne povezane pravice, ki služijo kot zavarovanje (hipoteka). V tem primeru namreč na terjatev v primeru stečaja izvirne banke ni mogoče poseči.

Če pustimo ob strani možnost konsolidacije SPV-ja z izvirno banko, o katerem je govor zgoraj, obstajajo še nadaljnje možnosti, da premoženje kasneje pride nazaj v stečajno maso izvirne banke. Upniki izvirne banke lahko pod določenimi pogoji izpodbijajo prehod premoženja na SPV-ja. Lahko npr. trdijo, da pri taki transakciji ni šlo za prodajo premoženja, ampak samo za njegovo zastavo. Pri tem ni pomembno, kako sta stranki transakcijo dejansko poimenovali. Nadalje pa lahko zahtevajo še, da sodišče ugotovi, da je pri transakciji prišlo do oškodovanja upnikov. V nadaljevanju bosta na kratko predstavljeni obe možnosti izpodbijanja prenosa premoženja.

Bistven element »true sale« transakcije listinjenja je dejstvo, kdo ima po opravljeni transakciji lastninsko pravico na terjatvi oz. premoženju, ki se listini. Če je terjatev oz. premoženje še naprej v lasti izvirne banke, o »true sale« transakciji ne moremo govoriti. V tem primeru investitorji, ki so investirali v vrednostne papirje izdane s strani SPV-ja, niso zavarovani, saj vrednostni papirji »nimajo« lastnega kritnega premoženja.

V kolikor pa je terjatev prešla v last SPV-ja oz. pri določeni obliki listinjenja posledično preko izdanih vrednostnih papirjev v last investitorjev, govorimo o »true sale« transakciji, ki ima vse zgoraj opisane lastnosti in prednosti.

¹²³ S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 14-15.

¹²⁴ Če je opravljeno »true sale« listinjenje pravno veljavno, se premoženje (posojila) odstranijo iz bilance prenašalca oz. banke (*Prim*: S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, v: The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., London, november 2004, str. 641).

Pri odločanju o tem, ali naj neko transakcijo obravnavajo kot »true sale« transakcijo, z učinki dejanskega prehoda lastninske pravice¹²⁵, ali pa npr. samo kot finančni sporazum, pri katerem se premoženje uporablja le za zavarovanje¹²⁶, so sodišča v ZDA razvila več kriterijev, in sicer:

- ali SPV kot prevzemnik skrbi za premoženje,
- obstoj in višina provizije, ki jo SPV plača izvorni banki,
- na čigavi strani je breme naključnega uničenja premoženja in druga bremena povezana s tem,
- ustaljeni poslovni običaji med strankama, vključno z njunim dejanskim obnašanjem in odnosom,
- kolikšno je plačilo v zameno za premoženje in
- splošna struktura transakcije skupaj s spremljajočo dokumentacijo.

Sodišča so večinoma kot glavni faktor pri njihovi odločitvi upoštevala prav način oz. obseg prehoda bremen in koristi, ki jih daje lastništvo določenega premoženja. Pri tem pa je bil velik pomen posvečen tudi dejanskemu namenu, ki so ga stranke pri transakciji imele. Končni učinek, ki ga dosežemo z institutom »true sale« je, da se lahko potencialni investitor, ki se odloča o investiciji v določene vrednostne papirje, osredotoči le na kakovost premoženja, ki je osnova za izdajo takih vrednostnih papirjev. Tako se izogne običajno zamudnemu in dragemu pravnemu pregledu izvirne banke (*ang.* Due Diligence), kot so finančni položaj, morebitna grozeča insolventnost ipd. Upniki izvirne banke namreč ne morejo poseči pa premoženju, ki je bilo pravilno preneseno na SPV in ki služi kot kritno premoženje za vrednostne papirje.

V kolikor pri prehodu premoženja v postopku listinjenja ni mogoč govoriti o »true sale« transakciji, so potencialni investitorji ranljivi za vse zahtevke, ki jih imajo tretji proti izvorni banki. Tretji (upniki izvirne banke) lahko v tem primeru zahtevajo, da sodišče spozna neko prodajo premoženja SPV-ju kot »navidezno«. S tem pa je premoženje last izvirne banke in tako posledično del njegove stečajne mase.

Po drugi strani pa pravna ločitev premoženja seveda ščiti tudi izvorno banko, kajti tudi »obrnjeno jamstvo« je izključeno. S tem, ko je ustanovljena posebna pravna oseba – SPV in je nanj preneseno premoženje na podlagi katerega so izdani vrednostni papirji, izvorna banka ni z ničemer zavezana

¹²⁵ Glej tudi: V. Selvam, Recharacterisation in "True Sale" Securitizations: The "Substance over Form" Delusion, v (Robert Merkin, ur.): The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., Thomas Reuters Ltd., London, oktober 2006, str. 637-643.

¹²⁶ Glej tudi: S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, v: The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., London, november 2004, str. 646-653.

do investitorjev v te vrednostne papirje, razen v kolikor bi za to prevzela posebno izrecno obveznost. Investitorji se lahko v tem primeru za poplačilo obrnejo le na SPV in posežejo le po kritnem premoženju.

V kolikor želita stranki doseči učinek »true sale« prehoda premoženja morata v dokumentih jasno določiti, da prodajalec prodaja in prenaša vse svoje pravice (lastninsko pravico in druge pravice, vključno s pravico do obresti) v zvezi s premoženjem na kupca in da so te pravice proste vseh zahtevkov in pravic tretjih in da ima kupec odslej koristi in bremena, ki izvirajo iz lastništva prenesenega premoženja. Poleg tega pa morajo biti izpolnjeni še dejanski, zgoraj opisani pogoji, ki se zahtevajo, da je neko prodajo premoženja mogoče šteti kot »true sale« prodajo.

Omeniti pa velja še dodatno možnost prenosa premoženja na SPV. Izvorna banka namreč lahko prenese premoženje kot stvarni vložek pri ustanovitvi SPV-je kot pravne osebe, s čemer pa se zaradi obsežnosti v tem delu nisem podrobneje ukvarjal. Ta oblika pride še posebej do izraza pri skladu, v skladu z angloameriškim pravnim sistemom. V osnovi v tem sistemu izvorna banka izloči del premoženja in ustanovi sklad, ki izda papirje različnih vrst ter jih proda investitorjem.

Pomemben vidik prehoda premoženja iz pravne sfere izvorne banke v pravno sfero SPV-ja, ki vpliva na varnost investitorjev v vrednostne papirje pa je tudi institut oškodovanja upnikov. Pri tem ne gre za način prehoda premoženja oz. za vprašanje ali je mogoče neko transakcijo opredeliti kot »true sale« prehod premoženja. Poenostavljeno rečeno, gre za to, ali je bil nek prehod premoženja (ki lahko sicer izpolnjuje vse zahteve za »true sale« transakcijo) izveden po tržnih cenah, ali je bil izveden z namenom oškodovanja upnikov in ali ima ta prodaja za posledico insolventnost dolžnika. Tudi v teh primerih lahko upniki izvorne banke izpodbijajo veljavnost prenosa premoženja na SPV.¹²⁷

4.5.2. IZDAJA IN PRODAJA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Naslednji korak je izdaja vrednostnih papirjev, ki imajo kritje v premoženju, ki ga je SPV odkupil (pridobil) od izvorne banke. Eden temeljnih elementov listinjenja je izdaja takih vrednostnih

¹²⁷ Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 17-20.

papirjev, katerih kvaliteta je odvisna predvsem od kvalitete terjatev, ki služijo kot osnova listinjenju oz. od kritnega premoženja in seveda od povezane garancije kreditne bonitete.

Vrednostni papirji ki nastanejo na ta način so zelo raznovrstni. V ZDA sta se npr. razvili dve vrsti obveznic in sicer pass-through obveznice (*ang.* pass-through securities) in pay-through obveznice (*ang.* pay-through securities). Za prve je značilno, da so po naravi participacije oz. take, da investitorjem dajejo poplačila za njihove vloške na podlagi dejanskega denarnega toka terjatev, na katerih temeljijo. Te vrste obveznice so posebej primerne za listinjenje posojil, kjer se obresti in glavnica odplačujejo redno, glede na amortizacijski načrt in plačilno stopnjo.¹²⁸ Za druge pa je značilno, da dajejo investitorjem samo nadomestilo, ki izvira iz kritnega premoženja, medtem ko je premoženje samo, v lasti SPV-ja. Za te vrste obveznic je značilno, da so primerne za listinjenje terjatev iz kreditnih kartic, terjatev prodaje ipd.

Glavni cilj transakcije listinjenja je dosežen s prodajo vrednostnih papirjev, ki nastanejo na ta način. SPV ponudi take vrednostne papirje, v zameno pa dobi likviden denar, ki ga kot plačilo posreduje izvorni banki, do katerega ima obveznosti iz naslova »nakupa« premoženja. S prodajo vrednostnih papirjev seveda sama transakcija listinjenja še ni zaključena, saj krog še ni sklenjen. S stališča investitorjev je namreč pomemben tudi način njihovega poplačila, za investiran denar v vrednostne papirje, ki je odvisen predvsem od vrste oz. oblike listinjenja.¹²⁹

4.6. SINTETIČNO LISTINJENJE

Prav zaradi predhodno opisanih pomanjkljivosti je kapitalski trg razvil IFI in SFI, ki prenašajo le kreditno tveganje, ne pa tudi lastništvo referenčnih terjatev (*tudi* obligacij). Takšnemu tipu listinjenja, ki za prenos tveganja uporabi kreditne izvedene finančne instrumente in SFI, pravimo sintetično listinjenje (*ang.* synthetic securitisation). Čeprav s sintetičnim listinjenjem ponazorimo tradicionalno listinjenje, sta obe strukturi pravno gledano povsem različni. Prav tako so posli sintetičnega listinjenja večinoma mnogo večji, v smislu vrednosti premoženja ki ga olistinijo, ter so povezani s precej manjšimi stroški.

