

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

HIPOTEKARNE OBVEZNICE

Ljubljana, maj 2010

LUKA COLLAUTI

IZJAVA

Študent Luka Collauti izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Branka Koržeta, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	HIPOTEKA, HIPOTEKARNO POSOJILO IN OBVEZNICA	2
2.1	<i>Hipoteka</i>	2
2.2	<i>Hipotekarno posojilo</i>	2
2.3	<i>Obveznica</i>	3
3	HIPOTEKARNA OBVEZNICA	4
3.1	<i>Krita obveznica</i>	4
3.2	<i>Zgodovina hipotekarne obveznice</i>	5
3.3	<i>Bistvene značilnosti hipotekarnih obveznic</i>	7
3.3.1	<i>Dvojna narava zaščite</i>	8
3.3.2	<i>Kreditne institucije so predmet javnega nadzora in regulacije</i>	8
3.3.3	<i>Sredstva v kritnem premoženju in tekoče obveznosti</i>	9
3.3.4	<i>Nadzor obveznosti kreditne institucije v zvezi s kritnim premoženjem</i>	10
3.4	<i>Namen hipotekarnih obveznic</i>	10
4	SISTEMI HIPOTEKARNIH OBVEZNIC V EVROPI	12
4.1	<i>Vrste izdajateljev</i>	13
4.2	<i>Pravni okvirji</i>	14
4.3	<i>Kritno premoženje</i>	14
4.4	<i>Vrednotenje hipotekarnega kritnega premoženja in kriterij razmerja med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine</i>	14
4.5	<i>Smernice glede sredstev in obveznosti</i>	15
4.6	<i>Nadzor kritnega premoženja in bank</i>	15
4.7	<i>Zaščita v primeru stečaja izdajatelja</i>	16
4.8	<i>Utež tveganja in skladnosti z evropsko zakonodajo</i>	16
5	PРАВNA UREDITEV V EU IN SLOVENIJI	16
5.1	<i>Zakonodaja EU</i>	16
5.1.1	<i>Direktiva o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje</i>	17
5.1.2	<i>Direktiva o kapitalski ustreznosti</i>	18
5.2	<i>Zakon o hipotekarnih in komunalnih obveznicah</i>	19
5.2.1	<i>Razvoj pravne ureditve hipotekarnih obveznic v Sloveniji</i>	19
5.2.2	<i>Vrste izdajateljev</i>	21
5.2.3	<i>Pravni okvirji</i>	22
5.2.4	<i>Kritno premoženje</i>	22
5.2.5	<i>Vrednotenje hipotekarnega kritnega premoženja in merilo za razmerje med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine</i>	23
5.2.6	<i>Smernice glede sredstev in obveznosti</i>	24
5.2.7	<i>Nadzor kritnega premoženja in bank</i>	26
5.2.8	<i>Ločitev premoženja in oddaljenost od stečaja</i>	26
5.2.9	<i>Utež tveganja in skladnosti z evropsko zakonodajo</i>	28
5.2.10	<i>Hipotekarni kredit</i>	28
5.3	<i>Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici</i>	30
6	MOŽNI VPLIVI HIPOTEKARNIH OBVEZNIC NA KAPITALSKI IN NEPREMIČNINSKI TRG V SLOVENIJI	31

7	PROJEKT IZDAJE HIPOTEKARNIH OBVEZNIC.....	32
7.1	<i>Ocena ozadja.....</i>	32
7.2	<i>Pogoji, potrebni za izdajo</i>	36
7.2.1	Organizacijska struktura	36
7.2.2	Terminski plan	36
7.2.3	Plan kakovosti	36
7.2.4	Nadzor projekta.....	38
7.2.5	Postopek pri odstopanju od planov	38
8	SKLEP	38
	LITERATURA IN VIRI.....	41
	SEZNAM POGOSTO UPORABLJENIH KRATIC	
	SLOVAR TUJK	

1 UVOD

Še nedolgo nazaj pravzaprav nisem vedel, kaj natančno izraz »hipotekarna obveznica« sploh pomeni. Ta instrument sem kot potencialni predmet raziskave za svojo diplomsko nalogo zasledil v času prakse pri SID banki. Po krajši raziskavi sem spoznal, da v Sloveniji prava hipotekarna obveznica sploh še ni bila izdana, in to kljub temu, da že od leta 2006 velja zakon, ki omogoča izdajo takšnih obveznic. Tako nimamo izkušenj z izdajanjem hipotekarne obveznice in ne moremo vedeti, kakšne vplive bi njena izdaja imela pri nas. V večini razvitih evropskih držav imajo hipotekarne obveznice dolgo in pomembno tradicijo pri financiranju oziroma refinanciranju hipotekarnih posojil. Na tej podlagi se je izpostavilo vprašanje, zakaj v Republiki Sloveniji še niso bile izdane hipotekarne obveznice, ki so glavni predmet raziskave v mojem diplomskem delu. Namen diplomskega dela je čim boljše predstaviti hipotekarno obveznico, našo zakonsko podlago, možnost izdaje, potrebne pogoje za izdajo in možne vplive.

Hipotekarne obveznice so podvrsta kritih obveznic oziroma dolžniški instrumenti, zavarovani s hipotekami, pri katerih ima investitor prednostno terjatev v primeru insolventnosti izdajatelja. V državah Evropske unije (v nadaljevanju: EU) izdajo hipotekarnih obveznic urejajo z zakoni, ki opredeljujejo merila za ustrezna kritna sredstva ter tudi različne druge posebne zahteve. Ureditve hipotekarnih obveznic se od države do države razlikujejo, tako se imetniki hipotekarnih obveznic sklicujejo na posebne nacionalne hipotekarne obveznice, ki uporabljajo svojo nacionalno določitev. Hipotekarne obveznice, ki jih lahko vzamemo kot merilo, so denominirane v evrih, njihova glavica se izplača ob zapadlosti, imajo fiksno obrestno mero in zapadlost od 2 do 20 let (prevladuje zapadlost od 5 do 10 let) (Kälberer, 2009, str. 93).

Prej omenjena krita obveznica ima obliko dolžniškega vrednostnega papirja, ki je nastal v poznem 18. stoletju kot mehanizem financiranja hipotek. V dvestoletni zgodovini je bil trg kritih obveznic deležen največ sprememb prav v zadnjem desetletju. Tako danes težko najdemo formalno poenoteno opredelitev za to vrsto instrumenta.

Glede na omenjeno dolgoletno zgodovino hipotekarnih obveznic na evropskih tleh bi morale biti zanimive tudi za nas, še posebej, ker imamo zakonsko podlago že urejeno in celo sveže dopolnjeno. Menim, da je kakršen koli instrument za refinanciranje stanovanjskih hipotekarnih posojil zanimiv, saj vemo, da je stiska pri nakupih stanovanj vedno prisotna. Poleg tega so hipotekarne obveznice znane po svoji relativni zanesljivosti, zato so še posebej zanimive za institucionalne investitorje, ki iščejo varne in dolgoročne naložbe.

Pri izdelavi diplomske naloge sem uporabil deskriptivno metodo s študijem domače in tuje literature ter metodo razgovorov.

Na začetku sem tako na hitro razložil osnovne pojme: hipoteka, hipotekarno posojilo in obveznica. Definiranje osnovnih pojmov je pomembno za razumevanje hipotekarne obveznice, ki sem jo nato natančneje razložil in predstavil krajšo primerjalo analizo različnih sistemov hipotekarnih obveznic po Evropi. V naslednjih dveh poglavjih sem razložil pravno ureditev hipotekarnih obveznic tako v EU kot v Sloveniji. Natančneje sem predstavil Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Uradni list RS, št. 17/2006) in Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (Uradni list RS, št. 58/2009). V zadnjem delu pa sem predstavil potencialne vplive hipotekarne obveznice na slovenski kapitalski in nepremičninski trg, za konec pa sem, kot dodatek, predstavil še projekt izdaje

hipotekarne obveznice v Sloveniji ter kadrovske, tehnične in organizacijske pogoje, ki so potrebni za izdajo.

Največjo omejitev pri diplomski nalogi je predstavljal neobstoj hipotekarne obveznice pri nas in tako pomanjkanje praktičnega prikaza, zato sem se osredotočil predvsem na teoretično predstavitev. Posledično na tem področju primanjkuje domače strokovne literature, še posebej tiste novejšega datuma.

2 HIPOTEKA, HIPOTEKARNO POSOJILO IN OBVEZNICA

Za boljše razumevanje hipotekarne obveznice bom najprej na kratko razložil, kaj je hipoteka, hipotekarno posojilo in kaj obveznica.

2.1 Hipoteka

Hipoteka je zastavna pravica na nepremičninah. Zastavna pravica na nepremičninah je učinkovit instrument zavarovanja terjatev v dolžniško-upniških razmerjih. Zastavna pravica na nepremičnini je realno zavarovanje in je ena od učinkovitejših sredstev za zavarovanje denarne terjatve. Glede na obstojnost nepremičnine in njeno trajno vrednost je zastavna pravica na nepremičnini ekonomsko gledano najprimernejši instrument za varstvo denarnih terjatev. Zastavna pravica se v pravu opredeljuje kot stvarna pravica na tuji stvari, iz katere se lahko upnik poplača z vrednostjo zastavljene stvari, če dolжник ob dospelosti ne izpolni svoje obveznosti (Strehovec, 2004).

Namena zastavne pravice na nepremičnini (hipoteka) sta zavarovanje poplačila določene terjatve s prodajo nepremičnine in poplačilo upnika iz kupnine. Hipoteka je stvarnopravna pravica in je podobno kot vse druge stvarnopravne pravice absolutna, kar pomeni, da deluje zoper vsakogar in uživa varstvo pred posegi drugih. Povezana je s samo stvarjo in deli enako usodo kot stvar. Pravica zastavnega upnika, da se poplača iz hipotekarne nepremičnine, ne preneha, če preneha lastninska pravica na nepremičnini. Hipoteka je nedeljiva in zato varuje upnikovo terjatev do njene popolne poravnave ne glede na to, ali pozneje pride do delitve nepremičnine, ki je pod hipoteko. Upniku omogoča, da se prednostno poplača pred drugimi upniki iz vrednosti same nepremičnine (Strehovec, 2004). Hipoteka je določena kot vseobsežna pravica, ki sega na celotno nepremičnino skupaj z njenimi sestavinami, pritiklinami in plodovi (načelo vseobsežnosti hipoteke) (Juhart, 2002, str. 57).

2.2 Hipotekarno posojilo

Hipotekarno posojilo je s hipoteko zavarovano posojilo. Ponavadi je to dolgoročno posojilo, namenjeno za nakup, gradnjo ali prenavo nepremičnine. Posojilo je zavarovano z nepremičnino, s katero posojilojemalec že razpolaga ali pa jo s sredstvi kupuje, in ta nepremičnina služi v skrajnem primeru za izplačilo upnika (Ribnikar, 1991, str. 386). Kreditodajalci so lahko poslovne banke, hranilnice ali pa posebne hipotekarne banke, ponekod tudi zavarovalnice.

V Sloveniji je področje financiranja nepremičnin s hipoteko dokaj slabo razvito. Čeprav je hipotekarno zavarovanje že stalna praksa pri naložbah pravnih oseb in zasebnikov, v Sloveniji »prava« hipotekarna posojila poznamo šele zadnjih nekaj let. Ker je tudi v drugih državah

hipotekarno bančništvo zakonsko regulirano, se pred sprejetjem Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (v nadaljevanju: ZHKO) prava tovrstna posojila niti niso mogla pojaviti. Vendar pa so slovenske banke odobravale (in še vedno jih) stanovanjska posojila, ki so zavarovana z nepremičninami (Ferluga, 2009). Pri teh posojilih hipoteka služi le kot ena od oblik zavarovanja posojila (poleg zavarovanja v zavarovalnici ali s porokom), zato tudi pri njej veljajo enaki pogoji kot pri drugih vrstah zavarovanj. Tako se pri posojilih za nepremičnine z zastavo nepremičnine višina odobrenega posojila določa na podlagi kreditne sposobnosti posojilojemalca in ne na podlagi tržne vrednosti nepremičnine, kot je to pri »pravem« hipotekarnem posojilu. V tem primeru nepremičnina služi zgolj v skrajnem primeru, ko posojilojemalec ne poravnava svojih obveznosti (Kovačević, 2000, str. 33).

Poslovanje s hipotekarnimi posojili se odvija na primarnem in sekundarnem trgu hipotekarnih posojil. Na primarnem trgu hipotekarna posojila nastajajo. Povpraševanje predstavljajo osebe, ki želijo kupiti, graditi ali obnoviti nepremičnine, ponudniki pa so razne finančne institucije. Na sekundarnem trgu pa te institucije, ki na primarnem trgu odobrijo hipotekarna posojila, lahko ta posojila prodajajo. Namen sekundarnega trga je povečati likvidnost hipotekarnega poslovanja, saj izdajatelju ni več treba držati posojila v svojem premoženju, vse dokler ni dokončno poplačan. Izdajatelj lahko svoje terjatve proda na sekundarnem trgu in tako dobi likvidna sredstva oziroma se refinancira. S povečanjem likvidnosti sekundarnega trga se zmanjšuje tudi obrestna mera (Jaš, 2002, str. 20).

Slika 1: Sistemi hipotekarnega bančništva



Vir: M. More, Stanovanjsko financiranje in hipotekarno bančništvo v Sloveniji, 2002, str. 2.

2.3 Obveznica

Obveznica je dolžniški vrednostni papir, s katerim se izdajatelj obveznice obveže, da bo imetniku obveznice plačal obresti in do dospelja izplačal glavnico. Obveznice izdajajo podjetja, banke in države. Z njimi financirajo večje projekte. Medtem ko smo kot lastniki delnic udeleženi pri uspešnosti družbe, smo pri obveznicah deležni fiksnega izplačila obresti. Ni pomembno, ali je izdajatelj obveznic uspešen ali ne, dobili ne bomo nič več in nič manj kot dogovorjene obresti (Verbole, 2007).

Obveznica ni pravzaprav nič drugega kot posojilo oziroma način zadolževanja. Izdajatelji izdajo obveznico takrat, ko potrebujejo denar. Vlagatelji pa izdajateljem obveznic posodijo denar za določen čas v zameno za obresti (t. i. kupon). Navadno posojilo in obveznica se razlikujeta v tem, da se pri obveznicah s pogodbo o posojilu lahko trguje (vrednostni papir

oziroma finančni instrument) in se pravice posojilodajalca ob prodaji pogodbe prenesejo na nekoga drugega (Finančni slovar).

Klasične obveznice se delijo glede na to, kdo jih je izdal. S tem je povezano tudi eno izmed najpomembnejših tveganj – kreditno tveganje. To je tveganje, da izdajatelj ne bo sposoben poravnati svojih obveznosti do imetnika obveznice (Dolceta). Klasične obveznice se po tem, kdo jih je izdal, delijo na:

1. državne obveznice (ang. *state and local government bonds*). To so obveznice centralne vlade ali federalnih oblasti. Povezane so z najmanjšim tveganjem;
2. občinske obveznice (ang. *municipal bonds*). Izdajo jih javnopravne finančne organizacije, centralna vlada pa ne jamči za vračilo dolga in plačila obresti;
3. hipotekarne obveznice (ang. *mortgage bonds*). Izdajo jih javnopravne finančne organizacije, jamstvo vračila dolga pa predstavlja hipoteka oziroma pravica zastavka na nepremičnine;
4. bančne obveznice. Izdajo jih banke, hranilnice in druge finančne organizacije;
5. obveznice podjetij (ang. *corporate bonds*). Izdajo jih velika in mala podjetja. Podjetje mora biti sposobno samo poplačati dolg, zato so te obveznice veliko bolj tvegane od državnih.

Glede na navedeno delitev obveznic lahko ugotovimo, da kreditna sposobnost izdajatelja obveznic načeloma pada od prve do zadnje naštetе skupine, vendar pa je večje tveganje odplačila dolga in plačila obresti kompenzirano z naraščajočo obrestno mero (Prohaska, 1999, str. 56).

3 HIPOTEKARNA OBVEZNICA

3.1 Krita obveznica

Krite obveznice so obveznice, ki jih izdajo banke in so podprte z namensko skupino posojil, znano kot kritno premoženje (ang. *cover pool*) (Pimco, 2006). Kritnih obveznic je več različnih vrst: tiste, ki so podprte s hipotekarnimi posojili, t. i. hipotekarne obveznice (obstajajo v vseh državah s sistemom kritih obveznic), podprte s posojili javnemu sektorju, t. i. komunalne obveznice (obstajajo v omejenem številu evropskih držav), podprte s posojili za ladje (mogoče jih je najti samo na Danskem in v Nemčiji), poznamo pa še tiste, ki so podprte s posojili za letala, a te so še nov instrument in trenutno še niso v uporabi (Kälberer, 2009, str. 87).