¹²⁸ Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997, str. 25. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>.

¹²⁹ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 21-23.

SFI pridobljeni s sintetičnim listinjenjem so lahko kriti (*ang. funded*), delno kriti (*ang. partially funded*) ali nekriti (*ang. unfunded*)¹³⁰. Struktura listinjenja vključuje izvorno banko (kot kupca zaščite), ki prenese kreditno tveganje košarice ali portfelja različnih referenčnih terjatev (obveznic ABS, MBS, zadolžnic CDO, kreditnih zamenjav CDS idr.) ali direktno na SPV (kot prodajalca zaščite) ali na posredno banko, ki v zameno prenese enaka tveganja na SPV. Domneva se, da kupec obdrži referenčne terjatve in bodo kot take ostale v njegovi bilanci. Ključnega pomena je, da kupec zaščite obdrži popolno lastninsko pravico na referenčnimi terjatvami, saj se v nasprotnem primeru lahko takšna pogodba tratra kot zavarovalna pogodba.¹³¹ Sintetično listinjenje tako sintetično reproducira denarni tok¹³² referenčnih terjatev, na osnovi katerih se izplačuje premija SPV-ju kot prodajalcu zaščite.

Kadar govorimo o sintetičnem listinjenju, imamo večinoma v mislih kreditne zamenjave CDS, ali kot samostojni instrument (v povezavi s CDO-jem) ali kot del portfelja CDO zadolžnic.

4.7. PADEC LISTINJENJA

Listinjenje je dovoljevalo banki, da je aktivneje upravljala svoja kreditna, finančna in likvidnostna tveganja ter povečevala finančni vzvod pri odobravanju posojil, saj niso bile več primorane obdržati kreditno tveganje na svoji bilanci. V zadnjih letih pred krizo je tako bilo veliko povpraševanje po SFI, ki so olistinili nizko ocenjene »ostanke«. Eden izmed razlogov zakaj je listinjenje naraslo tako hitro in postalo tako velik trg, je ravno pripravljenost CRA podati najvišjim (ne najvarnejšim) delom emisije v CDO zadolžnicah svoje najvišje ocene (AAA ali Aaa). Naslednji razlog je bila arbitražna kapitalskih zahtev baselskih standardov (Basel I), ki niso zajemale zunajbilančnih postavk.

Posledično je zasebna izdaja olistinjenih instrumentov svetovno narasla iz skoraj nič na začetku leta 1990 do skoraj 5 trilijonov leta 2006. Od takrat je količina listinjenja drastično upadla, še posebej to velja za CDO zadolžnice in CDO² zadolžnice, ki so same imele kritje v CDO zadolžnicah.

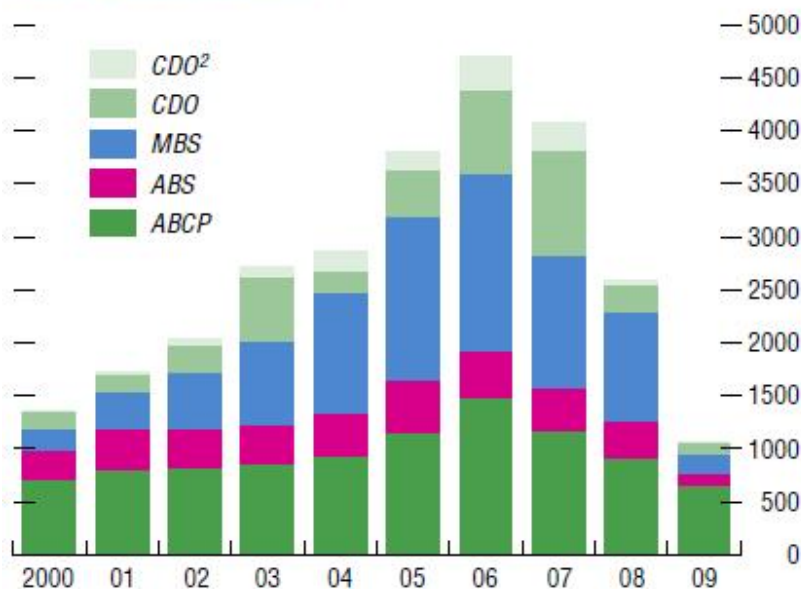
¹³⁰ Glej poglavje 5.2. Zadolžnica, zavarovana z dolgom.

¹³¹ *Prim:* S. Edwards, *The Law of Credit Derivatives*, v: *The Journal of Business Law*, Sweet & Maxwell Ltd., London, november 2004, str. 640-642.

¹³² *Prim:* Global CDO Issuance, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), str. 6. Dostopno na medmrežju: http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_GlobalCDOData.pdf.

Čeprav bi lahko rekli da se MBS izdaja drži na isti ravni, je v resnici trg zasebne izdaje popolnoma propadel.

Figure 2.2. Global Private-Label Securitization Issuance by Type
(In billions of U.S. dollars)



Sources: IMF staff estimates based on data from Dealogic; JPMorgan Chase & Co.; Board of Governors of the Federal Reserve System; Moody's; Mizuho Securities; DBRS; Standard & Poor's; European Securitization Forum; and *Inside Mortgage Finance*.

Note: ABCP = asset-backed commercial paper; ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation; CDO² = CDOs backed by CDO, ABS, and MBS; MBS = mortgage-backed security. Data for 2009 cover only U.S. and European issuance through end-June. For European ABCP, 2009 data through end-May. ABCP data represent period-end outstandings.

Slika 13 (Svetovna izdaja olistinjenih instrumentov)¹³³

Pred krizo se je gledalo na listinjenje kot stabilizator finančnega sistema. Naj bi bil celo ključen del pri učinkoviti razpršitvi kreditnega tveganja, ki se razprši na veliko skupino investitorjev. Tako naj bi bančni in finančni sistemi postali bolj odporni in masovni bančni propadi bi bili stvar preteklosti.

Dejansko pa je razpršenost bila manj kot idealna. Banke so ohranile veliko tveganja, direktno ali indirektno. Na njihovem vrhuncu leta 2006 (pred krizo) je bilanca bank bila sestavljena iz

¹³³ Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009, str. 84. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>.

povprečno 51% izpostavljenosti finančnih institucij¹³⁴ drugorazrednemu hipotekarnemu trgu. V nekaterih primerih so obdržale kaj so mislile, da so najmanj tvegani AAA deli emisij. V drugih primerih so pa kupovale olisitnjenje instrumente drugih bank. Banke so prav tako postale indirektno izpostavljene olistinjenim posojilom preko SPV-jev, katerim so bila kreditna tveganja prenesena. Vendar ne na podlagi retencijskih pravil, temveč na podlagi ugleda banke. Mili tržni pogoji in nizke obrestne mere so omogočile profitabilnost in varnost dolgoročnih naložb. Ko pa je na trgu začelo primanjkovati likvidnosti so banke ustanoviteljice vstopile s svojimi sredstvi.

Listinjenje je prav tako privedlo do podaljšanja finančnih povezav med vpletenimi subjekti, ki so povečale kompleksnost in povezanost finančnega sistema, kar je povzročilo, da se je kriza pospešeno širila iz trga na trg in iz države v državo.¹³⁵

¹³⁴ Finančne institucije vključujejo banke, hedge sklade, zavarovalniška podjetja, finančna podjetja, vzajemne sklade in pokojninske sklade.

¹³⁵ Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009, str. 80-81, 85. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>.

5. STRUKTURIRANI FINANČNI INSTRUMENTI

Zaradi velikega razvoja v upravljanju kreditnega tveganja, so razviti finančni trgi izumili kompleksne finančne instrumente, ki jim zaradi svoje sestave pravimo strukturirani finančni instrumenti. Diplomsko delo se osredotoča na omejeno število teh instrumentov, in sicer na instrumente s katerimi se prenaša kreditno tveganje. Ravno to tveganje je namreč rdeča nit finančne krize. SFI, ki bodo obravnavani v nadaljevanju so v veliki meri zaslužni za krizo, saj deloma temeljijo na drugorazrednih hipotekarnih posojilih. Njihova masovna uporaba pa je razlog nemira v finančnem svetu.