Pogoji, ki jih morajo izpolnjevati sredstva v kritnem premoženju, in postopki v primeru insolventnosti izdajatelja so določeni z zakoni, ki so specifični za vsako državo posebej. Če banka izdajateljica postane insolventna, so sredstva iz kritnega premoženja ločena od drugih sredstev izdajatelja, in to izključno v korist lastnikov obveznic, ki imajo v takšni situaciji prednostno pravico do poplačila iz kritnega premoženja (Pimco, 2006).

Glede na visoko kakovost posojil v kritnem premoženju in moč banke izdajateljice večina kritih obveznic prejme visoke bonitetne ocene (AA ali AAA). Na splošno njihova zapadlost

sega v razponu od 2 do 10 let, čeprav je trenutni trend v smeri dolgoročnih obveznic z več kot 10 let do zapadlosti (Pimco, 2006).

Krite obveznice so v mnogih pogledih podobne hipotekarno zavarovanim listinjenim vrednostnim papirjem (ang. *mortgage-backed securities*, v nadaljevanju: MBS) ali premoženjsko zavarovanim listinjenim vrednostnim papirjem (ang. *asset-backed securities*, v nadaljevanju: ABS) z eno veliko razliko: posojila, ki podpirajo krite obveznice, ostanejo v bilanci banke izdajateljice. Obveznice so zato obveznost banke izdajateljice in izdajatelj ohrani nadzor nad sredstvi. Ta lahko spremeni sestavo kritnega premoženja, da ohrani njegovo kreditno kakovost, ki lahko koristi vlagateljem, lahko pa tudi spremeni pogoje posojil (Pimco, 2006).

Hipotekarna obveznica je krita obveznica, ki jo izdajajo kreditne institucije, podprta je s posojili, zavarovanimi s hipoteko na nepremičnine, in je finančni instrument, ki je – z ekonomskega vidika – namenjen za refinanciranje investicijskih posojil (European Mortgage Federation, 2001, str. 303).

Hipotekarne obveznice nastopajo na trgu kot bistveni sestavni del finančnega posredništva, ki združuje na eni strani povpraševanje oziroma potrebo gospodinjstev (drugih zasebnih entitet ali javnih organov) po sredstvih za financiranje nepremičnin z učinkovitimi stroški kapitala in na drugi strani ponudbo sredstev vlagateljev, ki želijo v zameno pridobiti privlačen donos na varne in likvidne obveznice s fiksnim donosom. Varnost hipotekarne obveznice omogoča posojilodajalcem pridobivati sredstva na kapitalskih trgih po zmanjšanih stroških zadolževanja. Možnost za izdajo hipotekarnih obveznic spodbuja posojilodajalce, da zagotovijo srednjeročna in dolgoročna finančna sredstva za stanovanja, nestanovanjske nepremičnine in urban razvoj po najnižji in najstabilnejši obrestni meri, mogoči za posojilojemalca (European Mortgage Federation, 2001, str. 25).

Slika 2: Poenostavljen prikaz hipotekarne obveznice



Vir: M. More, *Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji 2001*, str. 5.

3.2 Zgodovina hipotekarne obveznice

Ideja o financiranju gradnje ali nakupa nepremičnine z izdajo vrednostnih papirjev se je porodila v drugi polovici 18. stoletja v takratni Prusiji, na ozemlju današnje Nemčije. V obdobju 1767–1770 so bili položeni temelji za razvoj hipotekarnih poslov. Ustanovljene so bile posebne, regionalno omejene, javnopravne in obvezne združbe veleposestnikov, katerih namen je bil pridobivati zemljiško zavarovane kredite za svoje člane. Te združbe niso odobravale kreditov v gotovini, temveč v naravi. V ta namen so izdajale zadolžnice (obveznice), imenovane zastavno pismo (nem. *Pfandbrief*). Od kreditorejmalca je bilo odvisno, kdaj in kako bo unovčil zastavno pismo, pri čemer je nase prevzel breme oziroma tveganje spremembe tečaja valute. Imetnik zastavnega pisma je tako postal upnik natančno določenega in v zastavnem pismu opisanega in opredeljenega dela zemljišča (stvarno

jamstvo), subsidiarno pa je za terjatev iz zastavnega pisma jamčila tudi združba (osebno jamstvo). Tovrstna zastavna pisma so imela dvojno funkcijo: funkcijo vrednostnega papirja in funkcijo hipotekarnega pisma (nem. *Hypothekenbrief*), kot ga danes pozna nemško pravo. Pozneje se v zastavnih pismih niso več opisovala in določala posamezna zemljišča kot jamstvo dolga. V prvi polovici 19. stoletja so združbe spremenile sistem podeljevanja kreditov in njihovega refinanciranja. Svojim članom so odobravale posojila na podlagi zastavitve zemljišča (hipotekarna posojila), pri čemer so za njihovo refinanciranje začele uporabljati posebno vrsto obveznic oziroma zadolžnic (nem. *Teilschuldverschreibungen*). Te obveznice so nadomestile prejšnje, za njihovo izplačilo pa je jamčila združba sama (Strnad, 1995, str. 588–590).

Pri tovrstnih novih hipotekarnih obveznicah ni bil prisoten ključni element, na podlagi katerega so prejšnja zastavna (hipotekarna) pisma dobila ime – neposredna zastava. Odsotnost neposredne zastave in posledično jamčenja zemljišča (hipoteke) v korist imetnika zastavnega pisma je tako pripeljala do ločitve razmerja med kreditojemalcem in upnikom oziroma imetnikom hipotekarne obveznice. Na ta način je bila dana možnost pridobivanja hipotekarnih obveznic tudi tretjim osebam (Strnad, 1995, str. 588–590).

Prvi zakon, ki je na enoten način uredil oziroma uzakonil hipotekarno pravo, je bil nemški zakon o hipotekarnih bankah (nem. *Hypothekbankgesetz*). Sprejet je bil 13. julija 1899, noveliran pa nazadnje 19. decembra 1990 (Strnad, 1995, str. 590). Veljal je do 19. julija 2005, ko je v veljavo stopil nov pravni okvir, ki trenutno ureja trg nemških kritih obveznic (nem. *Pfandbriefgesetz*).

Strog režim poslovanja, kot ga uzakonja nemški zakon o hipotekarnih bankah, zagotavlja hipotekarnim bankam relativno trdnost v poslovanju. Kljub številnim gospodarskim krizam v zadnjih 110 letih na ozemlju današnje Nemčije ni propadla namreč niti ena hipotekarna banka. Kljub nemški prevladi na področju hipotekarnega bančništva so prvo hipotekarno banko na svetu (Credit Foncier de France) ustanovili leta 1852 v Parizu (Lassen, 2002, str. 5).¹

Vendar pa gre dejanski razcvet hipotekarne obveznice pripisati dejanju Georga Kroppa, ki je leta 1921 v nemški vasici Vustenrot ustanovil prvo stanovanjsko hranilnico. »Pomagati ljudem, da si bodo pomagali sami« je še dandanes geslo hranilništva, ki pa ne sega zgolj na nemško, ampak tudi na prestalo celinsko evropsko območje (Mejač Krassnig, 1999, str. 7).

Ustvarjanje in širjenje sistemov hipotekarnih obveznic v njihovih različnih strukturah in značilnostih sta popoln primer plodne in učinkovite izmenjave idej prek vseh evropskih meja. Zelo impresivno je videti, kako veliko korist so k ustvarjanju hipotekarne obveznice v Evropi prispevale izkušnje in mednarodna izmenjava znanja v več kot 230 letih. V 19. stoletju so skoraj vse evropske države imele sistem hipotekarnih obveznic. Uspeh držav je imel vzajemen vpliv. Hipotekarne obveznice so prav tako imele pomembno vlogo pri stabilizaciji finančnih sistemov ob koncu 19. stoletja, v obdobju velikih stečajev podjetij in bank (Kälberer, 2009, str. 86).

Vendar v zgodovini hipotekarne obveznice ni vse tako svetlo. Od sredine 20. stoletja se je medbančni trg razvil in z njim so rasli depoziti, kar je zagotovilo sredstva za hipotekarna

¹ Nemci so sicer prvo hipotekarno banko ustanovili že leta 1835 v Münchnu (Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank), vendar je delovala kot t.i. mešana hipotekarna banka. Prva »čista« hipotekarna banka v Nemčiji je bila ustanovljena leta 1862 v Frankfurtu (Frankfurter Hypothekenbank) (Strnad, 1995, str. 590).

posojila. Kot rezultat tega so hipotekarne obveznice v mnogih evropskih državah izgubile svoj izjemen pomen. Nekatere države niso več uporabljale svojih sistemov hipotekarnih obveznic ali so jih celo ukinile. To se je zgodilo tudi v zahodni Evropi, predvsem pa v srednji in vzhodni Evropi, kjer je bil prisoten še dodaten politični razlog, saj zasebno bančništvo in instrumenti na trgu kapitala niso bili v skladu s komunistično teorijo (Kälberer, 2009, str. 86).

Glavno preoblikovanje hipotekarnih obveznic na trgu je prišlo z izdajo jumbo hipotekarnih obveznic (t. i. *Jumbo Pfandbrief*). Jumbo hipotekarne obveznice se od klasičnih hipotekarnih obveznic razlikujejo po velikosti izdaj in standardih, ki so jim izdajatelj zavezani pri zagotavljanju likvidnosti na sekundarnem hipotekarnem trgu. Jumbo izdaje predstavljajo velikosti vsaj 1 milijarde evrov. Jumbo model je postal evropski standard za izdajo novih obveznic. Prav tako je bil glavno gonilo za zelo likviden sekundarni trg, zlasti s pomočjo standardizacije obveznic in kotacije na izredno uporabljanih elektronskih platformah. Jumbo model je prvič uvedel konzorcij bank v Nemčiji leta 1995. Dodanih je bilo nekaj značilnosti za povečanje likvidnosti in izboljšanje varnosti, da bi pritegnili tuje institucionalne vlagatelje. Od takrat se je jumbo trg močno razširil. Uvedba evra je pomenila, da vlagatelji niso mogli več diverzificirati v zvezi z valutami, vendar je okrepila iskanje likvidnih izdelkov. Banke so morale iskati nove vire financiranja prek kreditno visoko kakovostnih likvidnih obveznic, ki privabljajo tudi mednarodne vlagatelje kapitala. S tem namenom so banke v zahodnih državah oživile svoje sisteme hipotekarnih obveznic za ustvarjanje konkurenčnega instrumenta na trgu kapitala. Ob koncu 20. stoletja so tudi države srednje in vzhodne Evrope ponovno uvedle tehnike nepremičninskih financ. Hipotekarne obveznice so bile pomemben element procesa za financiranje naraščajočega števila hipotekarnih posojil, ki so bili posledica cvetočega stanovanjskega trga. Zato danes spet najdemo sisteme hipotekarnih obveznic v skoraj vseh evropskih državah (Kälberer, 2009, str. 86).

Z obsegom v višini 2,38 bilijona evrov ob koncu leta 2008 se je trg kritih obveznic v zadnjem desetletju razvil v najpomembnejši segment zasebno izdanih obveznic na kapitalskih trgih v Evropi. Poleg tega so bile krite obveznice ene od prvih nedržavno jamčenih finančnih instrumentov kreditnih institucij, ki so se ponovno izdajale po insolventnosti Lehman Brothers banke. Glede na vse to je bilo splošno priznано, da bi moral trg obveznic igrati ključno vlogo pri izstopnih strategijah vladne podpore in podpore centralnih bank, ker zagotavlja posojilodajalcem stroškovno učinkovit instrument za povečanje dolgoročnega financiranja za hipotekarna posojila ali posojila javnemu sektorju, in ponuditi vlagateljem (brez državnega jamstva) kreditne institucije s krediti vrhunskih kakovosti. Velik pomen hipotekarne obveznice za finančni sistem se je pokazal tudi z odločbo Evropske centralne banke (v nadaljevanju: ECB), da sproži program nakupa kritih obveznic (Kälberer, 2009, str. 85).

3.3 Bistvene značilnosti hipotekarnih obveznic

Spoznali smo zgodovino in instrumente, povezane s hipotekarnimi obveznicami, sedaj pa se bomo bolj posvetili samim hipotekarnim obveznicam. Hipotekarne obveznice so okarakterizirane z naslednjimi skupnimi bistvenimi značilnostmi, ki so dosežene pod okvirom specializirane zakonodaje ali pod okvirom splošne zakonodaje. Natančneje, specializirana zakonodaja, ki ureja hipotekarne obveznice, predstavlja pravni okvir, ki temelji na zakonu in/ali zavezujočih predpisih javnega nadzornega organa, ki so posebej namenjeni za urejanje sistema hipotekarnih obveznic države; če pa država nima specializirane zakonodaje za hipotekarne obveznice, se uporabi splošna zakonodaja, ki predstavlja pravni okvir, ki temelji na splošnem pravu ali na zakonu in/ali predpisih države, ki niso posebej namenjeni za urejanje sistema hipotekarnih obveznic (Kälberer, 2009, str. 96):

- Hipotekarne obveznice ponujajo dvojno naravo zaščite.
- Izdajajo jih kreditne institucije, ki so predmet javnega nadzora in regulacije.
- Kreditna institucija ima stalno obveznost, da ohrani zadostna sredstva v kritnem premoženju za izpolnitev terjatev imetnika obveznic.
- Obveznosti kreditne institucije v zvezi s kritnim premoženjem nadzorujejo javni ali drugi neodvisni organi.

3.3.1 Dvojna narava zaščite

Kot sem že omenil, imajo v primeru insolventnosti izdajatelja hipotekarnih obveznic vlagatelji prednostno pravico do nadomestila iz kritnega premoženja. V primeru, da kritno premoženje v likvidaciji vrne manj kot *par* (latinska fraza, ki pomeni enako), vlagatelji zadržijo nezavarovano terjatev do izdajatelja po redu *pari passu* (latinska fraza, ki pomeni enak položaj) z drugimi nezavarovanimi upniki. Zato hipotekarne obveznice zagotavljajo dvojno zaščito oziroma pravico, tako do kritnega premoženja kot do izdajatelja, in s kritnim premoženjem, ki presega nominalno vrednost hipotekarnih obveznic, pomagajo omiliti tveganje, da bi vlagatelji v primeru insolventnosti izdajatelja prejeli manj kot *par* (Paulson, 2008, str. 7).

Dvojna narava zaščite, ki jo ponujajo hipotekarne obveznice, jih ločuje od navadnih oziroma klasičnih obveznic (ang. *senior unsecured debt*) in ABS ter predstavlja še dodatno prednost za hipotekarne obveznice. Dejstvo, da so zavarovane s kritnim premoženjem in tudi z jamstvom izdajatelja, pomeni posledično višji rating od navadne bančne obveznice. V nasprotju z listinjenimi vrednostnimi papirji je kritno premoženje pri hipotekarni obveznici namenjeno predvsem za izboljšanje kreditne kakovosti in ne kot sredstvo, ki izpostavi vrednostne papirje nihanjem finančnih ali nepremičninskih trgov (Packer, 2007, str. 44).

Metoda zaščite oziroma ločitve kritnega premoženja variira v večini jurisdikcij, specializiran zakon pa izloči kritno premoženje iz stečajne mase kreditne institucije ali pa predpiše lastnikom kritih obveznic prednostno terjatev znotraj stečajne mase same. V nekaterih jurisdikcijah je kritno premoženje obvarovano pred stečajno maso kreditne institucije s prenosom na drug pravni subjekt s posebnim namenom (ang. *special purpose entity* – SPE oziroma *special purpose vehicle* – SPV), kar jamči za obveznosti kreditne institucije iz naslova hipotekarnih obveznic (Kälberer, 2009, str. 97).

3.3.2 Kreditne institucije so predmet javnega nadzora in regulacije

Kreditne institucije, ki so registrirane za izvajanje enega ali več bančnih dejavnosti, kot so sprejemanje depozitov od javnosti, odobritve posojil ali zagotavljanje plačilnih storitev, se razlikujejo od korporacij v tem, da so predmet javnega nadzora in ureditev, ki določajo standarde za upravljanje kreditov, likvidnosti, obrestne mere in operativnega tveganja. Takšne kreditne institucije imajo velik pomen v finančnem sistemu in so zato deležne takšnega nadzora in regulacije (Kälberer, 2009, str. 97).