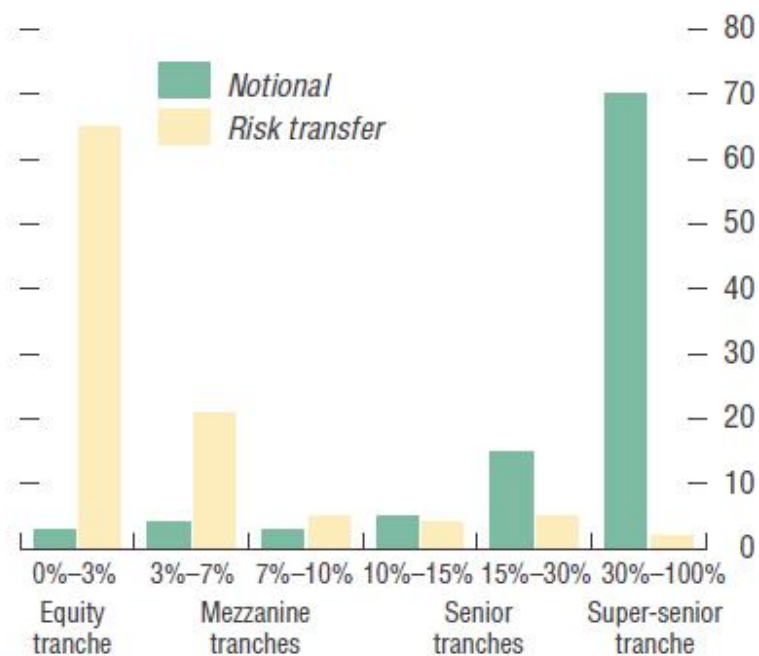
Bolj so instrumenti strukturirani, manj so transparentni. Tako je edina varovalka za investitorje bila bonitetna ocena CRA-jev, katera se je izkazala za več kot zmotna. Banke, ki so s SFI trgovale, so ravno na tak način zaobšle nove baselske standarde (Basel II.), saj so kupovale visoko ocenjene SFI, ki so se smatrali za varno naložbo in tako zmanjševale nivo kapitalske ustreznosti. Ta je sedaj daleč pod dejansko izpostavljenostjo bank kreditnemu tveganju.

SFI vsebujejo različne instrumente in različna tveganja. Denarni tok teh instrumentov je razdeljen na dele emisije in tako izplačan različnim imetnikom. Izplačila imetnikom delov emisije se vrstijo po določenem vrstnem redu, glede na strukturo dela emisije v posameznem SFI; začenši s »senior« delom (najbolj varen), vse do »equity« delom (najbolj tvegan). V kolikor določeni pričakovani denarni tok preneha priliti (npr. zaradi neplačil kreditjemalcev pri hipotekarnih kreditih), najprej imetniki »equity« delov emisije ne dobijo izplačanih premij. V kolikor pride do nadaljnjih primanjkljajev denarnega toka, imetniki naslednjih »mezzanine« delov emisije ne dobijo celotnih izplačil itd. Najvišji »super senior« in »senior« deli emisije na vrhu kapitalske strukture so načeloma sestavljene tako, da dobijo najvišje AAA bonitetne ocene in je tako manjša verjetnost, da pride do neizplačil. Seveda višji del emisije, pomeni tudi manjša donosnost.

Zaradi varnosti in investicijske privlačnosti so SFI sestavljeni iz 0 – 3% odstotkov »equity« dela emisije. Odstotki se višajo sorazmerno z nižanjem (kreditnega) tveganja (*t.i.* delta oblika).

Tranche Notional Value Versus Economic Risk Transfer¹

(As a percent of the reference pool)



Source: IMF staff estimates.

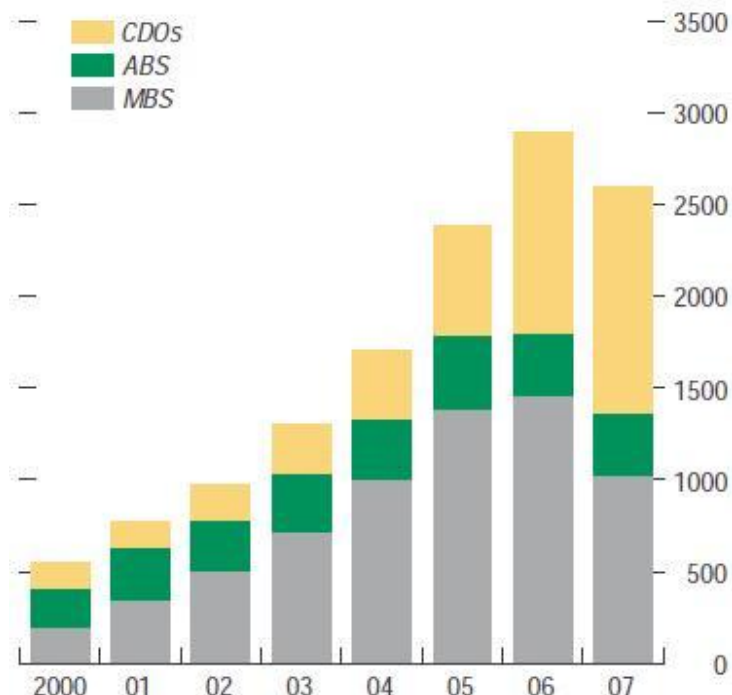
¹The structure is prototypical and will vary by transaction.

Slika 14 (Razmerje med velikostjo dela emisije – zelena barva in kreditnim tveganjem – rumena barva)¹³⁶

Vse do leta 2007, ko je nastopila finančna kriza, je bila rast SFI eksponentna. Izdaja izbranih SFI v Evropi in ZDA je narasla iz 500 milijard ameriških dolarjev leta 2000 na 2.6 trilijonov ameriških dolarjev leta 2007 (*Slika 15*), medtem ko je samo globalna CDO izdaja narasla iz približno 150 milijard ameriških dolarjev leta 2000 na 1.2 trilijonov ameriških dolarjev leta 2007.

¹³⁶ Global Financial Stability Report April 2006, International Monetary Fund, Washington DC 2006, str. 64. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/pdf/chp2.pdf>.

European and U.S. Structured Credit Issuance (In billions of U.S. dollars)



Sources: *Inside MBS & ABS*; JPMorgan Chase & Co.; and European Securitization Forum.

Note: CDOs = collateralized debt obligations; ABS = asset-backed securities, including auto, credit card, etc., and excluding MBS; and MBS = mortgage-backed securities, excluding U.S. agency MBS.

Slika 15 (Evropska in ZDA izdaja izbranih SFI)¹³⁷

Motivacij za izdajo SFI je veliko:

- Sestava SFI iz različnih instrumentov prinaša razpršenost in raznolikost tveganja. Imetniki najvišjih delov emisij imajo zaradi takšne strukture manjšo verjetnost izgube denarja.
- Investitorji lahko izbirajo med različnimi deli emisije glede na tveganje, ki so ga pripravljene prevzeti.
- V obdobju pred krizo so mili pogoji na finančnih trgih spodbujali investitorje v iskanje visoke donosnosti in tako višali povpraševanje po SFI, saj so ti izplačevali višje premije kot katerikoli drug vrednostni papir.

¹³⁷ Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 56. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

- Izdaja SFI je omogočala finančnim institucijam večjo izpostavljenost in večjo količino odobrenih posojil, saj so zanje prejemale kapital, tveganje vezano na njih pa so prenesle.
- Nekateri izdajatelji so bili motivirani od visokih stroškov, ki so jih lahko zaračunavali glede na povpraševanje.

Kot rečeno je ogromno vrst SFI, vendar je propad instrumentov osnovanih na drugorazrednih hipotekarnih posojilih povzročil splošen preplah in posledično splošno nezaupanje vanje s strani investorjev. Ti so se umaknili iz trga, kar je povzročilo pomanjkanje likvidnosti, to pa v upad uporabe SFI in njihove »zlorabe«.¹³⁸

5.1. HIPOTEKARNA OBVEZNICA

Hipotekarna obveznica (*ang.* Mortgage-Backed Security ali MBS) je dolžniški vrednostni papir, osnovan na svežnju hipotekarnih posojilih. Predstavlja terjatev do denarnega toka hipotekarnih posojil, večinoma od fizičnih oseb. Banke, hipotekarna podjetja in drugi subjekti kupijo posojila ter jih sami, preko SPV-jev ali preko državnih podjetij (kot Ginnie Mae) zapakirajo v košarico (ali portfelj) posojil. SPV nato izda vrednostne papirje, ki vsebujejo terjatve izdajatelja do glavnice in obresti posojil zapakiranih v njih. Ta proces imenujejo listinjenje.

Mnogo MBS-jev je bilo izdanih na primarnem finančnem trgu s strani ameriške državne agencije Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), ali Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) in Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac); še več pa s strani zasebnih SPV-jev.¹³⁹

V kolikor so hipotekarno obveznico sestavljala le hipotekarna posojila fizičnih oseb, se je hipotekarna obveznica imenovala RMBS (*ang.* Residential Mortgage-Backed Security). V kolikor so hipotekarno obveznico sestavljale le hipotekarna posojila tržnih subjektov pa CMBS (*ang.* Commercial Mortgage-Backed Security). Obveznice z mešanimi hipotekarnimi posojili, pa so bile splošno imenovane MBS.

¹³⁸ *Prim:* Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 56. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

¹³⁹ *Prim:* U.S. Securities and Exchange Commission, dostopno na medmrežju: <http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>.

Denarni tok obveznice je odvisen od njenih izpeljank in je lahko *pro rata* (proporcionalni) ali glede na dele emisije. Izplačila so večinoma mesečna in trajajo dokler niso posojila, na katerih je MBS osnovana, poplačana. V ZDA imajo kreditorejmalci možnost plačevati višje obroke ali predčasno vrniti posojilo, kar povzroči, da denarni tok ni znan vnaprej. To predstavlja dodatni riziko za investitorje (še posebej pri *pro rata* sistemu).¹⁴⁰ Načeloma pa velja, da skozi čas poplačila posojila investitor prejme izplačila za obresti in glavnico.¹⁴¹

MBS obveznica je dejansko oblika ABS obveznice (*ang.* Asset-Backed Security). Za razliko od MBS obveznice je ta sestavljena iz različnih vrst posojil (hipotekarnih, potrošniških, študentskih ipd.).