3.3.3 Sredstva v kritnem premoženju in tekoče obveznosti

Sredstva ne obsegajo samo posojila, ampak tudi obveznice in podobne instrumente ter tudi instrumente za zavarovanje obresti in valutnega tveganja. Vendar pa sredstva ne vključujejo lastniških vrednostnih papirjev, nepremičnin, blaga ali stvarnega premoženja. Večinoma kritno premoženje zajema tudi denarne depozite in posojila zoper kreditne institucije (Kälberer, 2009, str. 97).

Vsaka zakonodaja posebej podrobno predpisuje kritje za izdajo takšnih obveznic. Kot je bilo že povedano, pri hipotekarnih obveznicah kot najpogostejših kritih obveznicah osnovno kritno premoženje predstavljajo stanovanjska hipotekarna posojila, namenjena nakupu stanovanja, zavarovana z zastavitvijo stanovanja ali hiše. Kot kritno premoženje so lahko dovoljena tudi hipotekarna posojila za komercialne nepremičnine (na primer poslovni in trgovski prostori). Zelo redko so posojila zavarovana z zemljišči, skoraj nikoli pa posojila niso zavarovana s hipoteko na industrijskih obratih, kajti njihova vrednost je zelo povezana z uspešnostjo podjetja, ki jih uporablja (Weiss, 2005, str. 18).

Vse hipotekarne obveznice vsebujejo minimalne standarde kakovosti kritnega premoženja. Kot že omenjeno zgoraj, so za hipotekarne obveznice, izdane po specialnem zakonu, ti standardi kakovosti določeni v zakonu samem in/ali povezanih predpisih; vendar so lahko tudi dopolnjeni s pogodbo. Če je hipotekarna obveznica izdana po splošnem zakonu, so ti standardi kakovosti določeni v pogodbah, ki urejajo izdajo hipotekarnih obveznic (Kälberer, 2009, str. 97).

Vrednost kritnega premoženja, ki izpolnjuje minimalna merila kakovosti, opisana zgoraj, mora biti vsaj enaka nominalni vrednosti hipotekarnih obveznic v obtoku. Če se osredotočimo na nominalne vrednosti obveznice, je jasno, da mora kritje obstajati do višine odkupne vrednosti in ne do vrednosti ob izdaji ali trenutno kotirane vrednosti (Kälberer, 2009, str. 98).

V večini jurisdikcij mora vrednost kritnega premoženja preseči vrednost obveznic za predpisani znesek (ang. *overcollateralization*). Najnižja raven presežka se določi s specialnim zakonom ali v okviru pogodb (veljajo splošni zakoni), ki urejajo izdajo obveznic. V nekaterih primerih se lahko minimalna raven presežka določi kot kombinacija obeh pravnih sistemov – zakon hipotekarnih obveznic predpisuje minimalno stopnjo presežka, kreditna institucija pa se zaveže za višjo kakovost bodisi preko prostovoljnih, nezavezujočih obvez ali pogodb (Kälberer, 2009, str. 98).

Kreditna institucija je za kritno premoženje dolžna zagotoviti minimalna merila kakovosti in da je to premoženje enako ali večje od vrednosti hipotekarnih obveznic, in to v vsakem trenutku. Od kreditne institucije se zato lahko zahteva, da v kritno premoženje doda dodatna sredstva za kompenzacijo zapadlih ali slabih sredstev. Poleg tega se lahko zahteva, da kreditne institucije izpolnjujejo posebne določbe za zmanjševanje različnih vrst tveganj, povezanih z upravljanjem kritnega premoženja in hipotekarnih obveznic, kot so obrestno tveganje, valutno tveganje ali neuskkljenost zapadlosti (Kälberer, 2009, str. 98).

Tu najdemo eno največjih in najpomembnejših razlik v primerjavi z listinjenjem. Pri listinjenju odgovorna kreditna institucija na splošno ni prisiljena zamenjati premoženja, ki postanejo slaba, potem ko so bila prenesena v kritno premoženje. Torej, če so slaba premoženja v kritnem premoženju višja od pričakovanj ob začetku listinjenja, se bodo izgube pojavile pri vlagateljih v listinjene enote, namesto pri odgovorni kreditni instituciji (Kälberer, 2009, str. 98).

3.3.4 Nadzor obveznosti kreditne institucije v zvezi s kritnim premoženjem

Nadzor obveznosti kreditne institucije v zvezi s kritnim premoženjem pomeni »posebni« nadzor posebej v korist imetnikom hipotekarnih obveznic v nasprotju s splošnim nadzorom, kot je na primer nadzor v zvezi s splošno stabilnostjo finančnih in drugih trgov, splošnim interesom kupcev, zaščito depozitov in podobnim (Kälberer, 2009, str. 98).

»Posebni« nadzor se zato razlikuje od splošnega nadzora nad kreditno institucijo, kar se nanaša na prejšnji odstavek. Takšna oblika nadzora je »bistvena značilnost«, ki je skupna kritim obveznicam (Kälberer, 2009, str. 98).

Različni sistemi kritih obveznic imajo različno vsebino in stopnjo »posebnega« nadzora v zvezi s kritnim premoženjem (Kälberer, 2009, str. 99).

Tipične značilnosti »posebnega« nadzora vključujejo (Kälberer, 2009, str. 99):

- posebnega skrbnika kritnega premoženja,
- redne revizije kritnega premoženja, ki jih opravi skrbnik,
- tekoče upravljanje in vzdrževanje kritnega premoženja ob primeru insolventnosti kreditne institucije, da se zagotovi pravočasno plačilo lastnikom hipotekarnih obveznic.

V okviru specializiranega zakona je naloga posebnega nadzora dodeljena javnim organom in izdajatelj mora pridobiti dovoljenje za izdajo hipotekarnih obveznic. V mnogih državah je ta javni organ tisti, ki nadzira bančništvo, v drugih tisti, ki nadzoruje trg kapitala, v nekaterih pa nastopata oba. Ti javni organi prav tako imenujejo ali odobrijo skrbnika kritnega premoženja in ti organi lahko na vsake toliko časa tudi sami opravijo revizijo kritnega premoženja (Kälberer, 2009, str. 99).

Pri hipotekarnih obveznicah, izdanih na podlagi okvirjev splošnega prava, so glavne značilnosti posebnega nadzora do neke mogoče mere kopirane v pogodbo. Zato, na primer, odgovorna kreditna institucija imenuje zunanjega revizorja za revizijo kritnega premoženja in zunanji fiduciar bo imenovan za zaščito interesov imetnikov hipotekarnih obveznic, na primer, pogodbenih dokumentov, ki določajo pogoje programa, ni mogoče spremeniti brez soglasja fiduciarja (Kälberer, 2009, str. 99).

3.4 Namen hipotekarnih obveznic

Sedaj, ko smo spoznali značilnosti hipotekarnih obveznic, bom še malo bolje predstavil njihov namen oziroma spekter ekonomskih značilnosti te obveznice.

Namen hipotekarne obveznice je poleg cenejšega financiranja z vidika izdajatelja obveznic v bistvu uporabiti bazen sredstev visoke kakovosti, ki se loči od drugih sredstev izdajatelja, da bi dosegli spodaj navedene koristi (Kälberer, 2009, str. 86).

Prvič, izdajatelj ima dostop do cenejšega financiranja kot v primeru, če bi izdal nezavarovane obveznice. Ker imajo obveznice pogosto višjo bonitetno oceno od izdajatelja (že prej sem navedel, da ima večina hipotekarnih obveznic bonitetno oceno AA ali AAA), se lahko prodajajo na trgu za več denarja kot nezavarovane obveznice.

Drugič, zaradi vseh že prej naštetih zaščit, standardov, nadzora in obveznosti imajo hipotekarne obveznice visoko kreditno kakovost in tako ponujajo tudi dolgoročno financiranje za izdajatelja v primerjavi z drugimi viri financiranja, ki jih banke ponavadi imajo na voljo (Kälberer, 2009, str. 86).

Ena od pomembnejših izkušenj pri spodbujanju uvedbe takšnega visoko kakovostnega finančnega orodja, kot so hipotekarne obveznice, je dejstvo, da je bilo vedno težko izmeriti kreditne sposobnosti banke, kar danes še vedno drži. Zato je razumljivo uporabljati dobro definirane kanale financiranja za posebna sredstva v sistemu, kjer je kreditna kakovost čim bolj nepovezana s subjektom izdaje (Kälberer, 2009, str. 86–87). Nadalje, hipotekarne obveznice uveljavijo izdajatelja na trgu obveznic in utrejo pot za izdajo običajnih obveznic. Hipotekarne obveznice tudi priskrbijo pozitivno diverzifikacijo pri virih financiranja (European Central Bank, 2008, str. 7).

Tretjič, hipotekarne obveznice ponujajo papirje kreditne kakovosti, primerljive državnim vrednostnim papirjem, kar pomeni, da se posledično po svoji varnosti približujejo in celo izenačujejo z državnimi vrednostnimi papirji, po donosnosti pa so nekoliko ugodnejši. Zaradi izjemno visoke varnosti, ugodnega razmerja med varnostjo in donosnostjo ter dobre likvidnosti na sekundarnem trgu je hipotekarna obveznica zelo privlačna in primerna naložbena priložnost za investitorje, predvsem institucionalne (Weiss, 2005, str. 18). Sekundarni trg za hipotekarne obveznice in zlasti za jumbo hipotekarne obveznice je ponavadi mnogo bolj likviden kot trg ABS, vendar veliko manj likviden kot trg državnih obveznic (kar upravičuje nekatere premije za likvidnostno tveganje) (European Central Bank, 2008, str. 4).

Zlasti trenutna finančna kriza je pokazala na četrto pomembno korist z izdajateljevega vidika uporabe hipotekarnih obveznic, in to je tržna dostopnost. Čeprav je jasno, da so hipotekarne obveznice trpele zlasti v zadnji četrtini leta 2008 in v začetku leta 2009, je bil povratek izjemen tako v zvezi z razsežnostjo, obsegom izdaje pa tudi z zaupanjem vlagateljev (Kälberer, 2009, str. 87).

Če ponovno pogledamo z izdajateljevega vidika, vidimo, da je hipotekarna obveznica konec koncev le eden od instrumentov financiranja na debelo. Če pogledamo tekmo med temi instrumenti oziroma med hipotekarnimi obveznicami in listinjenimi izdelki, lahko rečemo, da ima, glede na napisano, v tem trenutku bilančni instrument prednost. Po drugi strani pa je čisto zanašanje na financiranje preko navadnih nepodrejenih obveznic in medbančne trge kot edine vire financiranja na debelo dokazalo, da je naredilo banke dovetnejše za krizo na trgu. Finančna kriza je prav tako prinesla vladno garantirane bančne obveznice kot dodaten instrument financiranja »na debelo«, ki pa je po definiciji razpoložljiv zgolj začasno. Zato je mogoče pričakovati, da se bodo hipotekarne obveznice po vsem svetu vedno bolj uporabljale v bančnih blagajnah za optimizacijo financiranja procesov (Kälberer, 2009, str. 87).

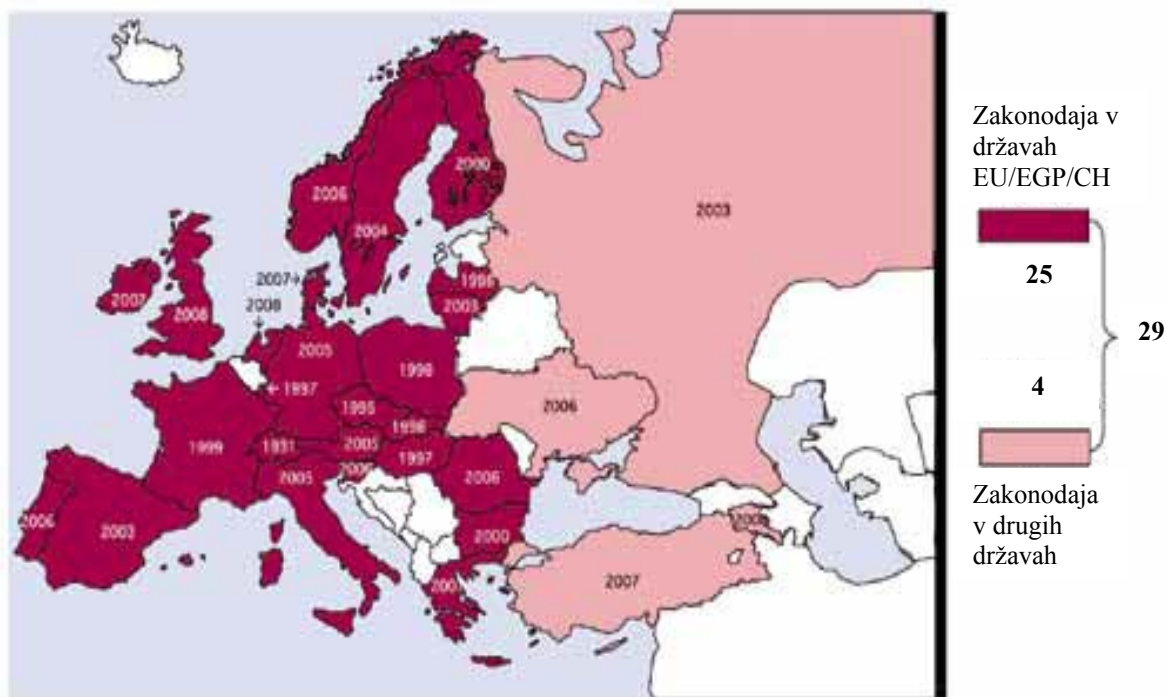
Kriza pa je okrepila tudi konkurenco za depozite. Depoziti namreč bankam predstavljajo stabilen vir financiranja in zato potreba po poceni instrumentih financiranja na debelo ne popušča. Pri iskanju takšnih instrumentov financiranja so velike univerzalne banke v zadnjih letih vzpostavile programe hipotekarnih obveznic in so premagale preteklo prevlado specializiranih bank, značilnih po ozkih poslovnih modelih in strogem zanašanju na financiranje na debelo. Skratka, izkušnje, pridobljene s hipotekarno obveznico, zlasti v času finančne krize, so pokazale, da so zanesljiv in učinkovit vir financiranja, zaradi česar so nepogrešljiv del orodij za bančno financiranje (Kälberer, 2009, str. 87).

4 SISTEMI HIPOTEKARNIH OBVEZNIC V EVROPI

V tem poglavju se bomo ozrli po Evropi in EU ter primerjali ureditve oziroma bistvene značilnosti sistemov hipotekarnih obveznic v teh državah. Če pogledamo še izven meja Evrope, najdemo 29 držav, ki imajo specialne zakonodaje za hipotekarne obveznice ali urejene strukturirane hipotekarne obveznice na pogodbeni podlagi v okviru splošne zakonodaje. Vendar vse te države kljub veljavnim zakonom nimajo aktivnega izdajanja (tako kot je to v Sloveniji). V Evropi so danes aktivni trgi kritih obveznic prisotni v približno 25 različnih evropskih pravnih redih in skupni obseg terjatev kritih obveznic na teh trgih je ob koncu leta 2008 znašal 2,38 bilijona evrov, kar predstavlja 12-odstotno povečanje iz leta v leto. Pričakuje se, da bo trg kritih obveznic še naprej naraščal, zlasti ko bodo nacionalni zakonodajalci po vsej Evropi sprejeli sodobne predpise kritih obveznic ali posodobili že obstoječe. Zakonodajni razvoj na nacionalnih trgih in uzakonitev novih zakonodaj kritih obveznic namreč poveča kakovost krite obveznice kot instrumenta. Diverzifikacija v skupini izdajateljev hipotekarnih obveznic zdaj pomeni, da ta skupina ne zajema samo specializiranih hipotekarnih bank, ampak vedno bolj raznolike igralce (Kälberer, 2009, str. 85, 90).

Delovna skupina tehničnih vprašanj Evropskega sveta kritih obveznic je pred kratkim izvedla primerjalno analizo, ki temelji na vprašalniku, na katerega je za zdaj odgovorilo 22 držav.² Vprašalnik in primerjalni pregled zajemata bistvene značilnosti sistemov hipotekarnih obveznic. V naslednjih točkah so predstavljeni nekateri rezultati tega primerjalnega pregleda (Kälberer, 2009, str. 90).

Slika 3: Zakonodaja hipotekarnih obveznic v Evropi (od julija 2009)



Vir: W. Kälberer, *ECBC European Covered Bond Fact Book*, 2009, str. 85.

² Podrobne informacije najdemo na spletnem naslovu <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=333>. Delovna skupina tehničnih vprašanj Evropskega sveta kritih obveznic je začela revidirati vprašalnik in ustrezno popravljati in razjasnjevati primerjalne tabele. Moramo upoštevati, da nekatere države še niso posodobile njihove prispevke za državna poročila in povzetke.

Tabela 1: Obseg terjatev kritih obveznic v Evropi konec leta 2008, v mio €

	Javni sektor	Hipoteka	Mešana sredstva	Ladje	Skupaj
Nemčija	578.974	217.367		9.282	805.623
Danska	154	365.886		7.051	373.091
Španija ³	17.030	315.055	0	0	332.085
Francija ⁴	64.756	119.092	80.631		264.479
Združeno kraljestvo	0	187.470	0	0	187.470
Švedska	0	126.425	0	0	126.425
Irska	52.613	23.075	0	0	75.688
Švica	0	36.180	0	0	36.180
Luksemburg	35.467	150	0	0	35.617
Avstrija ⁵	15.655	8.395	0	0	24.050
Norveška	0	23.071	0	0	23.071
Nizozemska	0	20.977	0	0	20.977
Portugalska	150	15.270	0	0	15.420
Italija	8.063	6.500	0	0	14.563
ZDA	0	12.937	0	0	12.937
Češka	0	8.098	0	0	8.098
Madžarska	0	7.105	0	0	7.105
Kanada	0	6.574	0	0	6.574
Finska	0	5.750	0	0	5.750
Grčija	0	5.000	0	0	5.000
Slovaška	0	3.614	0	0	3.614
Poljska	137	561	0	0	698
Islandija ⁶	0	300	0	0	300
Latvija	0	95	0	0	95
Ukrajina	0	11	0	0	11
Skupaj	772.999	1.514.958	80.631	16.333	2.384.921
%	32 %	64 %	3 %	1 %	100 %

Vir: W. Kälberer, *ECBC European Covered Bond Fact Book*, 2009, str. 92-93.

4.1 Vrste izdajateljev

V vseh državah, ki so sodelovale v primerjalni analizi, so izdajatelji kritih obveznic regulirane institucije. Klasifikacija sistemov hipotekarnih obveznic po vrsti izdajatelja je razvidna v naslednjih štirih kategorijah (Kälberer, 2009, str. 90):

- univerzalna kreditna institucija
- univerzalna kreditna institucija s posebno licenco

³ Podatki za Španijo vključujejo le obseg izdanih obveznic naštetih na nacionalnih trgih, ki spadajo znotraj združenja posrednikov finančnih sredstev (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros - AIAF). Krite obveznice, našete zunaj AIAF (npr. ZDA, London, Luksemburg, itd), niso vključene v statistiko.

⁴ Pri Franciji se stolpec "mešana sredstva" nanaša na krite obveznice v Compagnie de Financement Foncier, kjer sta hipotekarno premoženje in premoženje javnega sektorja dana v isti bazen in kot tako, nobeno specifično premoženje, ni povezano s specifično izdajo obveznic.

⁵ Številke za Avstrijo so ocene.

⁶ Številke za Islandijo so ocene.

- specialna kreditna institucija
- subjekt s posebnim namenom

4.2 Pravni okvirji

V večini evropskih držav izdajo hipotekarnih obveznic ureja specialna zakonodaja. V nekaterih državah uporabljajo pogodbene dogovore. Oba okvirja določita pravila za pomembne značilnosti, kot so primerno premoženje, posebna pravila vrednotenja premoženja, smernice za upravljanje s premoženjem, zahteve po preglednosti itd. (Kälberer, 2009, str. 90). Prav ta značilnost, da so hipotekarne obveznice izdane na podlagi zakonskih določb, jih loči od drugih obveznic, ki jih izdajo banke, finančne institucije in druga podjetja. Ta pojav je delno treba pojasniti zgodovinsko, saj so bile pogosto države tiste, ki so spodbudile temelj hipotekarne banke v 18. in 19. stoletju. Želja držav je bila, da ustvarijo zanesljivo in v očeh vlagateljev varno osnovo za te obveznice, ki so pomembne za trg kapitala in za investicijske dejavnosti nacionalnega gospodarstva. Poleg tega prednostna pravica do plačila, dodeljena imetnikom obveznic, zahteva posebne predpise oziroma ureditve v stečajni zakonodaji (European Mortgage Federation, 2001, str. 304).

4.3 Kritno premoženje

Direktiva o kapitalski ustreznosti, ki pravzaprav obsega dve direktivi, Direktivo 2006/48/ES in Direktivo 2006/49/ES, ki sta ju izdala Evropski parlament in Svet (OJ L 177, 30. 6. 2006, str. 1–200 in 201–255), ureja kapitalske zahteve za krite obveznice v portfelju (aktivni) bank znotraj EU. Posredno pa so s tem za banke izdajateljice znotraj EU določeni tudi standardi oziroma skrajne meje primerne kritnega premoženja. Te meje so določene za izpostavljenost subjektom javnega sektorja, hipotekarna posojila, kreditne institucije, MBS, izdane preko subjektov, ki listinijo, in posojila za ladje. Direktivo o kapitalski ustreznosti (ang. *Capital Requirements Directive*, v nadaljevanju: CRD) bom predstavil v naslednjem poglavju. Nekateri sistemi kritnih obveznic razlikujejo med običajnim premoženjem za kritje (ponavadi hipotekarna posojila, posojila javnemu sektorju, posojila za ladje in nepodrejeni MBS) in nadomestnim premoženjem, slednja so pogosto izpostavljena količinskim omejitvam (Kälberer, 2009, str. 90).

Sedanje geografske omejitve v zvezi z lokacijo premoženja se nanašajo – poleg domače – na Evropski gospodarski prostor (v nadaljevanju: EGP) in članice Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju: OECD). Vendar nekatere države članice EU za primerna sredstva dovolijo samo hipoteke na domačih posestih. Take izjeme lahko omejijo zmožnost izdajateljev za diverzifikacijo njihovega kritnega premoženja in lahko ovirajo vzajemno priznavanje hipotekarnih obveznic med državami EU (European Central Bank, 2008, str. 16).

4.4 Vrednotenje hipotekarnega kritnega premoženja in kriterij razmerja med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine

Evropski sistemi hipotekarnih obveznic so si podobni na področju vrednotenja hipotekarnega kritnega premoženja in kriterija razmerja med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine

(ang. *loan to value ratio*, v nadaljevanju: razmerje LTV). Večina držav ima zakonske določbe ali vsaj splošno sprejeta načela za vrednotenje nepremičnin. V večini primerov je vrednotenje lastnine osnovano na podlagi hipotekarne kreditne ali preudarne tržne vrednosti. Omejitve razmerja LTV za eno sredstvo so si podobne, na primer pri stanovanjskih hipotekarnih posojilih segajo od 60 % do 80 %, pri komercialnih pa do 60 %. V nekaterih državah obstajajo dodatne omejitve razmerja LTV na portfeljevi osnovi (Kälberer, 2009, str. 91).

4.5 Smernice glede sredstev in obveznosti

Povprečna ročnost sredstev v kritnem premoženju je ponavadi daljša od povprečne ročnosti obveznice (European Central Bank, 2008, str. 17). Zato mora banka poskrbeti, da se sredstva in obveznosti čim bolj ujemajo v časovnem razmerju. Tako nekatere države denarno kaznujejo ali celo onemogočajo zgodnje poravnanje kredita, da v tej strukturi ne bi prišlo do časovno-terminskih zamikov. Nekatere države dajejo prednost spremenljivim obrestim meram, ki temeljijo na IBOR-ju, in s tem zmanjšujejo obrestno tveganje in tako dalje (Glogovšek, 1999, str. 13–14).

Smernice glede sredstev in obveznosti obstajajo v večini sistemov hipotekarnih obveznic, vendar velike razlike v tehničnih podrobnostih in stopnjah izrecne ureditve (npr. z zakonom, predpisi izdajatelja, pogodbenimi določili ali poslovno politiko) naredijo podrobno primerjavo dokaj težko. Eno od pogosto uporabljenih pravil je kritno načelo, ki zahteva, da morajo biti hipotekarne obveznice v vsakem primeru zavarovane s kritnim premoženjem vsaj v višini nominalnega zneska in da mora kritno premoženje prinašati najmanj enake obresti. Nekateri sistemi hipotekarnih obveznic so pri teh pravilih ujetanja sredstev in obveznosti implicitno ali celo eksplicitno uvedli dodatne neto sedanje vrednosti (Kälberer, 2009, str. 91).

Prav tako igra pomembno vlogo obvezno presežno kritje (na nominalni ali neto sedanji vrednosti) kot orodje za zmanjševanje tveganja v nekaterih sistemih hipotekarnih obveznic. Izvedeni finančni instrumenti predstavljajo vedno pomembnejši razred instrumentov zmanjšane tveganja pri upravljanju premoženja hipotekarnih obveznic. V številnih sistemih hipotekarnih obveznic so izvedeni finančni instrumenti izrecno dovoljeni v kritnem premoženju kot zavarovanje pred tveganji (t. i. *hedging*) (Kälberer, 2009, str. 91).

4.6 Nadzor kritnega premoženja in bank

Skladnost z Direktivo Evropskega sveta o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (OJ L 375, 31. 12. 1985, str. 3), je že pripeljala do delne standardizacije pri kontroli kritnega premoženja in pri nadzoru bančništva. Večina sistemov hipotekarnih obveznic je vzpostavila zunanji, neodvisen nadzor kritnega premoženja, ki mora imeti ustrezne kvalifikacije. Poleg tega v večini držav nacionalni nadzor bank (in v nekaterih primerih regulatorji finančnih trgov) izvaja poseben nadzor kritnih obveznic, da bi izpolnili Direktivo o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (ang. *Directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*, v nadaljevanju: UCITS Direktiva) (Kälberer, 2009, str. 91). Tudi to direktivo bom predstavil v naslednjem poglavju.

4.7 Zaščita v primeru stečaja izdajatelja

Evropski sistemi hipotekarnih obveznic uporabljajo različne tehnike za zaščito lastnikov hipotekarnih obveznic pred drugimi upniki v primeru stečaja izdajatelja. Večina sistemov z zakonom ali s pogodbo določi segregacijo hipotekarnih obveznic in kritnega premoženja od splošnega premoženja v primeru insolventnosti. V drugih sistemih kritih obveznic je zaščita lastnikov kritih obveznic dosežena s prednostno pravico do splošnega premoženja v primeru insolventnosti (Kälberer, 2009, str. 91).

Pomembna skupna značilnost je, da se dospelost hipotekarnih obveznic v Evropi ne pospeši avtomatično, če izdajatelj postane insolventen. To pomeni, da se lastnikom hipotekarnih obveznic, katerih izdajatelj je postal insolventen, dolgovi ne poplačajo predčasno, ampak še naprej prejemajo plačila brez datumskih sprememb oziroma tako, kot so jih prejeli pred insolventnostjo. To velja za 16 sodelujočih držav, Romunija pa je izjema. Številni sistemi hipotekarnih obveznic imajo določbe, ki dovoljujejo izvedenim finančnim instrumentom, da se v primeru stečaja izdajatelja ohranijo. Ostali upniki se lahko razvrstijo *pari passu* ali so podrejeni lastnikom kritih obveznic. V nekaterih sistemih hipotekarnih obveznic imajo lastniki teh obveznic regresno pravico do izdajateljeve stečajne mase po nastopu insolventnosti kritnega premoženja (*pari passu* z nezavarovanimi upniki ali celo boljšo od njih) (Kälberer, 2009, str. 91).

4.8 Utež tveganja in skladnosti z evropsko zakonodajo

Večina izpolnjuje merila UCITS Direktive, ki so navedena v naslednjem poglavju. Prav tako se zakonodaja večine držav ujema s kriteriji CRD, ki so prav tako navedeni v naslednjem poglavju. Nekateri države imajo v pripravi predloge za spremembo zakonodaje, da bo le-ta izpolnjevala merila CRD. V drugih državah pa kriteriji CRD niso izpolnjeni ali se ne uporabljajo. Nadalje v večini sodelujočih držav v raziskavi hipotekarne obveznice izpolnjujejo pogoje za repo transakcije z nacionalno centralno banko, poleg tega ima večina držav ustrezne posebne investicijske predpise glede hipotekarnih obveznic (Kälberer, 2009, str. 92).

5 PRAVNA UREDITEV V EU IN SLOVENIJI

V tem poglavju se bom še bolj poglobil v pravno ureditev hipotekarnih obveznic. Najprej bom predstavil najpomembnejši direktivi EU v zvezi s kritimi obveznicami, nato pa še slovenski Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, ki ureja hipotekarne in komunalne obveznice pri nas.

5.1 Zakonodaja EU

Za začetek bom predstavil dve najpomembnejši evropski direktivi, ki poskrbita za določeno stopnjo harmonizacije posameznih nacionalnih zakonodaj. Prva je Direktiva o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS), ki je bila nazadnje spremenjena 13. julija 2009, vendar bo ta sprememba začela veljati šele v letu 2011. Druga direktiva je Direktiva o kapitalski ustreznosti (CRD), preko katere se je implementiral Basel II v EU. Direktivi opredeljujeta

glavne značilnosti kritih obveznic in določata pravila glede primernosti sredstev v kritnem premoženju teh obveznic (Kälberer, 2009, str. 88).

5.1.1 Direktiva o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje

UCITS Direktiva oziroma Direktiva 85/611/EGS je določila sklop pravil za celotno EU, ki urejajo kolektivne naložbene sheme. Obveznice, ustanovljene v skladu s temi pravili, se lahko nato prodajajo po vsej EU v skladu z lokalno davčno zakonodajo in trženjem.

UCITS Direktiva iz leta 1985 je bila doslej večkrat spremenjena, omenimo pa naj spremembi, sprejeti januarja 2002, in sicer z Direktivo 2001/107/ES in Direktivo 2001/108/ES (OJ L 41, 13. 2. 2002, str. 20–34 in 35–42), ki sta pomembni za obravnavano temo. Prva direktiva širi obseg premoženja, ki ga skladi lahko vlagajo, druga pa uvaja usklajena pravila za bonitetni nadzor podjetij, ki upravljajo UCITS, in usklajen dokument trženja. Nas zanima druga direktiva oziroma Direktiva 2001/108/ES, natančneje četrta točka 22. člena te direktive.

UCITS Direktiva v svojem besedilu ne omenja izraza »krita obveznica«, kljub temu pa njeno merilo predstavlja najstarejšo in najpomembnejšo ureditev v evropski zakonodaji za določilo minimalnega merila za obveznice, ki so zavarovane s premoženjem. Merila iz četrte točke 22. člena so bili prenesena v druge direktive EU, tako da jih je mogoče obravnavati kot temeljni predpis »kritih obveznic« (v UCITS Direktivi imenovane »zanesljive obveznice«) pred CRD (Kälberer, 2009, str. 88).

Četrta točka 22. člena te direktive določa minimalne zahteve, ki so podlaga za privilegirano obravnavo tako imenovanih »zanesljivih obveznic« na različnih področjih regulacije evropskih finančnih trgov. Posebna obravnava je mogoča, če so te »zanesljive obveznice« izdane prek kreditne institucije, ki ima svoj sedež v državi članici in (Kälberer, 2009, str. 88):

- je po zakonu predmet posebnega javnega nadzora, ki je namenjen varstvu lastnikov obveznic;
- zlasti mora zneske, ki izhajajo iz izdaje teh obveznic, investirati v skladu z zakonom v premoženje, ki je v celotnem obdobju veljavnosti obveznic sposobno kriti terjatve iz obveznic, in
- ki bi bilo v primeru insolventnosti izdajatelja uporabljeno kot prednostna osnova za povračilo glavnice in plačilo obračunanih obresti.

Za krite obveznice, skladne z UCITS Direktivo, se šteje, da imajo privlačen profil tveganja, ki upravičuje omilitev varnostnih omejitev naložb. Zato lahko investicijski skladi, ki so vzpostavljeni v skladu z UCITS Direktivo, vlagajo do 25 % (namesto največ 5 %) svojih sredstev v krite obveznice enega izdajatelja, ki izpolnjujejo merila iz te točke. Podobno evropski direktivi o življenjskem in neživljenjskem zavarovanju (Direktiva 92/96/EGS, OJ L 360, 9. 12. 1992, str. 1–27, in Direktiva 92/49/EGS, OJ L 228, 11. 8. 1992, str. 1–23) omogočata zavarovalnicam, da vlagajo do 40 % (namesto največ 5 %) v krite obveznice istega izdajatelja, skladne z UCITS Direktivo (Kälberer, 2009, str. 89).