Finančna kriza se je začela na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil in posledično so največje izgube bile prav na trgu RMBS hipotekarnih obveznic in vseh ostalih SFI, ki so jih vsebovali v svojem portfelju.

Figure 1.3. The Crisis Remains in Some Markets as Others Return to Stability



Source: IMF staff estimates.

Note: The heat map measures both the level and one-month volatility of the spreads, prices, and total returns of each asset class relative to the average during 2003–06 (i.e., wider spreads, lower prices and total returns, and higher volatility). The deviation is expressed in terms of standard deviations. Dark green signifies a standard deviation under 1, light green signifies 1 to 4 standard deviations, yellow signifies 4 to 9 standard deviations, and magenta signifies greater than 9 standard deviations. MBS = mortgage-backed security; RMBS = residential mortgage-backed security.

Slika 16 (Prikaz razpršitve finančne krize med povezanimi finančnimi trgi – rdeča barva)¹⁴²

¹⁴⁰ *Prim:* The Hedge Fund Consistency Index, dostopno na medmrežju: http://www.hedgefund-index.com/d_mortgagebs.asp.

¹⁴¹ *Prim:* Investinginbonds.com, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Dostopno na medmrežju: <http://www.investinginbonds.com/story.asp?id=3140#M>.

¹⁴² Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010, str. 3. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>.

5.1.1. RAZVOJ V EVROPI IN SLOVENIJI

Začetki hipotekarne obveznice segajo v leto 1770, kjer se je na ozemlju današnje Nemčije razvil institut zastavnega pisma (*nem.* Pfandbrief). Imetnik zastavnega pisma je tako postal upnik natančno določenega in v zastavnem pismu opisanega dela zemljišča (stvarno jamstvo), subsidiarno pa je za terjatev iz zastavnega pisma jamčila tudi združba (dajatelj kreditov v naravi). Tovrstna zastavna pisma so imele funkcije vrednostnega papirja in hipotekarnega pisma, kot ga je kasneje spoznalo nemško pravo (*nem.* Hypothekenbrief).¹⁴³

Na področju nepremičninskih zavarovanj plačil, poznamo tako tudi druge institute in ne samo hipoteke. Stvarnopravni zakonik¹⁴⁴ (nadalje SPZ) je leta 2003 uvedel instrument zemljiški dolg, ki ga do takrat naša zakonodaja ni poznala. Zemljiški dolg je pravica zahtevati poplačilo določenega denarnega zneska iz vrednosti nepremičnine pred drugimi upniki s slabšim vrstnim redom. Zanj se smiselno uporabljajo določila o hipoteki in že sama določba 192. člena SPZ opredeljuje zemljiški dolg kot pogojno pravico zahtevati poplačilo iz vrednosti nepremičnine, ne glede, če terjatev obstaja ali ne. Zemljiški dolg dobi svojo pravno prometno funkcijo z izstavitvijo zemljiškega pisma, brez katerega zemljiški dolg ne more nastati, biti v pravnem prometu, niti biti izbrisan. V zemljiškem pismu kot vrednostnem papirju je inkorporirana stvarna pravica iz zemljiškega dolga. Kot oblika zavarovanja se sicer v slovenskem pravnem prostoru še ni uveljavil.¹⁴⁵

Nemška ureditev poslovanja hipotekarnih bank je tako najstarejša, v praksi preizkušena in v teoriji skrbno obdelana. Gospodarske razmere takrat so narekovale razvoj hipotekarne obveznice, zakonodajalec pa je to področje celovito uredil leta 1900, ko je začel veljati prvi zakon o hipotekarnih bankah (*nem.* Hypothekenbankgesetz, nadalje ZHB). Tako so hipotekarne posle opravljale le hipotekarne banke.

V večini evropskih držav je bila hipotekarna obveznica urejena šele v bližnji preteklosti. Zaradi svetovnih gospodarskih razmer in nujnosti posodobitve obstoječe zakonodaje so zakonsko ureditev hipotekarne obveznice spremenile tudi države, ki so to področje že imele urejeno. Velik

¹⁴³ *Prim:* I. Strnad, Hipotekarni posli: nepremičninsko zavarovanje terjatev iz hipotekarnih obveznic, v: Podjetje in delo, številka 5-6, letnik XXI., Ljubljana 1995, str. 589.

¹⁴⁴ Stvarnopravni zakonik, Uradni list RS, št. 87/2002, Ljubljana 2002.

¹⁴⁵ *Prim:* V. Voršič, Zemljiški dolg in zemljiško pismo, Pravna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor, 2002, str. 9, 28, 47.

razlog za posodobitev zakonodaje je bila tudi vse večja svetovna povezanost finančnega trga. Med države, ki so zakonsko ureditev spremenile, spada tudi Nemčija. Kljub temu, da je država z najdaljšo tradicijo na področju hipotekarnih obveznic, njihov aktualen zakon datira šele v leto 2005. Skoraj vse države so se pri snovanju svoje ureditve zgledovale po nemški (tudi Slovenija).

ZHB je področje hipotekarnih obveznic urejal drugače kot jih ureja aktualna nemška zakonodaja. V prejšnjem zakonu je bil uzakonjen model specializiranega bančništva. To pomeni, da so lahko hipotekarne obveznice izdajale le banke, katerih dejavnost je bila povezana zgolj s hipotekarnimi kreditnimi posli in z izdajanjem hipotekarnih obveznic na njihovi podlagi. Te hipotekarne banke se niso mogle ukvarjati s posli, ki jih danes opravljajo splošne oz. univerzalne banke. Nov zakon, ki ureja hipotekarno obveznico (*nem.* Pfandbriefgesetz), tako prehaja na model univerzalnega bančništva.

Slovenski ZHKO je nastal na podlagi nemškega vzora. Konceptualno sta si ureditvi zelo podobni, obe sta namreč nastali zaradi upoštevanja novih usmeritev svetovnega finančnega trga.¹⁴⁶ V nadaljevanju sem zato predstavil le temeljna načela ZHKO.

Namen zakonodajalca ob sprejemu ZHKO je bil, ustvariti pogoje, da bi se tovrstni vrednostni papirji po kvaliteti približali vrednostnim papirjem, za katere jamči država. Ustrezna zakonska ureditev namreč zmanjšuje tveganje, ki ga nosijo banke, kar se sicer kaže v nižji bančni marži, vendar vse skupaj zasleduje višji cilj in sicer cenejše hipotekarno kreditiranje in posledično izboljšanje sistema stanovanjskega financiranja. Zakonodajalec je v ZHKO vpeljal različne vzvode in načela, katerih namen je zagotoviti varnost hipotekarnih obveznic.

Temeljno načelo ZHKO je načelo varnosti hipotekarne obveznice oz. načelo varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic, ki se zagotavlja preko: načela kritja, načela valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja, načela zmanjšanja in odprave tveganj predčasnega poplačila kredita, načela ločenosti kritnega premoženja, načela dodatnega zavarovanja, načela prednostnega poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic in načela omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke.¹⁴⁷

¹⁴⁶ *Prim:* M. Rančigaj, Hipotekarna obveznica – pravna ureditev v Sloveniji in Nemčiji, Pravna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor 2010, str. 49, 61.

¹⁴⁷ *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 29. *Povzeto po uvodu k predlogu Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, objavljenem v Poročevalcu Državnega zbora, št. 105, str. 4-5.*

5.1.1.1. KRITNO NAČELO

Kritno načelo v ZHKO je povezano z načelom valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja. Prvi element tega načela je zahteva, da mora kritno premoženje v vsakem trenutku (zrcalno) ustrezati obveznostim iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic. Premoženje mora biti najkvalitetnejše in mora izpolnjevati zakonsko predpisane pogoje. Pri tem je potrebno upoštevati pravila glede vrste nepremičnin, ki so primerne oz. ki po ZHKO lahko služijo kot hipotekarno zavarovanje, pravila glede vrednotenja, razmerja med kreditom in vrednostjo nepremičnine itd.

Drug pomemben element kritnega načela izhaja iz dejstva, da imetniki hipotekarnih obveznic in zastavitelji nepremičnin niso v neposrednem medsebojnem razmerju.¹⁴⁸ Zastavitelj z objektom zavarovanja (hipoteko) ne jamči za poplačilo terjatve, ki jo ima imetnik hipotekarne obveznice do hipotekarne banke. Zaradi tega bi lahko prišlo do določenih težav, saj imetniki hipotekarnih obveznic ne bi bili primerno zavarovani. Zato ZHKO daje imetnikom hipotekarnih obveznic podoben položaj, kot ga imajo hipotekarni upniki, čeprav je treba poudariti, da imetniki hipotekarnih obveznic to niso. To je pomembna razlika z ameriškim modelom hipotekarne obveznice, kjer imetniki hipotekarnih obveznic postanejo lastniki olistinjenih posojil.

ZHKO omogoča imetnikom hipotekarnih obveznic položaju hipotekarnega upnika podoben položaj tako, da imajo le ti prednostno izločitveno pravico na hipotekarnih kreditih, ki sestavljajo ločeno, v kritni register vpisano maso. V praksi to pomeni, da se v primeru stečaja hipotekarne banke, ta del premoženja prednostno izloči in nameni izključno poplačilu imetnikov hipotekarnih obveznic.