Četrta točka 22. člena UCITS Direktive pa ima določene opazne pomanjkljivosti. Kljub temu, da določa minimalen standard za obveznice, ki so zavarovane s premoženjem, ne pove, katera

sredstva naj bi sestavljala to premoženje, ne pove, kateri kriteriji bi morali veljati za ocenjevanje nepremičnin, in katero razmerje LTV naj se uporablja. Poleg tega ne omenja kritnega registra, fiduciarja niti vrste izdajatelja (More, 2002).

5.1.2 Direktiva o kapitalski ustreznosti

Direktiva o kapitalski ustreznosti je začela veljati 1. januarja 2007. Uvedla je nadzorni okvir v EU, namenjen za zagotovitev finančne trdnosti kreditnih institucij (bank, stanovanjskih zadrug in nekaterih investicijskih družb) in odraža pravila Basla II za merjenja kapitalске ustreznosti in kapitalskih standardov (Financial Services Authority). Direktiva CRD je ustvarjena za zaščito varčevalcev in vlagateljev pred tveganjem insolventnosti banke. Zagotavlja, da imajo te institucije minimalni obseg kapitala. Ta znesek kapitala pa temelji na ocenjenem tveganju (EurActiv).

Po Baslu II krite obveznice niso izrecno obravnavane, zato jih je bilo treba pri izračunu uteži kreditnega tveganja obravnavati kot nezavarovane bančne obveznice. Vendar, krite obveznice igrajo pomembno vlogo na finančnih trgih EU, zato se je Evropska komisija odločila, da uvede privilegirano obravnavo za krite obveznice na podlagi CRD (Kälberer, 2009, str. 89).

V skladu s CRD so privilegirano obravnavane krite obveznice le tiste, ki izpolnjujejo naslednje zahteve (Kälberer, 2009, str. 89):

- skladnost s standardi iz četrte točke 22. člena UCITS Direktive (tako velja, da so krite obveznice, ki so skladne s CRD, nujno skladne tudi z UCITS Direktivo, medtem ko obratno ne velja);
- kritno premoženje, ki podpira krite obveznice, lahko predstavljajo le sredstva specifično določene vrste in kreditne kakovosti;
- nove količinske omejitve za nekatere vrste kritnih sredstev so bile ustanovljene (npr. največ 15 % izpostavljenost do kreditnih institucij);
- izdajatelji kritih obveznic, zavarovanih s hipotekarnimi posojili, morajo izpolnjevati nekatere minimalne zahteve v zvezi s cenitvijo in nadzorom zastavljene nepremičnine.

Te zahteve bo morala v svoj nacionalni pravni red prenesti vsaka država članica EU, če želi pridobiti ali ohraniti privilegirano obravnavo svojih nacionalnih kritih obveznic. Medtem ko je četrta točka 22. člena UCITS Direktive določila dokaj splošen in abstrakten okvir za krite obveznice, je okvir CRD v svoji opredelitvi kritih obveznic veliko bolj specifičen. Vendar pa je bila opredelitev kritih obveznic v CRD določena za nadzorne namene in zato ni nujno, da sovпада s tržno opredelitvijo kritih obveznic. Prihodnost bo pokazala, ali bo opredelitev kritih obveznic v CRD zadostna podlaga za določitev dolgoročnih standardov za evropski trg kritih obveznic ali bodo novi instrumenti in trgi v prihodnje preseгли te omejitve (Kälberer, 2009, str. 89–90).

5.2 Zakon o hipotekarnih in komunalnih obveznicah

5.2.1 Razvoj pravne ureditve hipotekarnih obveznic v Sloveniji

Medtem ko na pasivni strani dobro poznamo depozitno refinanciranje hipotekarnih posojil, pa refinanciranja s hipotekarnimi posojili z izdajo hipotekarnih obveznic ne poznamo, tako tudi nimamo sekundarnega hipotekarnega trga s hipotekarnimi obveznicami. Sklepam lahko, da v Sloveniji pogrešamo zakonsko podprt instrument, ki bi banke spodbudil k obsežnejšemu hipotekarnemu posojanju, daljši povprečni ročnosti in večji vrednosti posojil, manjka pa tudi bolj razširjen oziroma razvitejši sekundarni trg, prek katerega bi banke refinancirale ta posojila. Ta instrument je še toliko pomembnejši, saj omogoča pridobivanje dolgoročnih in manj tveganih virov, ki nadalje omogočajo poceni hipotekarne kredite, kar je vedno predstavljalo glavni problem bank. Glede na to, da so v Sloveniji pred letom 2006 obstajale nekatere tuje banke z materami v državah, kjer so hipotekarne obveznice že dobro poznali in uporabljali za financiranje, je bilo nujno omogočiti izdajo tega instrumenta tudi pri nas. V Sloveniji sta se sicer zgodili dve izdaji »hipotekarnih obveznic«, seveda na pogodbeni podlagi, vendar ne pri bankah (Katušin, 2006). Te hipotekarne obveznice niso prave hipotekarne obveznice v skladu s trenutno zakonodajo, vendar se zanje lahko uporablja to ime, saj so bile izdane pred sprejetim ZHKO, ki v 4. členu preprečuje uporabo imena hipotekarna obveznica za druge vrednostne papirje.

Pobuda za zakonsko ureditev hipotekarnih poslov v Sloveniji je bila dana že leta 1993. Sprožil jo je Stanovanjski sklad Republike Slovenije, ki je s pomočjo finančnega ministrstva in Inštituta za gospodarsko pravo pri Visoki pravni šoli v Mariboru pripravil strokovno podlago in teze za izdajo zakona o hipotekarnih bankah. Že takrat je bilo določeno, da se bo zgledovalo po nemški zakonodaji (Križnik, 1993, str. 14).

Leta 1999 se je v okviru Projekta posodobitve evidentiranja nepremičnin začel izvajati podprojekt Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, katerega cilj je bila priprava nove zakonodaje na področju hipotekarnega bančništva. Ministrstvo za finance je v sodelovanju s tujimi strokovnjaki pripravilo najprimernejšo strategijo razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji (More, 2001, str. 9–10).

V novembru 2002 so bile na delavnici na Bledu predstavljene teze novega zakona, seveda so bile takrat prisotne dileme glede nekaterih vprašanj.

Po več letih priprav ustreznih zakonskih podlag je Slovenija le dočkala ZHKO, ki je stopil v veljavo 4. marca 2006.

Glede dileme, katerim bankam naj se dopusti izdajanje hipotekarnih obveznic, je bil sprejet koncept univerzalnosti bank, med drugim tudi zato, ker so v Nemčiji v letu 2005 po več kot sto letih opustili načelo specializacije. Ideja o nebančnih izdajateljskih enotah je bila opuščena zaradi določb UCITS Direktive, ki je bil v času zakonodajnega postopka edini veljavni predpis EU o pogojih, ki jih morajo izpolnjevati krite obveznice. Eden od pogojev pa je tudi, da je izdajatelj kritih obveznic banka (Katušin, 2006).

Med pglavitnimi dilemami delavnice na Bledu je bilo vprašanje, ali je ostala spremljajoča infrastruktura (zemljiška knjiga, hitrost postopkov izvršb itd.) že na zadovoljivi ravni. Do sprejetja ZHKO se je spremljajoča pravna in dejanska infrastruktura izboljšala, še zlasti, kar

zadeva urejenost zemljiške knjige, postopke izvršb, sprejet je bil Stvarnopravni zakonik ipd. (Katušin, 2006).

Naslednja dilema je bila, ali ekonomija obsega sploh omogoča bankam vstop na trg hipotekarnih obveznic na dolgi rok. Ugotovitve svetovalcev Ministrstva za finance iz tujine so izkazovale, da bi bilo dolgoročno na območju Republike Slovenije ekonomsko upravičeno, če bi hipotekarne obveznice izdajala eden do dva izdajatelja. Zaradi majhnosti slovenskega nepremičninskega trga se je z vidika ekonomije obsega kot edina rešitev ponujala širitev na druge trge. Zakon zato kot primerno zavarovanje priznava tudi hipoteke na območju Evropskega gospodarskega prostora⁷ in Švice, ne pa tudi hipoteke, ustanovljene na nepremičninah na področjih nekdanje Jugoslavije (z vstopom teh držav v EU se bo to seveda spremenilo) (Katušin, 2006).

Pri vprašanju, ali imeti ločena ali skupna kritna premoženja, se je pojavila naslednja dilema, pri čemer je po ZHKO obveljal koncept skupnega kritnega premoženja, kar pomeni, da so vse izdaje hipotekarnih obveznic pokrite z istim kritnim premoženjem (in ne morda po načelu vsaka izdaja obveznic iz lastnega). Le komunalne obveznice imajo ločeno kritno premoženje (Katušin, 2006).

Ker pa ZHKO ne ureja vseh podrobnosti glede izdajanja kritih obveznic, je zakonodajalec Banko Slovenije zadolžil za sprejem podzakonskih aktov, in sicer v treh mesecih od uveljavitve zakona. Pri pripravi teh predpisov je za zgled služila nemška ureditev, saj je tudi ZHKO le na slovenske razmere prilagojen nemški zakon (nem. *Pfandbrief Act* oziroma *PfandBG*). Tako je Banka Slovenije izdala naslednje predpise, ki so bili objavljeni v Uradnem listu RS, št. 78/06 (Katušin, 2006):

- Sklep o pogojih za pridobitev dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic⁸
- Sklep o izračunu neto sedanje vrednosti kritnega premoženja
- Sklep o vključevanju izvedenih finančnih instrumentov v kritno premoženje
- Sklep o skrbniku kritnega registra

Predlog za ZHKO je Vlada RS sprejela 3. novembra 2005. ZHKO je bil sprejet 1. januarja 2006 na seji Državnega zbora Republike Slovenije. V Uradnem listu Republike Slovenije je bil objavljen 17. februarja 2006, veljati pa je začel 4. marca 2006.

Z 11. avgustom 2009 je začel veljati Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (v nadaljevanju: ZHKO-A), ki na novo definira vlogo neodvisnega cenilca in posplošene tržne vrednosti nepremičnin ter Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATPV) dodeljuje vlogo prekrškovnega organa (Kunšek, 2009).

⁷ Poleg 25 držav članic EU še Norveška, Islandija in Liechtenstein.

⁸ Glede na to, da je zakonsko besedilo dovolj natančno, so predpisani le natančnejši kriteriji za opredelitev ustreznega sistema za upravljanje s tveganji, ki so lastna izdaji hipotekarnih in komunalnih obveznic, obvezne sestavine poslovnega načrta, organizacijski in tehnični pogoji ter minimalne zahteve glede pravil o vodenju kritnega registra. Za zgled je služila nemška ureditev z določenimi prilagoditvami, ki izhajajo iz posebnosti ZHKO. Sestavni del sklepa je tudi priloga s preglednicami, ki ponazarjajo primer kritnega registra.

ZHKO bom predstavil s pomočjo bistvenih značilnosti sistemov kritih obveznic, ki sem jih opisal v prejšnjem poglavju. Razložil bom torej, kdo pri nas je lahko izdajatelj ter kako so urejeni pravni okviri, kritno premoženje, ujemanje sredstev in obveznosti, nadzor in ločitev premoženja. Na koncu poglavja pa bom natančneje razložil, kako mora biti pri nas urejeno hipotekarno posojilo, ki je potem lahko uporabljeno v kritnem premoženju.

5.2.2 Vrste izdajateljev

Zakonodajalec se je ob sprejemu ZHKO odločil za sistem univerzalnosti. Ta sistem omogoča, da izdajatelj poleg dejavnosti izdaje hipotekarnih obveznic in hipotekarnega kreditiranja opravlja tudi druge posle.

ZHKO v 8. členu omejuje izdajanje hipotekarnih obveznic na banke. V zakonu je zapisano: »Hipotekarne in komunalne obveznice lahko izdaja samo banka, ki je pridobila dovoljenje za izdajanje hipotekarnih ali komunalnih obveznic v skladu s tem zakonom.« Torej, za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic je treba pridobiti dovoljenje, ki pa ga Banka Slovenije lahko izda samo banki. Osebe, ki v skladu z Zakonom o bančništvu (v nadaljevanju ZBan-1) (Uradni list RS, št. 131/2006) niso organizirane kot banke, tako ne morejo pridobiti dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic in posledično ne morejo izdati vrednostnih papirjev pod imenom hipotekarne obveznice. Tako se dovoljenje za izdajo izda samo banki, ki je vložila zahtevo za izdajo dovoljenja, izpolnjuje vse pogoje in je priložila ustrezna dokazila in dokumentacijo o izpolnjevanju teh pogojev, ki jih določa 9. člen ZHKO (ki je dopolnjen s Sklepom o pogojih za pridobitev dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic). Banka mora izpolnjevati naslednje pogoje:

1. da razpolaga z ustreznimi sistemi za upravljanje s tveganji, ki so lastna izdaji hipotekarnih in komunalnih obveznic, ter tveganji, povezanimi s kritnim premoženjem;
2. da v kvalitativnem in številčnem pogledu razpolaga z ustreznimi kadri ter je organizacijsko in tehnično usposobljena za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic ter financiranje nepremičnin in oseb javnega prava;
3. da zagotavlja poslovanje v zvezi z dajanjem hipotekarnih kreditov in kreditov osebam javnega prava ter izdajanjem hipotekarnih in komunalnih obveznic ločeno od ostalega poslovanja banke;
4. da ima izdelana pravila o vodenju kritnega registra;
5. da ima, če vrednost nepremičnin določa po metodologiji ocenjevanja hipotekarne vrednosti nepremičnin, izdelana pravila o vrednotenju nepremičnin ter ima v delovnem razmerju za nedoločen čas in polni delovni čas vsaj enega neodvisnega cenilca oziroma neodvisno cenilko ali ima z njim sklenjeno podjemno pogodbo.

V 15. in 47. členu je nadalje razloženo ločevanje kritnega premoženja, omenjenega v tretji točki zgoraj. Člena določata, da nadaljnje ločevanje kritnega premoženja in obveznosti iz drugih sredstev in obveznosti izdajatelja poteka le v primeru stečaja ali odvzema posebnega dovoljenja Banke Slovenije. V tem primeru po 48. členu Banka Slovenije določi upravitelja kritnega premoženja. Dodatno pa 50. člen določa, da je prenos kritnega premoženja na drug pravni subjekt mogoč le v primeru insolventnosti na podlagi pogodbe, ki je predmet pisne odobritve Banke Slovenije.

5.2.3 Pravni okvirji

Tu je treba omeniti, da se v skladu s 6. členom ZHKO za hipotekarne in komunalne obveznice uporabljajo tudi zakoni, ki urejajo trg finančnih instrumentov, bančništvo in potrošniške kredite, ter seveda njihovi podrejeni predpisi, če ni z ZHKO določeno drugače.

5.2.4 Kritno premoženje

Vsaka krita obveznica je odvisna in temelji na kritnem premoženju, zato je to premoženje eden od najpomembnejših, če ne najpomembnejši člen pri kritih obveznicah. Posledično so sredstva, ki spadajo v to premoženje, z vidika varnosti izpostavljena strogim pogojem.

V 19. členu ZHKO je navedeno, da se za kritno premoženje lahko upoštevajo le »terjatve iz naslova hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini, in so skladni z določbami zakona«. Krediti, ki so zavarovani z drugimi nepremičninami, kot so npr. industrijski objekti in kmetijska zemljišča, ne morejo služiti kot kritno premoženje. Prav tako nepremičnine, ki so obremenjene z osebnimi služnostmi, najemnimi razmerji ali stavbnimi pravicami, v skladu s 34. členom niso primerne za kritno premoženje. Kot razlog vlada v predlogu zakona navaja, da je take nepremičnine težje ovrednotiti in težje prodati (Poročevalec Državnega zbora RS, str. 6).

V nadaljevanju (drugi odstavek 19. člena) ZHKO omogoča izdajatelju, da lahko za zagotovitev ustrezne prožnosti največ 20 % kritnega premoženja zagotovi z nadomestnim kritnim premoženjem (Poročevalec Državnega zbora RS, str. 6). V 20. členu pa navede vsa možna nadomestna kritna premoženja. To so sredstva na računih pri Banki Slovenije, naložbe v tržne vrednostne papirje, ki jih je izdala država podpisnica Sporazuma o EGP, njena centralna banka ali ECB, ter naložbe v druge dolžniške vrednostne papirje, ki jih je izdala ECB, Evropska banka za obnovo in razvoj ali druga banka in se po merilih ECB, objavljenih v statutu, ki ureja Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju: ESCB), uporabljajo za zavarovanje terjatve v okviru ESCB. Tu je ZHKO-A dodal drugi odstavek, ki določa, da mora biti to nadomestno kritno premoženje »bremen prosto in se ne sme uporabljati ali zastavljati za drug namen«.

Dodatno pa ZHKO v 23. členu omogoča, da se v zvezi z naložbami kritnega premoženja uporabljajo terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti, vendar le, če ti prispevajo k zmanjšanju tveganj (*hedging*) oziroma doseganju usklajenosti naložbe kritnega premoženja. Tu je zakonodajalec prepustil določitev največjega možnega obsega Banki Slovenije, ki prav tako predpiše še vrsto in boniteto strank, s katerimi se lahko sklepajo ti posli, ter druga podrobnejša navodila za uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Tako je Banka Slovenije 19. julija 2006 izdala Sklep o vključevanju izvedenih finančnih instrumentov v kritno premoženje (Uradni list RS št. 78/2006). V sklepu so določeni vsi pogoji, ki jih morajo izpolnjevati izvedeni finančni instrumenti, da so lahko vključeni v kritno premoženje, opredeljen pa je tudi največji možni delež takega premoženja v celotnem kritnem premoženju. Banka Slovenije je določila, da se lahko izvedeni finančni instrumenti vključijo le kot del nadomestnega kritnega premoženja, pri čemer delež terjatev iz naslova izvedenih finančnih instrumentov ne sme presegati 12 % vrednosti celotnega kritnega premoženja, izračunanega po načelu neto sedanje vrednosti. Določena pa je še nadaljnja omejitev, in sicer, da delež obveznosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov, ki jih banka lahko vključi v kritno premoženje, ne sme presegati 12 % vrednosti izdanih hipotekarnih oziroma komunalnih obveznic, povečane za obveznosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov.

Nadaljnje pomembne omejitve, ki vplivajo na strukturo kritnega premoženja, so določene v 24. členu ZHKO. Ta člen predpisuje, da je delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na stanovanjskih nepremičninah v gradnji, lahko največ 5 %, ⁹ delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na komercialnih nepremičninah, pa največ 20 % ¹⁰ celotnega kritnega premoženja. Zadnja omejitev iz 24. člena ZHKO je določilo, da delež hipotekarnih kreditov, danih posamezni osebi oziroma medsebojno povezanim osebam, ne sme presegati 20 % kritnega premoženja. Poleg tega mora biti izpostavljenost banke takim osebam skladna z ZBan-1. Smiselnost tega odstavka je predvsem v tem, da omogoča čim večjo razpršenost kritnega premoženja, kar predstavlja enega od elementov smisla kritnega premoženja in pa seveda večjo varnost, kot bi bila skoncentriranost na eni sami osebi.

V 24. členu je veliko spremembo prinesel ZHKO-A, ki je črtal tretji odstavek z določbo, da lahko delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na nepremičninah zunaj Republike Slovenije, predstavlja največ 50 % kritnega premoženja, in še to samo, kadar zastavljene nepremičnine zagotavljajo prednostni položaj imetnikov hipotekarnih obveznic ob stečaju izdajatelja. Glede 5. člena ZHKO, ki določa, da morajo biti nepremičnine, na katerih je ustanovljena hipoteka ali zemljiški dolg, obvezno na območju držav podpisnic sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in Švice, lahko smotrnost za tako omejitev najdemo v nezaupanju do bank oziroma v strahu, da se bodo le-te zunaj Republike Slovenije vpletle v nekaj, česar ne poznajo oziroma ne obvladajo. Vendar lahko rečemo, da sta se črtala nekoliko pretirana omejitev oziroma strogost, kar zadeva kritno premoženje, in nekoliko nerazumljivo nezaupanje v pravne sisteme teh večinoma večjih in razvitejših držav.

5.2.5 Vrednotenje hipotekarnega kritnega premoženja in merilo za razmerje med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine

Tu je z ZHKO-A prišlo do opaznih in pomembnih sprememb. 25. členu je bil dodan novi odstavek, ki natančno določa, kakšne pogoje mora cenilec izpolnjevati, da lahko nastopi kot neodvisni cenilec hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnine, ki se potem uporablja kot osnova za hipotekarni kredit.

Dodan pa je bil še 25.a člen, ki je ena od najpomembnejših novosti. Obravnava posplošeno tržno vrednost, tj. vrednost stanovanjske nepremičnine, določeno z uporabo metod množičnega vrednotenja nepremičnin na podlagi Zakona o množičnem vrednotenju nepremičnin (Uradni list RS, št. 50/2006).

Hipotekarna kreditna vrednost, ki jo ugotovi cenilec, oziroma posplošena tržna vrednost nepremičnin se na naslednji stopnji uporabi pri določanju višine hipotekarnega kredita. V skladu z dopolnjenim 26. členom ZHKO se lahko za kritno premoženje upoštevajo le terjatve iz naslova hipotekarnega kredita, ki ne presegajo 60 % hipotekarne kreditne vrednosti oziroma (tu nastopi dopolnitev iz ZHKO-A) 50 % posplošene tržne vrednosti obremenjene nepremičnine. Če višina terjatev iz naslova hipotekarnega kredita presega te omejitvi, se presežek ne sme upoštevati za kritno premoženje.

⁹ Glede na obrazložitev k predlogu ZHKO naj bi bil razlog za to v večjih tveganjih pri morebitni izvršbi.

¹⁰ Glede na obrazložitev k predlogu ZHKO naj bi bil razlog za to v potencialno večji spremenljivosti cen komercialnih nepremičnin.

Po 27. členu mora vsak izdajatelj hipotekarnih in komunalnih obveznic sprejeti metodologijo za vrednotenje hipotekarnih kreditnih vrednosti nepremičnin v posebnem dokumentu z naslovom Pravila vrednotenja nepremičnin. K temu dokumentu je treba pridobiti še soglasje Slovenskega inštituta za revizijo.

Vse druge podrobnosti o procesu vrednotenja, kvalifikacijah cenilcev, vrednotenju in spremljanju so predpisane v 28. členu ZHKO, ki je prav tako temeljito dopolnjen in spremenjen z ZHKO-A. Tako se individualno za vsako nepremičnino posebej ugotavlja hipotekarna kreditna vrednost na podlagi pravil vrednotenja nepremičnin oziroma posplošena tržna vrednost na podlagi metod množičnega vrednotenja nepremičnin. V drugem in tretjem odstavku je posledično pooblaščen ocenjevalec nadomeščen z neodvisnim cenilcem. Naslednji odstavek narekuje, da mora izdajatelj redno spremljati vrednost zastavljene nepremičnine in oceno te vrednosti izdati najmanj enkrat letno za komercialne (prej poslovne) nepremičnine, za stanovanjske nepremičnine pa najmanj enkrat na tri leta. Opazna sprememba je v petem odstavku, ki po starem določa, da je treba najmanj vsake tri leta in v primeru, da tržne cene padejo za več kot 10 %, znova oceniti temeljne predpostavke hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnin. Tu ZHKO-A spreminja prvi del, ki omenja najmanj rok treh let in dodaja novo pravilo, da če kreditojemalec zamuja s poravnavanjem obveznosti iz naslova hipotekarnih kreditov za več kot 90 dni, mora biti prav tako izdelana nova ocena hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnine s poudarkom na oceni temeljnih predpostavk o prihodnjih tržnih gibanjih na zadevnem trgu, pri uporabi posplošene tržne vrednosti pa tudi ob vsakokratni objavi novega, nižjega indeksa vrednosti nepremičnin oziroma novem generalnem vrednotenju nepremičnin.

Tako vidimo, da je ta del zakona zares dopolnjen in spremenjen, natančneje so določeni pogoji glede neodvisnega cenilca, dodana je možnost uporabe posplošene tržne vrednosti nepremičnin, ki pomeni alternativo težavnemu ocenjevanju nepremičnin, ki ga opravijo neodvisni cenilci, še posebej v razmerah, kakršne so prisotne v zadnjem obdobju.

5.2.6 Smernice glede sredstev in obveznosti

ZHKO v tem primeru uporablja kritno načelo, ki določa stalno pokritost (v polnem obsegu) v hipotekarni obveznici zapisane terjatve (pasivni posel banke) z vrednostno enako določeno pravico iz aktivnega posla (hipotekarna posojila) (Strnad, 1995, str. 589). Torej, kritno premoženje mora v vsakem trenutku zadoščati za pokrivanje obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic. Seveda mora biti premoženje najkakovostnejše in mora izpolnjevati zakonsko predpisane pogoje, našteje v prejšnjih točkah.

V 2. členu ZHKO na načelni ravni določa, da sta hipotekarna in komunalna obveznica tisti 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 tisto 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. 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, določitev zneska kritnega premoženja in razmerjem ročnostne skladnosti.

Izjemno pomemben člen je 22. člen z naslovom »Obseg in usklajenost naložb kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami«. Ta člen določa usklajenost kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami. Nominalna vrednost kritnega premoženja mora biti najmanj tolikšna, kot je nominalna vrednost izdanih hipotekarnih obveznic. Skladnost kritnega premoženja in obveznosti mora biti ves čas zagotovljena tudi na podlagi načela neto sedanje vrednosti, prav tako pa je treba usklajevati roke in obrestovanje ter valutno izpostavljenost. Te usklajevalne ukrepe podrobneje določi Sklep o izračunu neto sedanje vrednosti kritnega premoženja (Uradni list RS št. 78/2006), ki ga je, kot že omenjeno, izdala Banka Slovenije. Sklep določa pravila za usklajevanje kritnega premoženja in obveznosti iz izdanih hipotekarnih ali komunalnih obveznic na podlagi načela neto sedanje vrednosti ter druga pravila za usklajevanje zapadlosti, obrestnih mer in valutne izpostavljenosti kritnega premoženja z obveznostmi iz izdanih obveznic. Izračun neto sedanje vrednosti se izvede za vse vrste obveznic, in to vsak dan. Če neto sedanja vrednost hipotekarnih obveznic ali komunalnih obveznic presega neto sedanjo vrednost kritnega premoženja, izdajatelj pokrije razliko z dodatnimi sredstvi. Poleg tega se testiranje izjemnih situacij (ang. *stress tests*) izvede vsaj enkrat na teden. Razlika med trenutno neto sedanjo vrednost in neto sedanjo vrednostjo na podlagi testiranja izjemnih situacij mora biti pokrita s takojšnjim povečanjem kritnega premoženja. Krivulja donosa, ki se lahko uporablja za izračun neto sedanje vrednosti, mora biti premaknjena z uporabo statičnega ali dinamičnega pristopa, da bi ocenili vpliv sprememb obrestnih mer. Izdajatelji lahko uporabijo notranji model za ocenjevanje obrestne mere in valutnega tveganja na podlagi predhodnega obvestila Banki Slovenije in pod določenimi pogoji, ki morajo biti izpolnjeni. Razlika med neto sedanjo vrednostjo kritnega premoženja in neto sedanjo vrednostjo obveznic se izračuna tudi za posamezne valute (1., 3., 4. in 5. poglavje sklepa).

Če pa mehanizmi že prej omenjenega 28. člena ZHKO ne bi zadostovali in vrednost nepremičnin ne bi več predstavljala zakonsko zahtevanega kritja, mora izdajatelj v skladu z 29. členom ZHKO na zahtevo skrbnika kritnega registra nadomestiti hipotekarni kredit z drugim hipotekarnim kreditom ali drugim ustreznim premoženjem, ki izpolnjuje zahteve iz tega zakona glede kritnega premoženja. Tudi ta člen je bil spremenjen z ZHKO-A. Prvi točki prvega odstavka 29. člena ZHKO, ki določa, da je treba v 60 dneh od prejema pisne zahteve skrbnika nadomestiti terjatve iz naslova hipotekarnega kredita, kateremu se je zmanjšala vrednost nepremičnine do te mere, da je vrednost neodplačanega hipotekarnega kredita večja od 60 % hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnine, je ZHKO-A dodal pravilo, da enako velja tudi, kadar postane vrednost neodplačanega kredita večja od 50 % posplošene tržne vrednosti nepremičnine. Istemu odstavku je dodana še pomembna točka, ki določa, da mora izdajatelj na zahtevo skrbnika nadomestiti terjatve iz naslova hipotekarnega kredita v 30 dneh od prejema pisne zahteve skrbnika, ki mora biti dana takoj po izteku roka za vpis hipoteke v zemljiško knjigo iz petega odstavka 39. člena ZHKO (ureja vpis podatkov v kritni register). Tudi ta odstavek pa je nov odstavek iz ZHKO-A, ki narekuje, da so lahko v kritni register vpisane tudi terjatve, pri katerih poteka zemljiškooknjižni postopek za zavarovanje z zastavno pravico na nepremičnini, vendar največ 12 mesecev od vpisa plombe o začetku zemljiškooknjižnega postopka za vpis hipoteke v zemljiški knjigi. Po poteku tega obdobja izdajatelj izbriše terjatev, ki ne izpolnjuje pogojev iz drugega odstavka tega člena, s pisnim soglasjem skrbnika kritnega registra. Pogoja za vpis terjatve iz naslova hipotekarnega kredita v kritni register sta vpis hipoteke v zemljiško knjigo in potreben vpis zaznambe kritnega registra.

5.2.7 Nadzor kritnega premoženja in bank

Ureditev v 38. členu omogoča kritnemu registru identifikacijo kritnih sredstev in kritih obveznic. Kritna sredstva so prikazana na individualni ravni (posamezne terjatve, ki izhajajo iz hipotekarnih ali komunalnih kreditov, nadomestna kritna sredstva in izvedeni finančni instrumenti). Nominalna vrednost kritnega premoženja in kritih obveznic mora biti znana v vsakem trenutku.

Naslednji člen določa, da se kritno premoženje lahko vpiše v kritni register samo na podlagi odobritve skrbnika kritnega registra. Terjatve iz hipotekarnih kreditov, ki poleg registracije hipoteke v zemljiško knjigo vsebujejo zaznambo v zemljiški knjigi, da je zavarovana terjatev namenjena za vpis v kritni register, so primerne terjatve za kritni register.

Zgoraj omenjeni skrbnik kritnega registra, neodvisen od Banke Slovenije in izdajatelja, je eden od stebrov nadzora nad varnostjo hipotekarnih obveznic in je tako med najpomembnejšimi subjekti v strukturi izdajanja hipotekarnih obveznic na podlagi ZHKO. Od 40. do 45. člena ZHKO lahko najdemo natančnejše določbe o skrbniku kritnega registra, pogojih za imenovanje skrbnika, dolžnostih in pristojnostih skrbnika, reševanju sporov med skrbnikom in izdajateljem ter o odvzemu dovoljenja skrbniku. Dolžnosti skrbnika se nanašajo predvsem na 22. člen ZHKO, kar pomeni, da je glavna dolžnost skrbnika skrbeti za obseg in usklajenost naložb kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami.

Banka Slovenije je v omenjenih členih določena kot tista, ki izdaja ali odvzame dovoljenje za opravljanje poslov skrbnika kritnega registra, predpiše način ugotavljanja pogojev za imenovanje skrbnika, je prva, ki jo mora skrbnik nemudoma obvestiti, ko je kritno premoženje v neskladju z določbami ZHKO, in je tista, ki jo je skrbnik dolžan obveščati o ugotovitvah na podlagi tega zakona, rešuje spore med skrbnikom in izdajateljem. Banka Slovenije si pri tem pomaga in se opira predvsem na ZBan-1.

Prav tako 8. poglavje oziroma 53. člen ZHKO predstavlja pomemben del pri nadzoru, saj obravnava pravila četrletnega in letnega poročanja izdajatelja Banki Slovenije. Naslednje poglavje ZHKO pa opredeljuje nadzor nad izvajanjem določb zakona, ki ga izvajata Banka Slovenije in v manjšem obsegu tudi ATVP.

5.2.8 Ločitev premoženja in oddaljenost od stečaja

ZHKO že v tretji 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.

Zakon v 35. členu določa, da bi se lahko kritno premoženje preprosto opredelilo v primeru insolventnosti izdajatelja na podlagi evidence kritnega registra. Poleg tega bi bilo mogoče hipotekarna sredstva identificirati s pomočjo posebne zaznambe v zemljiški knjigi, da je zavarovana terjatev namenjena za vpis v kritni register. Zaznamba v zemljiški knjigi pomeni, da je izvršba ali vsaka sprememba vpisa hipoteke ali zaznambe mogoča samo na podlagi pisnega soglasja skrbnika kritnega registra.