Kritno načelo izhaja iz več členov ZHKO. Že 2. člen ZHKO na načelni ravni določa, da sta hipotekarna in komunalna obveznica, obveznici, ki sta izdani pod pogoji iz ZHKO in katerih kritje se zagotavlja na podlagi kritnega premoženja, njuni imetniki pa imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz tega premoženja. Nadalje 3. člen določa, da je kritno premoženje, premoženje izdajatelja, ki je vpisano v kritni register in je prednostno namenjeno poplačilu obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih ali komunalnih obveznic. Podobno lahko kritno načelo najdemo v določbah 17. člena ZHKO, ki ureja sklep o izdaji hipotekarnih obveznic.

¹⁴⁸ *Glej tudi:* 1. I. Strnad, Hipotekarni posli: nepremičninsko zavarovanje terjatev iz hipotekarnih obveznic, v: Podjetje in delo, številka 5-6, letnik XXI., Ljubljana 1995, str. 590. 2. M. Kocbek, Pravna razmerja pri hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih posojilih, v: Podjetje in delo, številka 8, letnik XX., Ljubljana 1994, str. 1131-1137. 3. M. Kocbek, Hipotekarne obveznice, v: Pravna praksa, GV založba, št. 11, Ljubljana 1992, str. 4.

Med drugim določa, da mora sklep vsebovati celoten nominalni znesek izdanih obveznic, višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti, izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem itd. Iz teh določb izhaja, da je zakonodajalec zelo podrobno uredil vprašanja, povezana z zagotavljanjem kritja obveznic, določitve zneska kritnega premoženja in razmerja ročnosti skladnosti.

Izjemno pomembni členi, ki uveljavljajo kritno načelo so 22., 46. in 47. člena ZHKO. 22. člen z naslovom: »Obseg in usklajenost naložb kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami« povzema prvi element kritnega načela in sicer usklajenost kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami. Nominalna vrednost kritnega premoženja mora biti vseskozi enaka nominalni vrednosti izdanih hipotekarnih obveznic, izračuna pa se po načelu neto sedanje vrednosti. 46. člen in naslednji členi ZHKO urejajo način poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic v primeru stečaja izdajatelja. Pomembnejša določila teh členov so: določilo, da ima imetnik hipotekarnih obveznic pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi drugimi upniki izdajatelja. Nadalje, da imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Določilo 1. odstavka 47. člena določa, da se kritno premoženje izloči iz stečajne mase in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznosti. Nenazadnje pa je tu še določilo 2. Odstavka 47. člena, ki določa, da pravne posledice začetka stečajnega postopka ne vplivajo na terjatve imetnikov hipotekarnih obveznic in na terjatve upnikov iz naslova izvedenih finančnih instrumentov. Namen določb 1. in 2. odstavka 47. člena je v tem, da kritno premoženje obstaja naprej kot izločeno premoženje do izteka zadnje obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic. Tako se prepreči morebitna prodaja premoženja pod ceno v predčasnem likvidacijskem postopku. Na drugi strani pa se prepreči predčasno poplačilo obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic, saj to s strani investorjev ni zaželeno, kajti njihov namen je bil investiranje premoženja za točno določeno časovno obdobje.

Kritno načelo izhaja še iz mnogih drugih določb ZHKO, ki urejajo pogoje za kritno premoženje in pogoje za hipotekarne kredite, ki so lahko vključeni v kritno premoženje. To načelo je mogoče zaslediti tudi v členih, ki urejajo kritni register, ter skrbnika kritnega premoženja.¹⁴⁹

¹⁴⁹ *Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 29-31. Povzeto po uvodu k predlogu Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, objavljenem v Poročevalcu Državnega zbora, št. 105, str. 4-5.*

5.1.1.2. NAČELO LOČENOSTI KRITNEGA PREMOŽENJA

Z vprašanjem ločenosti kritnega premoženja je povezano tudi vprašanje poslovne sposobnosti izdajatelja oz. določitev obsega poslov, ki jih lahko izdajatelji opravljajo. V veliki večini držav EU (13 držav) se je uveljavilo načelo specializacije izdajatelja. Posledica uveljavitve tega načela je, da je izdajatelj omejen v tem, katere dejavnosti lahko opravlja. Obseg takih dejavnosti je največkrat omejen na posle izdaje hipotekarnih obveznic in opravljanje hipotekarnih kreditnih poslov. Nemški Hypothekbankgesetz npr. določa, da lahko hipotekarna banka opravlja, poleg glavnih poslov, le še nekatere, v zakonu izrecno naštete, manj tvegane posle.

Zakonodajalec se je ob sprejemu ZHKO odločil za drugo obliko in sicer za sistem univerzalnosti. Ta sistem omogoča, da izdajatelj, poleg dejavnosti izdaje hipotekarnih obveznic in hipotekarnega kreditiranja, opravlja tudi druge posle. V takem sistemu je seveda nujno, da je premoženje, ki je namenjeno izdaji hipotekarnih obveznic povsem ločeno od ostalega premoženja. Zakonodajalec je zaradi tega v zakon vpeljal vrsto varovalk, ki omogočajo tovrstno ločenost in preglednost.

ZHKO v 3. točki 9. člena določa, da Banka Slovenije izda dovoljenje za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic samo, če banka, ki vloži zahtevo za izdajo takega dovoljenja zagotavlja poslovanje v zvezi z dajanjem hipotekarnih kreditov in kreditov osebam javnega prava ter izdajanjem hipotekarnih in komunalnih obveznic ločeno od ostalega poslovanja banke. V 10. členu pa dodaja, da se ločeno poslovanje nanaša predvsem na poslovne knjige in drugo dokumentacijo.

Vzpostavitev kritnega registra in pravičen vpis kritnega premoženja vanj je eden izmed temeljnih elementov varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic. Že 3. člen ZHKO določa, da premoženje dobi kvaliteto kritnega premoženja šele z vpisom v kritni register. Členi od 38. do 45, ki so vključeni v poglavje z naslovom: »Kritni register in skrbnik kritnega registra« pa, kot je razvidno že iz naslova, urejajo pogoje in postopke za vzpostavitev kritnega registra in vpis premoženja, ki služi za izdajo hipotekarnih obveznic, vanj. Glavni namen teh določb je v tem, da se izdajatelju onemogoči razpolaganje s kritnim premoženjem, saj je le to v veliki meri zaupano skrbniku.

Pomemben učinek ima načelo ločenosti tudi v primeru stečaja izdajatelja. V primeru stečaja namreč kritno premoženje, ki je pravilno vpisano v kritni register ne pride v izdajateljevo stečajno maso, temveč se izloči in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic.

Menim, da je sistem univerzalnosti povsem primeren za slovenski pravni sistem, predvsem zato, ker gre za zelo majhen in zaprt trg. Vpeljava posebnih specializiranih bank bi lahko pripeljalo do nasprotnega učinka, kot ga želimo doseči. Zaradi premajhnega povpraševanja po hipotekarnih kreditih oz. po hipotekarnih obveznicah bi namreč lahko prišlo do tega, da do potrebe po ustanovitvi takih bank sploh nebi prišlo.¹⁵⁰

Načelo ločenosti premoženja ali v smislu poslovanja specializirane banke ali univerzalne banke, bi lahko primerjali z omejenim poslovanjem SPV-jev. Ti se prav tako niso smeli ukvarjati z drugimi posli ter njihovo premoženje načeloma ni smelo priti nazaj v stečajno maso izvorne banke. Vendar je nemški model hipotekarne obveznice mnogo bolj varen, zato so ga v času finančne krize brezkompromisno zagovarjali kot varno naložbo v turbulentnih časih. Moto »kvaliteta pred kvantiteto« se je izkazal za motiv izdajateljev, ki so kljub izgubam na trgu obveznic obdržali zaupanje v ta instrument. Tako se je pokazalo, da so bile nemške hipotekarne obveznice zaradi finančne krize prizadete med zadnjimi in med prvimi, ki so ji ušle. Vloga hipotekarnih obveznic za refinanciranje hipotekarnih posojil in s tem poslovanja banke, se je v pogojih finančne krize celo povečala.¹⁵¹

5.1.1.3. NAČELO OMEJITVE IZDAJANJA HIPOTEKARNIH OBVEZNIC NA BANKE

ZHKO v 8. členu določa, da lahko hipotekarne in komunalne obveznice izdaja samo banka, ki je pridobila dovoljenje za izdajanje takih vrednostnih papirjev v skladu z ZHKO. Za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic je torej potrebno pridobiti dovoljenje, ki pa ga Banka Slovenije subjektu, ki ni banka, ne sme izdati. Končni učinek tega je, da osebe, ki v skladu z ZBan-1 niso organizirane kot banke, dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic ne morejo pridobiti in posledično ne morejo izdati vrednostnih papirjev pod imenom hipotekarne obveznice. Pri tem je treba poudariti, da kljub temu, da banka že ima dovoljenje za opravljanje bančnih in drugih finančnih storitev, hipotekarnih obveznic ne more izdati avtomatsko, saj za to potrebuje posebno dovoljenje, ki ga Banka Slovenije izda šele, ko se ugotovi, da določena banka izpolnjuje pogoje v skladu z ZHKO.

¹⁵⁰ Prim: S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 31-33. *Povzeto po uvodu k predlogu Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, objavljenem v Poročevalcu Državnega zbora, št. 105, str. 4-5.*

¹⁵¹ Prim: M. Rančigaj, Hipotekarna obveznica – pravna ureditev v Sloveniji in Nemčiji, Pravna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor 2010, str. 57.

Omejenost izdaje na banke je tako pomembna razlika s SPV-ji. Naš ZBan-1 je sicer opredelil izraz, ki je v ZDA poznan pod angleškim izrazom Special Purpose Vehicle. Imenoval jo je kot »pravno osebo s posebnim namenom listinjenja« ter določil pogoje, ki jih mora taka pravna oseba izpolnjevati. Vendar ZHKO omejuje listinjenje oz. izdajo hipotekarnih obveznic le na banke.

Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic najdemo tudi v 4. členu ZHKO, in sicer pod naslovom »Zaščita imena«. Za konkretno transakcijo izdaje hipotekarnih obveznic in za varstvo imetnikov le teh pa to sicer nima večjega pomena. To načelo je pomembno predvsem zaradi varstva udeležencev na trgu oz. potencialnih investitorjev v hipotekarne obveznice. Hipotekarne obveznice so skoraj absolutno varen vrednostni papir, saj je podvržen strogemu nadzoru v skladu z ZHKO. Uporaba imena hipotekarna obveznica za druge vrednostne papirje bi lahko zavajala potencialne investitorje in tako ustvarjala zmedo na trgu. S tem namenom je zakonodajalec v 4. členu ZHKO določil da se: »Besedna zveza 'hipotekarna obveznica' ali 'komunalna obveznica' ter izpeljanke teh besed ali drugih označb, na podlagi katerih bi se dalo sklepati, da gre za hipotekarno ali komunalno obveznico, ne sme uporabljati za noben drug vrednostni papir«.

Omenjena prepoved uporabe imena »hipotekarna obveznica« v naši zakonodaji ni posebnost. Tudi v nemškem pravnem redu je npr. uporaba imena »Hypothekendarpfandbrief«, ki po naše lahko prevedemo kot »hipotekarna obveznica« zakonsko zaščiteno privilegij hipotekarnih bank.¹⁵²

5.2. ZADOLŽNICA, ZAVAROVANA Z DOLGOM

Zadolžnica, zavarovana z dolgom (*ang.* Collateralized Debt Obligation ali CDO) je SFI, ki omogoča udeležencem trga, da prenesejo velike deleže kreditnega tveganja na investitorje. CDO-ji ustvarijo svojo vrednost s tem da privlačijo likvidnost v dele emisije, ki same po sebi ne bi bile likvidne ali bi bile preveč kompleksne za investitorje. Tudi sicer je težko oceniti tveganje v CDO-jih, saj je njihova sestava zelo heterogena in je potrebno biti pozoren ne samo na eno tveganje (kot kreditno) temveč na korelacijo med tveganji. V praksi so tukaj prišle v poštev bonitetne ocene CRA-jev, ki so bile podane na osnovi rangiranja različnih delov emisije in korelacije med njimi.

Prenos kreditnega tveganja (iz izvorne banke na SPV) je možen na dva načina, ali s tradicionalnim listinjenjem, kjer pride do »true sale« prodaje, ali pa s sintetičnim listinjenjem, kjer s

¹⁵² *Prim:* S. Žgavec, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008, str. 33-34. *Povzeto po uvodu k predlogu Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, objavljenem v Poročevalcu Državnega zbora, št. 105, str. 4-5.*

kombiniranjem z IFI (večinoma kreditno zamenjavo CDS), prenesemo samo kreditno tveganje. V primeru sintetičnega listinjenja so transakcije visoko fleksibilne v smislu mešanja referenčnih obligacij portfelja in njihovega kreditnega tveganja. Investitorji na ta način izbirajo CDO, ki jim najbolj ustreza. Pri tem je pomembno, da referenčne obligacije zapakirane v CDO ostanejo na bilanci izvorne banke, medtem ko SPV upravlja s povezanim CDS-jem oz. proda zaščito za kreditno tveganje banki. Izvorna banka na podlagi CDS pogodbe plačuje redne premije SPV-ju; v kolikor pa pride do izgub v kritnem premoženju (referenčne obligacije oz. terjatve), SPV povrne izvorni banki nastalo ekonomsko škodo.

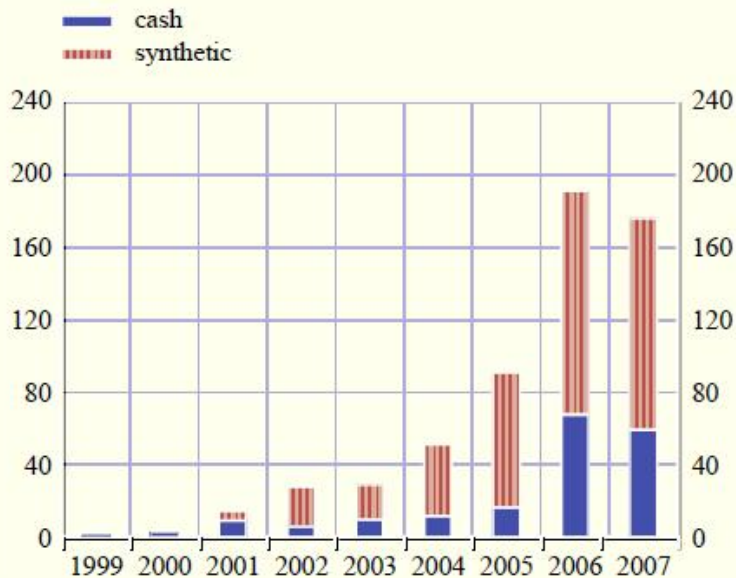
SPV izda CDO dele (emisije) ali CDO-je, ki so ali »kriti« ali »nekriti«. Pri kitem sintetičnem listinjenju, investitorji plačajo za investicijo; pri nekritih transakcijah pa investitorji ne plačajo vnaprej, kar pomeni, da nosi SPV riziko neplačila investitorja ob morebitnih izgubah kritnega premoženja. Večina sintetičnih transakcij je načeloma »delno kritih«, tako da je »super senior« del emisije nekrit, ostali senior in nižji deli emisije so pa kriti.¹⁵³

V povezavi s *Sliko 2* lahko vidimo primerjavo med svetovno in EU izdajo CDO-jev, ter razmerje med izdanimi denarnimi in sintetičnimi CDO-ji (*Slika 17*).

¹⁵³ *Prim:* Monthly Bulletin February, European Central Bank, št. 2, letnik 2008, Frankfurt 2008, str. 84-85. Dostopno na medmrežju: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>.

Chart 3 Issuance of euro-denominated cash and synthetic CDOs

(EUR billions)



Source: Creditflux.

Note: Data for 2007 refer only to the first three quarters.

Slika 17 (EU CDO izdaja)¹⁵⁴

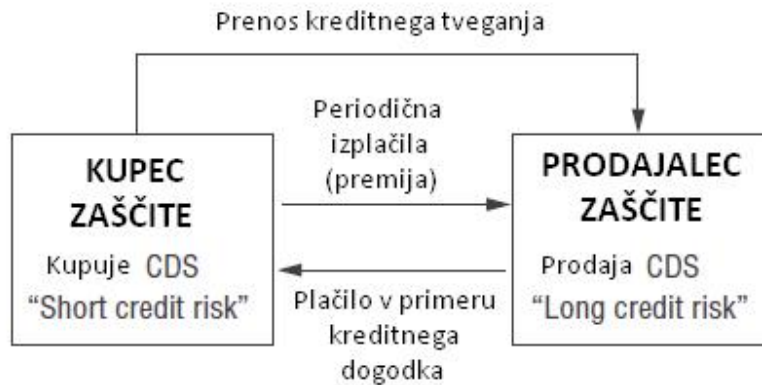
5.2.1. ZAMENJAVA KREDITNEGA TVEGANJA

Zamenjava kreditnega tveganja (*ang.* Credit Default Swaps ali CDS) je dvostranska pogodba med kupcem in prodajalcem kreditnega tveganja oz. med kupcem in prodajalcem kreditne zaščite. V najosnovnejši obliki se kupec zaščite (večinoma banka) pogodbeno zaveže, da bo prodajalcu zaščite (večinoma SPV) plačeval periodična plačila (premija) ob predhodno določenih datumih. Plačila se bodo izvrševala do konca pogodbenega razmerja (zapadlosti CDS) ali do nastanka kreditnega dogodka¹⁵⁵. V zameno se prodajalec zaščite zaveže, da bo vrnil ekonomsko vrednost

¹⁵⁴ *Prim:* Monthly Bulletin February, European Central Bank, št. 2, letnik 2008, Frankfurt 2008, str. 86. Dostopno na medmrežju: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>.

¹⁵⁵ Kreditni dogodek (*ang.* credit event) je vrsta različnih odložnih pogojev, ki so natančno opredeljeni v bilateralni pogodbi (večinoma standardizirane ISDA pogodbe) in sprožijo zavarovalni element pogodbe CDS. Pogodba CDS se nanaša na referenčni subjekt, kar je ponavadi podjetje ali država oz. na njegovo kreditno sposobnost. Pogodba ponavadi specificira tudi referenčno obligacijo referenčnega subjekta. Med kreditnimi

zavarovanega referenčnega subjekta, če v času pogodbenega razmerja nastane kreditni dogodek.¹⁵⁶



Slika 18 (Pravno razmerje med subjekti CDS pogodbe)¹⁵⁷

Zelo pomembno je dejstvo, da kupec zaščite ne rabi imeti v lasti nobene referenčne obligacije, niti ne rabi biti povezan z izgubami oz. trpeti izgube referenčne obligacije. V takšni obliki se CDS uporabi kot samostojni instrument.¹⁵⁸

Z vidika ekonomske funkcije CDS-i sodijo med kreditne izvedene finančne instrumente (*ang.* Credit derivatives). Njihova uporaba je večinoma v povezavi s SFI, kjer se s sintetičnim listinjenjem prenese zgolj kreditno tveganje portfelja CDO-ja.