V 38. členu ZHKO določa, da mora vsak izdajatelj voditi kritni register in tega opravila ne sme prenesti na drugega izvajalca. V kritni register so posamično vpisane terjatve iz naslova hipotekarnega kredita, druge naložbe in izvedeni finančni instrumenti, prav tako so vpisane vse izdane hipotekarne obveznice, razvidna mora biti nominalna vrednost obeh, tako kritnega registra kot hipotekarnih obveznic v obtoku. Na premoženje, vpisano v kritni register, lahko v izvršbi posežejo samo imetniki hipotekarnih obveznic. Iz tega logično sklepamo, da se s tem, ko se premoženje vpiše v kritni register, zagotovi pomembno načelo ločenosti kritnega premoženja od ostalega premoženja banke, saj, kot je že omenjeno, lahko na to premoženje posežejo le imetniki hipotekarnih obveznic.

ZHKO v primeru stečaja uporablja predvsem načelo ločenosti, ki je obravnavano posebej v 6. poglavju tega zakona (od 46. člena do 51.a člena) in je v skladu z ZHKO-A dobilo novo dopolnjeno ime »Stečaj izdajatelja in stečaj drugega kreditodajalca«. Predstavljamo si lahko, da je stečaj izdajatelja največja grožnja varnosti hipotekarnih obveznic in zato je to 6. poglavje ZHKO izjemno pomembno. Namen zakona je predvsem v tem, da se v primeru stečaja izdajatelja kritno premoženje izloči iz stečajne mase in nadaljuje svoje življenje do izteka zadnje obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic, tako kot je bilo načrtovano od samega začetka, namen torej ni v tem, da se imetniki hipotekarnih obveznic predčasno poplačajo (kot bi v stečajnem postopku sicer pričakovali).

Imetniki hipotekarnih obveznic imajo v skladu s 46. členom ZHKO pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi upniki izdajatelja. V medsebojnem razmerju pa imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Zahtevke proti stečajni masi v svojem imenu in za račun imetnikov hipotekarnih obveznic uveljavlja upravitelj kritnega registra.

V skladu s prvim odstavkom 47. člena ZHKO se v primeru začetka stečajnega postopka nad izdajateljem kritno premoženje izloči iz stečajne mase, stečajni senat pa na predlog Banke Slovenije določi upravitelja kritnega premoženja (prvi odstavek 48. člena ZHKO). Če je le mogoče, se izločeno premoženje nameni nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic. Kot smo že omenili, je hipotekarna obveznica dolgoročna naložba in prav ta dolgoročni interes zasledujejo vlagatelji v hipotekarne obveznice, zato je njihov cilj naložba za določeno obdobje in ne predčasno poplačilo.

Če premoženje zadostuje za nadaljevanje poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic se, kot že rečeno, imenuje upravitelj kritnega premoženja, ki opravlja nalogo, ki jo je opravljal izdajatelj do začetka stečajnega postopka. Zgodi se lahko tudi, da je izločeno premoženje večje, kot bi bilo potrebno za poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru lahko stečajni upravitelj zahteva, da upravitelj kritnega premoženja del premoženja, za katerega je nesporno ugotovljeno, da ne bo potrebno za poravnavo obveznosti do imetnikov hipotekarnih obveznosti, izloči v stečajno maso izdajatelja. O tem odloči sodišče po predhodni pridobitvi mnenja upravitelja kritnega premoženja.

Problem pa nastane, če postane jasno, da kritno premoženje ne bo zadostovalo za nadaljnjo nepretrgano poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru sta možnosti dve, prva v skladu s 50. členom ZHKO narekuje, da upravitelj kritnega premoženja s pogodbo prenese celotno kritno premoženje in celotne obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic na drugega izdajatelja, za kar pa je treba pridobiti predhodno soglasje Banke Slovenije. V tem primeru se transakcija nadaljuje, kot je bila načrtovana že od začetka, le izdajatelj (banka) je po novem drug.

Druga možnost, ki jo vsebuje 51. člen ZHKO, pa je, da Banka Slovenije po lastni presoji ali na predlog skrbnika kritnega predlaga ločeni stečajni postopek nad kritnim premoženjem. Če imetniki hipotekarnih obveznic v ločenem stečajnem postopku niso v celoti poplačani, lahko preostanek svojih terjatev prijavijo v rednem stečajnem postopku v roku 30 dni po zaključku ločenega stečajnega postopka. Pri tem je treba opozoriti, da v primeru, ko se nad izdajateljem vodita dva stečajna postopka, upniki v rednem stečajnem postopku ne smejo biti poplačani pred pretekom 30 dni od zaključka ločenega stečajnega postopka.

Z ZHKO-A pa je bil za 51. členom dodan novi 51.a člen, ki se imenuje »Stečaj drugega kreditodajalca«. Določa primer, ko je druga banka, od katere je izdajatelj odkupil hipotekarne kredite (16. člen ZHKO), v stečajnem postopku in se pravno dejanje odkupa teh hipotekarnih kreditov uspešno izpodbije. V tem primeru izdajatelj ne vrne odkupljenih kreditov, ampak plača denarno nadomestilo po cenah ob izdaji te sodne odločbe (278. člen Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 126/2007)).

5.2.9 Utež tveganja in skladnosti z evropsko zakonodajo

Utež tveganja kritih obveznic ureja predpis, podrejen ZBan-1, tj. Sklep o izračunu kapitalске zahteve za kreditno tveganje po standardiziranem pristopu za banke in hranilnice (Uradni list RS, št. 135/2006), ki v slovensko zakonodajo prenaša zadevne določbe Direktive o kapitalski ustreznosti (glej 30. člen in Prilogo 1). Ta ureditev velja za banke, ki uporabljajo standardiziran pristop, ne pa tudi za banke, ki uporabljajo pristop na podlagi notranjih bonitetnih sistemov.

V skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2002) investicijski sklad lahko vlaga do 25 % svojih sredstev v določene vrste obveznic, ki jih izda ista banka z registriranim sedežem ali podružnico v Republiki Sloveniji ali v državi članici in ki je predmet posebnega javnega nadzora, predvidenega za varstvo pravic imetnikov obveznic. Denarna sredstva ali sredstva, zbrana s prodajo obveznic, je treba vložiti le v premoženje, ki bi v celotnem obdobju veljavnosti do trenutka zapadlosti obveznice omogočalo izdajatelju, da plača svoje obveznosti, ki izhajajo iz teh obveznic. V primeru insolventnosti izdajatelja mora to premoženje zagotoviti glavnico in vračilo obračunanih obresti.

Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000) ureja vrste dovoljenih naložb in omejitve posameznih naložb. Vrednost posameznih vrst naložb kritnega premoženja ne sme presegati 5 % celotnih zavarovalno-tehničnih rezervacij. Za obveznice in druge dolžniško-vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organizirani borzi vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici ali državi, ki je članica OECD, velja, da lahko dosežejo 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, če takšni vrednostni papirji izpolnjujejo določene pogoje iz Zakona o zavarovalništvu (Kälberer, 2009, str. 274).

5.2.10 Hipotekarni kredit

ZHKO v členih od 30 do 37 določa pogoje, ki jih mora izpolnjevati hipotekarni kredit, da je primeren za vključitev v kritno premoženje. Določa še kakovost zavarovanja terjatev ter način vzpostavitve povezave med sredstvom zavarovanja terjatve in hipotekarno obveznico.

V 30. členu ZHKO je določeno, da mora biti pogodba o hipotekarnem kreditu sklenjena v obliki neposredno izvršljivega notarskega zapisa in zavarovana z ustanovitvijo zastavne pravice ali zemljiškega dolga na eni ali več nepremičninah. Če je na taki nepremičnini zgrajena stavba, mora biti stavba zavarovana za ves čas trajanja kreditne pogodbe proti vsem rizikom, ki obstajajo glede na lokacijo in vrsto stavbe, ki je predmet zavarovanja, najmanj za zavarovalno vsoto v vrednosti dela kredita, ki je vpisan v kritnem registru, zavarovalna polica pa mora biti seveda vinkulirana v korist kreditodajalca.

Vsebino kreditne pogodbe ZHKO ureja v 31. členu, kjer določa posebne sestavine kreditne pogodbe, ki jih mora taka pogodba vsebovati poleg običajnih. Pomembno določilo je, da mora kreditna pogodba vsebovati navedbo, da bo terjatev vpisana v kritni register izdajatelja. Kreditojemalec mora torej vedeti, da je njegov kredit uvrščen v kritno premoženje. V nadaljevanju ta člen določa, da mora pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovati še zemljiškoknjižno dovolilo in soglasje kreditojemalca, da se, če terjatev zapade, opravi izvršba zaradi njenega poplačila. Če zastavitelj nepremičnine ni hkrati tudi kreditojemalec, mora skleniti pogodbo o hipotekarnem kreditu tudi zastavitelj. V zadnjem odstavku pa ta člen določa še, da mora kreditojemalec, če je hipotekarni kredit zavarovan z zemljiškim dolgom, ob sklenitvi pogodbe o hipotekarnem kreditu veljavno prenesti zemljiško pismo na kreditodajalca. Zemljiško pismo je po Stvarnopravnem zakoniku vrednostni papir po odredbi, kar pomeni, da se prenaša z indosamentom, ki je lahko popoln, bianko ali na prinosnika.

ZHKO v 33. členu dopušča možnost predčasnega poplačila, čeprav sta eno od temeljnih načel zakona zmanjševanje in odprava tveganj predčasnega poplačila kredita (Poročevalec Državnega zbora RS, str. 5). Vemo, da bi pretirana togost seveda nedvomno zmanjšala privlačnost tega instituta kot takega, poleg tega pa je Evropska komisija postavila zahtevo po možnosti predčasnega poplačila potrošniškega kredita (Evropska komisija, 2004). Tako je zakonodajalec sprejel kompromis, saj ni prepovedal predčasnega poplačila kredita, določil pa je provizijo, ki ne sme presegati 1 % zneska predčasnega poplačila za vsako polno leto do konca trajanja kreditne pogodbe. Vidimo, da lahko takšna provizija v določenih primerih pomeni visoko kazen za predčasno poplačilo.

Zakonodajalec je v 35. členu ZHKO vpeljal nov institut, ki je zanimiv in doslej neznan tudi s stališča zemljiškoknjižnega prava. Gre za zaznambo kritnega registra. Zaznamba kritnega registra je zaznamba, da je zavarovana terjatev namenjena vpisu v kritni register, pri čemer se vpišejo tudi oznaka kritnega registra, firma in sedež izdajatelja ter ime in naslov skrbnika kritnega registra. Seveda se lahko taka zaznamba vpiše ob samem vpisu kreditodajalčeve zastavne pravice ali pa tudi pozneje.

Z ZHKO pa je dopuščena tudi možnost, da je izdajatelj hipotekarnih obveznic druga banka in ne banka kreditodajalka. Gre za prenos terjatev iz kreditnih pogodb na izdajatelja. V tem primeru pride do spremembe zastavnega upravičenca, zato je treba na zemljiško knjigo predlagati ustrezno spremembo in pri tem vpisati zaznambo kritnega registra na novega upravičenca. Če je prenesen samo del terjatve, ki je zavarovan s hipoteko, mora imeti hipoteka za preneseni del terjatve boljši vrstni red od hipoteke za nepreneseni del terjatve, za kar mora poskrbeti izdajatelj. Prej omenjeno zemljiško pismo, ki služi kot zavarovanje, se prenese na izdajatelja z indosamentom in izročitvijo v posest izdajatelju. Pomembno je še določilo, da se na izdajatelja prenese celoten zemljiški dolg, kljub temu da se prenese samo del terjatve, ki je zavarovan z zemljiškim pismom. Vse to natančno določa 36. člen, za katerega velja, da za prenos teh terjatev iz kreditnih pogodb ni potrebno soglasje kreditojemalca.

5.3 Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici

Ta zakon je Državni zbor RS sprejel 15. julija 2009, objavil 27. julija 2009 in v veljavo je stopil 11. avgusta 2009. Cilji in načela tega zakona so ureditev področja hipotekarne obveznice tako, da nekoliko rahlja pogoje za izdajo obveznic in zahteve glede jamstva, obenem pa spremembe ne povečujejo tveganj imetnikov obveznic. Glavni razlog za sprejetje tega zakona pa naj bi bila možnost uporabe posplošene tržne vrednosti z uporabo metode množičnega vrednotenja nepremičnin v skladu z Zakonom o množičnem vrednotenju nepremičnin, saj naj bi ravno visoki stroški vrednotenja nepremičnin predstavljali eno največjih ovir za prvo izdajo hipotekarnih obveznic pri nas.

Večino poglavitnih rešitev, kot so možnost uporabe posplošene tržne vrednosti za stanovanjske nepremičnine in višina hipotekarnega kredita ob njegovi uporabi, dopolnitve in črtane omejitve pri kritnem premoženju, dopolnitve in spremembe pri hipotekarni kreditni vrednosti nepremičnine ter potreba po ponovnem vrednotenju nepremičnin na vsake tri leta, dopolnitve pri vpisu v kritni register, imunost na stečaj drugega kreditodajalca, sem obravnaval v prejšnjem poglavju. Tako bom v tem poglavju samo še dopolnil preostale, še neomenjene poglavitne rešitve.

Prva je na področju pogojev za pridobivanje dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic, Z ZHKO-A se črta šesta točka prvega odstavka 9. člen ZHKO, ki je zahtevala, da mora banka dati izjavo, da ima s svojimi upniki sklenjene pogodbe, v katerih niso določene pogodbene klavzule, ki bi upnikom omogočale odstopiti od pogodb v obsegu, ki bi ogrozil likvidnost ali solventnost banke. Ta pogoj je za banke pomenil oviro za pridobitev dovoljenja, ker take določbe v pogodbah obstajajo in banke brez črtanja tega pogoja ne bi mogle pridobiti dovoljenja za izdajanje hipotekarnih obveznic. To pomeni, da banka sedaj lahko izda hipotekarne obveznice, ki predstavljajo avtomatično prednostno pravico poplačila imetniku te obveznice kljub klavzulam *pari passu* in *negative pledge* v pogodbah, sklenjenih s svojimi upniki. Menim, da tu lahko pride še do zapletov, saj se takšne in drugačne klavzule ne bi smele ignorirati. Seveda pa prednostna pravica in klavzula *pari passu* nastopita šele ob insolventnosti univerzalne banke, ki izdaja hipotekarne obveznice.

Drugo rešitev najdemo v 13. členu ZHKO oziroma prenehanju dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic. Prejšnje enoletno obdobje veljavnosti dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic, če banka v tem času ne izda obveznic, je podaljšano na dve leti. Poleg tega ZHKO-A predvideva, da dovoljenje za izdajanje hipotekarnih obveznic preneha tudi, če skupščina banke sprejema sklep o likvidaciji banke, če nastopijo dejstva, ki pomenijo razloge za prenehanje dovoljenj za opravljanje bančnih storitev, ali če je odvzeto dovoljenje za opravljanje bančnih storitev.

Zadnja je prisotna v 10. poglavju, ki določa kazenske določbe, kjer ZHKO-A doda novi 59.a člen z naslovom »Postopek o prekršku Agencije za trg vrednostnih papirjev« in predstavlja natančnejšo določitev prekrškovnega organa. ZHKO-A tu jasneje opredeli, da postopek o prekrških, s katerimi se kršijo odločbe o sklepu o izdaji hipotekarnih obveznic, prvi prodaji hipotekarnih obveznic in uporabi pojmov »hipotekarna obveznica vodi ATVP. Jasneje so tudi določeni pooblastilo ATVP in postopkovna pravila.

6 MOŽNI VPLIVI HIPOTEKARNIH OBVEZNIC NA KAPITALSKI IN NEPREMIČNINSKI TRG V SLOVENIJI

Če bi se hipotekarne obveznice pri nas realizirale in bi pravkar predstavljeni zakon prešel tudi v uporabo v praksi, bi to prav gotovo prineslo nekatere ekonomske posledice in vplive na slovenskih finančnih in nepremičninskih trgih. V tem poglavju bom poskušal predstaviti te potencialne vplive, če bi se pri nas začele izdajati hipotekarne obveznice.

Za začetek moramo vedeti, da v primeru izdaje hipotekarnih obveznic banka obrestno in likvidnostno tveganje, ki izhaja iz depozitnega financiranja, prenese na kapitalski trg oziroma na investitorje v hipotekarne obveznice. Manjša tveganja omogočajo nižjo bančno maržo in s tem tudi cenejša hipotekarna posojila. Obveznica zaradi svoje visoke bonitete, ki je zagotovljena z zakonsko določenimi elementi varnosti, ponuja izdajateljem oziroma bankam alternativno stabilno in relativno cenovno ugodno refinanciranje hipotekarnih posojil v okolju, kjer se povečujejo odvisnosti od financiranja na debelo v nasprotju s temeljem na depozitni osnovi. Hkrati jim omogoča tudi pridobivanje dolgoročnih virov ter s tem izboljšanje strukture ročnosti pasive in zmanjševanje tveganj zaradi neskladja v ročnosti med aktivo in pasivo, obenem pa tudi zmanjševanje obrestnega in likvidnostnega tveganja (Marki, 2008, str. 51).