Mnogo trgovanja s CDS-i je potekalo »over the counter« (OTC), kar pomeni, da so se pogodbe sklepale bilateralno in izven organizirane trga, kar jih je naredilo še dodatno netransparentne in

dogodki, ki sprožijo plačilo ekonomske škode in so zapisani v pogodbi ISDA iz leta 2003, so: insolventnost, neplačilo, restrukturiranje dolga, moratorij in nepriznavanje pogodbenih obveznosti, in povezana neplačila oz. verižno pospeševanje zapadlosti obveznosti.

¹⁵⁶ Prim: G. Lojk, Uporaba izvedenih kreditnih instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj (specialistično delo), Ekonomsko-poslovna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor 2008, str. 49, 51-52.

¹⁵⁷ Prim: Global Financial Stability Report April 2006, International Monetary Fund, Washington DC 2006, str. 54. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/pdf/chp2.pdf>.

¹⁵⁸ Prim: S. Edwards, The Law of Credit Derivatives, The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., London 2004, str. 618-619.

težje nadzorovati¹⁵⁹. V ZDA je bilo konec junija 2009 za več kot 600 trilijonov ameriških dolarjev OTC pogodb.¹⁶⁰

5.3. VLOGA STRUKTURIRANIH FINANČNIH INSTRUMENTOV V FINANČNI KRIZI

Izgube v drugorazrednih hipotekarnih posojilih in posledična finančna kriza, so pokazale pomanjkljivosti v olistinjenem trgu SFI, še posebej CDO-jev in pri SPV-jih, ki so jih banke koristile za financiranje zunajbilančnih CDO-jev in ostalih SFI-jev.

Te pomanjkljivosti vključujejo (1) visok nivo kompleksnosti instrumentov, (2) težave vrednotenja takšnih instrumentov, (3) prekomerno zaupanje investitorjev v bonitetne ocene in (4) nezadostne informacije o izpostavljenosti finančnih institucij kreditnemu tveganju v povezavi s SFI, kar je onemogočalo sledenje izpostavljenosti v finančnem sistemu.

Odkar se je začel finančni nemir, so težave vrednotenja pripomogle k pomanjkanju likvidnosti v instrumentih. CDO-ji se namreč vrednotijo s pomočjo zapletenih teoretičnih modelov in cene, ki jih ti modeli ustvarijo so zelo občutljive na domneve in metodologijo instrumentov v sestavi portfelja. Ko so CRA začele nižati ocene velikemu številu CDO-jev in RMBS-jev, z izpostavljenostjo drugorazrednim hipotekarnim posojilom, je trg zgubil zaupanje v točnost vrednotenja in domine so začele padati.¹⁶¹

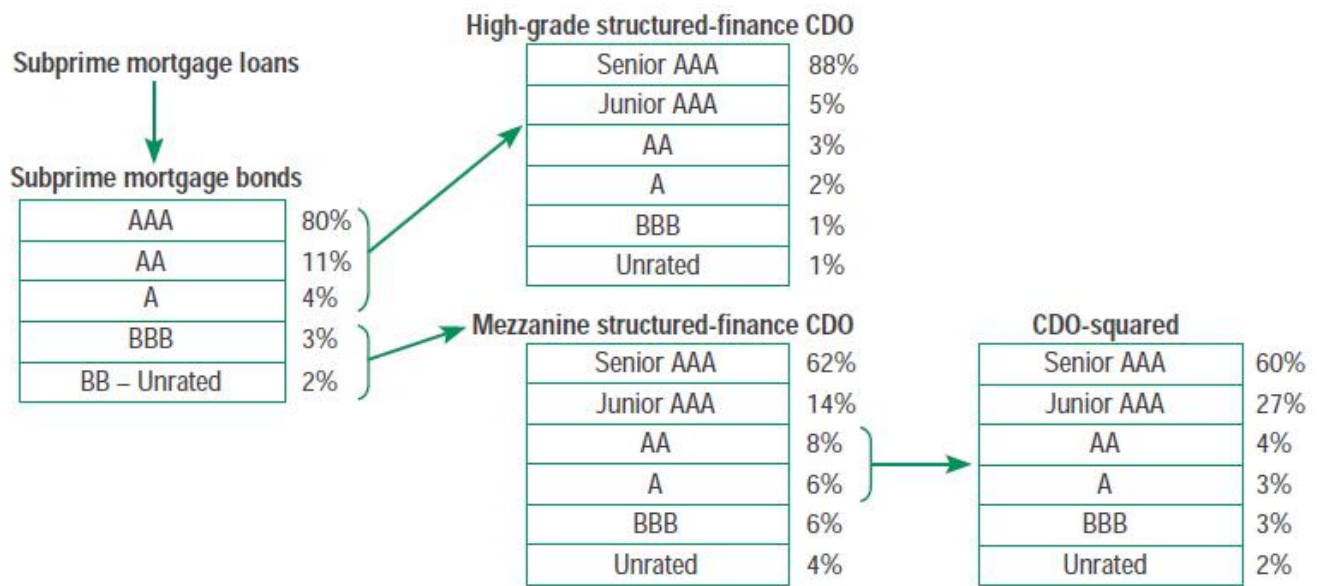
Slika 18 nam tako prikazuje povezanost drugorazrednih hipotekarnih posojil do enostavnih SFI (hipotekanih obveznic) in vse CDO zadolžnic in CDO² zadolžnic, kjer je portfelj sestavljen iz CDO delov emisij. Trgi so bili osnovani drug na drugemu in šibkost enega trga je tako šibkost vseh povezanih trgov.

¹⁵⁹ *Glej tudi:* Mengle David, Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency, v: ISDA Research Notes, International Swaps and Derivatives Associations, Inc., številka 1, 2009. Dostopno na medmrežju: <http://isda.org/researchnotes/pdf/ISDA-Research-Notes1.pdf>.

¹⁶⁰ *Prim:* Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010, str. 92. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>. *Glej tudi:* Mengle David, The ISDA market Survey: What the results show and what they don't show, v: ISDA Research Notes, International Swaps and Derivatives Associations, Inc., številka 1, 2008. Dostopno na medmrežju: <http://isda.org/researchnotes/pdf/researchnotes-Autumn2008.pdf>.

¹⁶¹ *Prim:* Monthly Bulletin February, European Central Bank, št. 2, letnik 2008, Frankfurt 2008, str. 93-94. Dostopno na medmrežju: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>.

Matryoshka — Russian Doll: Multi-Layered Structured Credit Products



Source: IMF staff estimates.
 Note: CDO = collateralized debt obligation.

Slika 19 (Interpovezanost SFI)¹⁶²

¹⁶² Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008, str. 60. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>.

6. SKLEP

Finančna kriza je pokazala slabosti svetovne povezanosti finančnega sistema. Fragmentacija dolgov in povezano listinjenje je pahnilo svet v trilijonske izgube; izgube iz katerih se ne bomo tako hitro pobrali. Bančne izgube v obdobju med leti 2007 in 2010 tako znašajo 2.3 trilijonov ameriških dolarjev.¹⁶³

Vpliv olistinjenih trgov je močno ojačila interpovezanost, slaba regulacija in slabo upravljanje kreditnega tveganja velikih finančnih institucij. Če povzamemo od začetka, se moremo najprej posvetiti naivnim kreditojemalcem, naivnim investitorjem ter pametnim posrednikom. Slednji so prepričali kreditojemalce v kreditiranje, ki si ga niso mogli privoščiti ter investitorje investirati v nekaj kar ne razumejo.¹⁶⁴ Zastavlja se vprašanje, v kolikšni meri finančni instrumenti, ki nadgrajujejo in povečujejo finančno infrastrukturo do enormne velikosti in netransparentnosti, v resnici opravljajo svojo napovedano funkcijo – olajšanja prenosa finančnih sredstev od investitorjev do neto potrošnikov (kreditojemalcev), torej kolikšna je dodana vrednost opisanih transakcij. Če je ni in bi bilo zato bolje, da investitor posluje neposredno s končnim kreditojemalcem, je vsa ostala finančna nadgradnja samo »slepilo«, način za pretentanje naivnih nevednežev na kapitalskem trgu.¹⁶⁵

Banke so v vsej tej zmedi opustile svojo tradicionalno vlogo, ki je prešla iz osnovne vloge kreditiranja na originatorja. Namesto ohranjanja posojil na svoji bilance, so le-te prenesle na investitorje in prešle v investicijsko bančništvo.¹⁶⁶ V teoriji je osnovni namen listinjenja prenesti tveganje na tiste, ki ga zmorejo. Žal se je le tega v praksi preneslo na tiste, ki ga ne razumejo.¹⁶⁷

¹⁶³ *Prim:* Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010, str. 11. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>.

¹⁶⁴ M. Wolf, Questions and answers on a sadly predictable debt crisis, Financial Times, The Financial Times Ltd., september 2007. Dostopno na medmrežju: http://www.thefinancialexpress-bd.com/search_index.php?page=detail_news&news_id=10518.

¹⁶⁵ *Prim:* F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 89.

¹⁶⁶ V. Finch, Corporate Rescue in a World of Debt, v (Robert Merkin, ur.): The Journal of Business Law, 8. zvezek, London 2008, Thomas Reuters Ltd., 2008, str. 761.

¹⁶⁷ M. Wolf, Questions and answers on a sadly predictable debt crisis, Financial Times, The Financial Times Ltd., september 2007. Dostopno na medmrežju: http://www.thefinancialexpress-bd.com/search_index.php?page=detail_news&news_id=10518.

Listinjenje je odprlo novo pot širitvi poslovanja bank, saj niso bile več odvisne od nabiranja depozitov med prebivalstvom in gospodarstvom, pač pa so si vire izposojale na finančnem trgu.¹⁶⁸ Investicijsko bančništvo se v Sloveniji ni v tolikšni meri razvilo, kar nam je sedaj lahko le v korist. Poleg problemov menedžerskih odkupov, se bi sicer bojevali z mnogo hujšo krizo, ki smo jo deležni sedaj kot posledica likvidnostnega krča.

¹⁶⁸ *Prim:* F. Štiblar, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana 2008, str. 103.

7. VIRI IN LITERATURA

7.1. MONOGRAFIJE

Accetto Marko, Pravo Evropske unije, Pravni mozaik 5, GV Založba, Ljubljana, 2008.

Harding Paul C., A Practical Guide to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, Euromoney Institutional Investor Plc., London, 2004.

Lojk Gregor, Uporaba izvedenih kreditnih instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj, Ekonomsko-poslovna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor, 2008.

Lukman Anja, Basel II in CAD 3: Vloga regulatornega nadzora, Banka Slovenije, Ljubljana, 2007.

Rančigaj Marko, Hipotekarna obveznica – pravna ureditev v Sloveniji in Nemčiji, Pravna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor, 2010.

Samec Nataša, Delniške opcije, GV Založba, Ljubljana, 2009.

Simonetti Marko, Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi, Inštitut za ekonomska raziskovanja, Ljubljana, 2008.

Štiblar Franjo, Svetovna kriza in Slovenci, Kako jo preživeti?, Založba ZRC, ZRC SAZU, Ljubljana, 2008.

Voršič Viktor, Zemljiški dolg in zemljiško pismo, Pravna fakulteta, Univerza v Mariboru, Maribor, 2002.

Žgavec Simon, Listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, Pravna fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 2008.

7.2. ČLANKI TER PRISPEVKI NA STROKOVNIH SEMINARJIH IN KONFERENCAH

Cervone Elizabeth, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, v: European Business Law Review, Kluwer Law International, zvezek 5, letnik 19, s. l. 2008, str. 821-881.

Edwards Steven, The Law of Credit Derivatives, v: The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., London, november 2004, str. 617-655.

Finch Vanessa, Corporate Rescue in a World of Debt, v (Robert Merkin, ur.): The Journal of Business Law, 8. zvezek, London 2008, Thomas Reuters Ltd., 2008, str. 756-777.

Janevska Lidija, Prenos kreditnega tveganja, v: Bančni vestnik, Banka Slovenije, marec 2004, str. 1-10.

Kelemen Nina, Pasti ameriškega »subprime« trga, v: Bančni vestnik, Združenje bank Slovenije, št. 12, 2007, str. 19.

Kocbek Marijan, Pravna razmerja pri hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih posojilih, v: Podjetje in delo, številka 8, letnik XX., Ljubljana 1994.

Kocbek Marijan, Hipotekarne obveznice, v: Pravna praksa, GV založba, št. 11, Ljubljana 1992.

More Matej, Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji, 7. Strokovno posvetovanje o bančništvu, Portorož 2001.

More Matej, Dileme izbora modela hipotekarnega bančništva v Sloveniji, Bled 2002.

Mengle David, Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency, v: ISDA Research Notes, International Swaps and Derivatives Associations, Inc., številka 1, 2009. Dostopno na medmrežju: <http://isda.org/researchnotes/pdf/ISDA-Research-Notes1.pdf>.

Mengle David, The ISDA market Survey: What the results show and what they don't show, v: ISDA Research Notes, International Swaps and Derivatives Associations, Inc., številka 1, 2008. Dostopno na medmrežju: <http://isda.org/researchnotes/pdf/researchnotes-Autumn2008.pdf>.

Rant Vasja, Anatomija globalne finančne krize, v (J. Prašnikar, A Cirman, ur.): Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij, Častnik Finance, str. 55-68.

Selvam Vijay, Recharacterisation in "True Sale" Securitisations: The "Substance over Form" Delusion, v (Robert Merkin, ur.): The Journal of Business Law, Sweet & Maxwell Ltd., Thomas Reuters Ltd., London, oktober 2006, str. 637-643.

Strnad Igor, Hipotekarni posli: nepremičninsko zavarovanje terjatev iz hipotekarnih obveznic, v: Podjetje in delo, številka 5-6, letnik XXI., Ljubljana 1995.

Wolf Martin, Questions and answers on a sadly predictable debt crisis, Financial Times, The Financial Times Ltd., september 2007. Dostopno na medmrežju: http://www.thefinancialexpress-bd.com/search_index.php?page=detail_news&news_id=10518, (22.6.2010).

7.3. PRAVNI VIRI

Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version, Bank for International Settlements, Basel 2006.

Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij, Evropski parlament, Svet Evropske unije, Bruselj 2006.

Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij.

Navodila za izdajatelje vrednostnih papirjev na borznem trgu, Ljubljanska borza d.d., Ljubljana 2010.

Obligacijski zakonik, Uradni list RS, št. 97/2007, Ljubljana 2007.

Stvarnopravni zakonik, Uradni list RS, št. 87/2002, Ljubljana 2002

Zakon o arbitraži, Uradni list RS, št. 45/2008, Ljubljana 2008.

Zakon o bančništvu, Uradni list RS, št. 131/2006, Ljubljana 2006.

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, Uradni list RS, št. 17/2006, Ljubljana 2006.

Zakon o trgu finančnih instrumentov, Uradni list RS, št. 67/2007, Ljubljana 2007.

Zakon o trgu vrednostih papirjev, Uradni list RS, št. 56/1999, Ljubljana 1999.

Zakon o trgu vrednostih papirjev, Uradni list RS, št. 51/2006, Ljubljana 2006.

7.4. VIRI IZ MEDMREŽJA

A Consumer's Guide to Mortgage Refinancings, The Federal Reserve Board. Dostopno na medmrežju: <http://www.federalreserve.gov/pubs/refinancings/default.htm>, (22.6.2010).

Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, Comptroller of the Currency, Washington DC 1997. Dostopno na medmrežju: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>, (22.6.2010).

BIS 78th Annual Report, Bank for International Settlements, Basel, 2008. Dostopno na medmrežju: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm>, (22.6.2010).

Global Financial Stability Report April 2006, International Monetary Fund, Washington DC 2006. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/pdf/chp2.pdf>, (22.6.2010).

Global Financial Stability Report April 2007, International Monetary Fund, Washington DC 2007. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/pdf/text.pdf>, (22.6.2010).

Global Financial Stability Report April 2008, International Monetary Fund, Washington DC 2008. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/text.pdf>, (22.6.2010).

Global Financial Stability Report October 2009, International Monetary Fund, Washington DC 2009. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>, (22.6.2010).

Global Financial Stability Report April 2010, International Monetary Fund, Washington DC 2010. Dostopno na medmrežju: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf>, (22.6.2010).

Derivatives Consulting Group Glossary, International Swaps and Derivatives Associations, Inc., 2009. Dostopno na medmrežju: <http://isda.org/>, (22.6.2010).

ForexBlog.org. Dostopno na medmrežju: <http://www.forexblog.org/wp-content/uploads/2009/05/cdo.gif>, (22.6.2010).

Global CDO Issuance, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Dostopno na medmrežju: http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_GlobalCDOData.pdf, (22.6.2010).

Investinginbonds.com, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Dostopno na medmrežju: <http://www.investinginbonds.com/story.asp?id=3140#M>, (22.6.2010).

Monthly Bulletin February, European Central Bank, št. 2, letnik 2008, Frankfurt 2008, str. 84-85. Dostopno na medmrežju: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>, (22.6.2010).

Mortgage Backed Security, The Hedge Fund Consistency Index. Dostopno na medmrežju: http://www.hedgefund-index.com/d_mortgagebs.asp, (22.6.2010).

Mortgage-Backed Securities, U.S. Securities and Exchange Commission. Dostopno na medmrežju: <http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm>, (22.6.2010).

Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, Poročevalec Državnega zbora RS, Državni zbor RS, letnik XXXI, št. 105, Ljubljana 2005. Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, str. 4. Dostopno na medmrežju: <http://www.ius-software.si/Register/Besedilo.aspx?SOPI=PORODZ2005N105P3&Doc=Poro>, (22.6.2010).

Rant Vasja, Anatomija globalne finančne in ekonomske krize. Dostopno na medmrežju: <http://miha.ef.uni-lj.si/dokumenti3plus2/191084/Globalnakriza.ppt>, (22.6.2010).

Razširjena letna statistika, Ljubljanska borza d.d. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>, (22.6.2010).

Sadar Mitja, Svetovna kriza: Kam so izginile milijarde?, Revija Kapital. Dostopno na medmrežju: <http://si.moj-fond.net/clanak/svetovna-kriza-kam-so-izginile-milijarde/si-3-14-7049.html>, (22.6.2010).

Slovar borznih izrazov z angleškimi ustrezniki, Ljubljanska borza d.d. Dostopno na medmrežju: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791>, (22.6.2010).

STA, ECB: Banke čakajo še precejšnji odpisi slabih posojil, Finance.si. Dostopno na medmrežju: <http://www.finance.si/281321/ECB-Banke-%E8akajo-%B9e-precej%B9nji-odpisi-slabih-posojil>, (22.6.2010).