Zaradi zgoraj omenjenih razlogov je mogoče večje število tako dolgoročnih stanovanjskih posojil z relativno ugodno obrestno mero kot tudi posojil z relativno visokim razmerjem LTV. Tako bo mladim ljudem že na začetku njihove delovne poti omogočeno, da bodo lahko najeli stanovanjska posojila v bistveno višjem znesku, kot je to mogoče sedaj, in tudi z daljšo odplačilno dobo (Marki, 2008, str. 51).

Omeniti je treba, da so se v parlamentarnem postopku pojavili tudi pomisleki, da na trgu ne moreta hkrati obstajati hipotekarna obveznica in nacionalna stanovanjska varčevalna shema (v nadaljevanju: NSVS), vendar je treba te pomisleke zavreči, saj gre za popolnoma različna pristopa. Pri hipotekarni obveznici oziroma hipotekarnem bančništvu namreč država ni neposredno vpletena, temveč zagotovi le primerno infrastrukturo, vse ostalo pa je prepuščeno trgu. Obratno pa gre pri NSVS za subvencioniranje in neposredno vpletenost države (prek Stanovanjskega sklada RS), ki ima tudi druge pozitivne učinke, npr. spodbujanje dolgoročnega varčevanja prebivalstva ipd. Tako ni izključeno, da bi nekdo financiral nakup stanovanja s kreditom po NSVS in hipotekarnim kreditom pri banki. Banka pa lahko tudi kredit po NSVS, če je zavarovan s hipoteko in izpolnjuje druge predpisane pogoje, uvrsti v kritno premoženje (Katušič, 2006). Tako bo hipotekarna obveznica prej ugodno vplivala na javne finance, saj bo razbremenila proračun pri republiškem stanovanjskem skladu. Vidimo, da se NSVS in hipotekarna obveznica prej dopolnjujeta kot izključujeta. Vemo pa tudi, da so morali snovalci ob samem začetku dobro zastavljene sheme po izteku prve petletne sheme svoja pričakovanja znižati. Država je sicer v okviru NSVS spodbudno vplivala na povečanje varčevanja, vendar se je predvsem povečalo varčevanje varčevalcev z že rešenim stanovanjskim problemom. Na drugi strani pa ugodnejši krediti, ki so bili sprva mišljeni kot nagrada rednim varčevalcem, ob izteku prve varčevalne sheme niso predstavljali bistvene prednosti. Zaradi padca obrestnih mer so imeli potencialni posojilojemalci, ki niso varčevali v okviru NSVS, enakovredne možnosti za oblikovanje stanovanjskih posojil kot varčevalci v shemi (Koračin, 2005, str. 39). Tu vidim hipotekarno obveznico kot alternativo za tiste, ki imajo neko nepremičnino že na razpolago in si želijo cenejši kredit, s tem bi tudi zmanjšali prej omenjeno anomalijo NSVS.

Ne nazadnje učinek hipotekarnega bančništva in pridobivanje finančnih virov na kapitalskem trgu dajeta bolj globalne in dolgoročneje podlage za financiranje nepremičnin. Omogočata namreč tudi financiranje državnih ali občinskih ravni. Prav te so tiste, ki bodo nedvomno nosilke reševanja stanovanjske problematike socialno ogroženih prebivalcev, zagotoviti pa morajo tudi določen sklad profitnih in neprofitnih stanovanj (Mejač Krassnig 1999, str. 11).

A poznamo pa tudi slovenske bančnike, ki niso enotnega mnenja glede prednosti, ki naj bi jih za kreditorejmalce prineslo hipotekarno bančništvo na podlagi hipotekarne obveznice. Tako npr. mag. Jasmin Držanič (2004, str. 30) meni, da hipotekarni krediti, dani na podlagi hipotekarnih obveznic, niso primerni za vsakogar, saj naj bi bili v EU tovrstni krediti dražji od drugih stanovanjskih posojil. Zakaj? Investitorji bodo namreč kupili hipotekarne obveznice le ob predpostavki, da bodo imele vsaj malce višjo obrestno mero od papirjev z ničelnim tveganjem (državne obveznice). Če takšni izhodiščni osnovi dodamo še bančno maržo, se bo obrestna mera posojila za nakup nepremičnine zvišala, po vsej verjetnosti nad obrestno mero posojila, ki ni vezano na hipotekarne obveznice. Po mnenju Držaničeve hipotekarne obveznice torej ne generirajo posojil z nižjo obrestno mero. Poleg tega pa so tudi posojilni pogoji (npr. višje tarife za predčasno odplačilo) strožji, saj bi si banka rada zagotovila stalen pritok anuitet za poplačilo kuponov obveznic. To naj bi poleg omejenosti finančnega trga bila tudi poglobitna razloga, zakaj leta 2004 v EU 80 % posojil za nakup nepremičnin ni bilo povezanih s hipotekarnimi obveznicami.

Zgoraj napisano seveda drži, vendar, če se banka odloča med depoziti ter izdajo navadnih obveznic ali hipotekarnih obveznic, pri slednjih plačuje manj obresti, kar ji omogoča kreditiranje po nižji obrestni meri. Hkrati je tudi ročnost vira daljša, zato imajo tudi krediti lahko daljšo ročnost.

Držaničeva (2004, str. 29) tudi pravi, da univerzalna banka, ki je sprejela zaveze iz mednarodnega finančnega prava, načeloma ne more oblikovati kritnega registra. Zakaj načeloma? Na tem mestu bi lahko sledila dolga razprava o tem, ali je oblikovanje kritnega registra že samo po sebi kršitev klavzule *negative pledge*. Vsekakor pa univerzalna banka ne more zagotoviti prednostnega poplačila pred ostalimi upniki, saj bi že samo zagotovo pomenilo kršitev klavzule *pari passu*.

7 PROJEKT IZDAJE HIPOTEKARNIH OBVEZNIC

Za konec kot dodatek predstavljam, kako naj bi potekal projekt izdaje hipotekarnih obveznic. Projekt temelji na modelu, ki ga SID banka uporablja pri svojih projektih.

7.1 Ocena ozadja

Za zagon hipotekarnega financiranja stanovanjskih posojil sta poleg obstoječe pravne podlage in zadostnega obsega hipotekarnih posojil nujni tudi potreba kreditnih institucij po takšnem načinu financiranja na kapitalskih trgih in pripravljenost investorjev za investiranje v hipotekarne obveznice.

Obseg hipotekarnih kreditov je v primerjavi z bilančno vsoto monetarnih finančnih institucij majhen, saj trenutno predstavlja približno 7,4 % bilančne vsote monetarnih finančnih institucij, medtem ko na evroobmočju predstavlja več kot 11 % (Banka Slovenije, 2009). Res je, da se bo obseg hipotekarnega kreditiranja v prihodnje najverjetneje povečeval, saj je

povprečno število stanovanj v Sloveniji bistveno manjše kot v državah EU15, poleg tega pa je obseg hipotekarnih posojil sorazmerno majhen glede na velikost BDP (leta 2008 9,1 % v Sloveniji proti 49,8 % v EU27) (European Mortgage Federation 2009, str. 44). V letu 2008 se je v Sloveniji gradilo 4 % manj stanovanj kot leto prej, kljub temu pa smo bili še vedno v evropskem vrhu po gradnji stanovanj na tisoč prebivalcev, poleg tega gradnja stanovanj narašča hitreje kot število prebivalcev, še vedno pa je število stanovanj v Sloveniji nižje (približno 408 stanovanj na tisoč prebivalcev) kot v EU15 (nekaj manj kot 500 stanovanj na tisoč prebivalcev) (Vujasin, 2009; European Mortgage Federation, 2009, str. 6; Agencija Republike Slovenije za okolje). Poleg tega velik odstotek gospodinjstev (leta 2007 približno 40 % gospodinjstev) živi v stanovanjih neprimerne velikosti (SID banka, 2007).

V Sloveniji so stanovanjska posojila po prelomnem letu 2008 kljub umirjanju rasti posojil gospodinjstvom pri bankah ohranila visoko stopnjo rasti, ki je decembra 2008 znašala 27,4 %. Dodatno se je pri stanovanjskih posojilih podaljševala ročnost posojil z izrazitim večanjem deleža novih posojil z ročnostjo nad 20 let, in sicer nad 40 % v letu 2008, prav tako se je povečal delež novih stanovanjskih posojil, sklenjenih s fiksno obrestno mero. Po drugi strani pa se je povprečno razmerje med višino odobrenega stanovanjskega posojila in vrednostjo zastavljene nepremičnine (LTV) za nova stanovanjska posojila zmanjšalo, saj je v letu 2008 znašalo 52,0 %, leto prej pa 60,5 %. Pričakujemo lahko, da se dinamika najemanja posojil za nakup nepremičnine še vsaj nekaj časa ne bo izraziteje povečala zaradi neugodnih posojilnih pogojev, valutnega tveganja ob najemu posojila v tuji valuti in zaradi visoke lastne participacije v vrednosti nakupa nepremičnine. K pasivnosti gospodinjstev pripomore tudi negotovost o nadaljnjem poteku finančne krize (Banka Slovenije, 2009, str. 9–11, 23–24).

Hipotekarna posojila, odobrena gospodinjstvom, imajo v povprečju ugodnejše razmerje med donosnostjo in varnostjo kot druge bančne naložbe. Obrestne mere za posojila gospodinjstvom se od oktobra 2008 znižujejo. Pri stanovanjskih posojilih se je variabilna obrestna mera oziroma do enega leta fiksna do novembra 2009 znižala za 3,87 odstotne točke. Pri tem je treba opozoriti, da so se nominalne obrestne mere znižale manj, kot bi pričakovali glede na padec medbančne obrestne mere v tem obdobju, ker so banke povečevale pribitke nad referenčno obrestno mero, ki predstavljajo fiksni del cene posojila in bodo ostali na višji ravni tudi v prihodnje, ko se bodo referenčne obrestne mere zvišale (Banka Slovenije 2009, str. 10). Kljub temu padcu obrestne mere hipotekarnih kreditov imamo v Sloveniji še vedno za več kot 0,5 odstotne točke višjo obrestno mero kot v evroobmočju. Zavedati pa se moramo, da ti dve dejstvi ne stimulirata bank k izvzetju oziroma ločitvi hipotekarnih posojil iz bančnih bilanc (Banka Slovenije, 2009b).

Konec leta 2008 slovenske poslovne banke, po prepričanju guvernerja Banke Slovenije dr. Kranjca (Gospodarska zbornica Slovenije, 2008), niso bile v tako slabem stanju, kot je bil to primer v nekaterih drugih državah. Delež njihovih slabih terjatev je ocenil kot zanemarljiv. Glavni problem pa je videl v zagotavljanju ustrezne likvidnosti bank iz tujih virov, od koder slovenske poslovne banke potrebujejo 35 % virov sredstev. Zato se po njegovem mnenju slovenske banke »ne kopljejo v denarju«. Ukrepi, ki so jih uvedle nekatere države za zaščito svojih poslovnih bank, doslej v Sloveniji niso bili potrebni. Banka Slovenije je sicer vse razpoložljive možnosti izkoristila.

Z vidika kapitalske ustreznosti bodo v bankah opazni pomembni premiki v izračunani kapitalski ustreznosti po uveljavitvi Basla II. Na področju hipotekarnega kreditiranja je Basel II prinesel celo nekatere kapitalske olajšave. Banke so kot najbolj tvegane terjatve navedle terjatve do podjetnikov (tudi SME – *Small and medium enterprises*) in ne do hipotekarnih dolžnikov. Glede na to, da je kapitalska ustreznost majhnih bank nižja od povprečja EU – ki

se bo z uvedbo Basla II še poslabšala – bi bile (majhne) banke verjetno bolj zainteresirane za sekuritizacijo terjatev do SME (SID banka, 2007).

Ameriška hipotekarna kriza je hipotekarnim obveznicam prav gotovo prinesla negativen prizvok, saj so se v letu 2008 in prvem delu leta 2009 »posušili« vsi trgi, ki so kakorkoli dišali po hipotekah in tveganem kritnem premoženju na splošno.

Sklepam lahko, da hipotekarna obveznica predstavlja neko dobro alternativo tako bankam kot vlagateljem. Bankam bi izdaja hipotekarne obveznic prinesla nov vir sredstev, vlagateljem pa priložnost varnega in dolgoročnega vlaganja. Vendar sta v Sloveniji največja problema že prej omenjena mali obseg hipotekarnih posojil in nerazvitost sekundarnega hipotekarnega trga. Vprašanje je tudi, kolikšna je medbančna združljivost s hipotekami zavarovanih kreditov in ali so jih banke pripravljene odprodajati konkurenci. Če bo vsaka izdajala obveznice na svojem malem fevdu, namreč ne bo velikih koristi (Križnik, 2007). Vedeti namreč moramo, da je v Sloveniji samostojne izdaje hipotekarnih obveznic zmožnih malo bank, saj je izdaja malega obsega (z večanjem obsega se zmanjšuje tveganje) lahko stroškovno in likvidnostno problematična. Prav izdaja večjega obsega in večja likvidnost pa lahko nižata ceno in daljšata ročnost hipotekarnim kreditom (Križnik, 2007). Neko največjo zainteresiranost za izdajo so pokazale NLB, UniCredit Bank in SID banka, zavedati pa se moramo, da je v Sloveniji prostora samo za eno do dve banki, ki bi izdajali hipotekarne obveznice.

Kljub negotovi prihodnosti pa se bo stanje spremenilo in predvidevamo lahko, da se bo število odobrenih kreditov bank postopoma povečevalo, še posebej hipotekarnih, saj konec koncev predstavljajo varnejši kredit za banke. Poleg tega je zanimivo, da se v letu 2008 vloge gospodinjestev pri bankah kljub aktivnejši politiki obrestnih mer niso povečale v primerjavi z letom 2007. Delež vpoglednih vlog se je celo znižal za 5 odstotnih točk, na 38,3 %, kar je posledica ugodnejših nominalnih in še posebej realnih obrestnih mer na vezane vloge in odločitev gospodinjestev, da del svojih sredstev plemenitijo pri bankah v obdobju, ko ne nameravajo prevzemati večjih tveganj z naložbami na borzi. V strukturi vezanih vlog se je povečal delež vlog daljših ročnosti. Vezane vloge nad enim letom so se v letu 2008 povečale za več kot 50 %, njihov delež v strukturi vseh vezanih vlog pa je narasel z 18,3 % ob koncu 2007 na 23,6 % ob koncu 2008 (Banka Slovenije 2009, str. 15). Vidimo, da so tudi gospodinjestva pripravljena vezati oziroma investirati denar dolgoročno, da so stanovanjska posojila kljub krizi ohranila visoko stopnjo rasti, da po obsegu stanovanjskih kreditov glede na velikost BDP močno zaostajamo za EU in da se obrestne mere približujejo evroobmočju. Poleg tega moramo vedeti, da je Slovenija v samem vrhu EU po odstotku stanovanj v zasebni lasti, po čemer sklepam, da neki interes in upanje za hipotekarne obveznice obstajata (Banka Slovenije 2009, str. 20).

Za najopaznejše anomalije na področju hipotekarnega kreditiranja lahko označimo zlasti naslednje:

- Odsotnost hipotekarnega kreditiranja s fiksno obrestno mero. Gospodinjestva so izpostavljena naraščanju obrestnih mer, kar je v sedanjem obdobju sicer dobro za gospodinjestva, saj je EURIBOR zgodovinsko nizko. Še do sredine leta 2008 pa je bila zgodba povsem drugačna, do takrat je EURIBOR vztrajno naraščal. Glede na to, da v takem primeru plače naraščajo počasneje kakor referenčna obrestna mera, gospodinjestva zmanjšano dostopnost stanovanj kompenzirajo z najemanjem še dolgoročnejših posojil. Pri izrazito dolgoročnih posojilih je reakcija višine anuitete ob vsaki spremembi obrestne mere precejšnja. To lahko ogrozi sposobnost odplačevanja hipotekarnih posojil ter v črnem scenariju privede do izvršbe in posledične prisilne prodaje nepremičnin, kar v končni fazi vodi v spiralo padanja vrednosti nepremičnin. Banke dolgoročnih virov s

fiksno obrestno mero skorajda nimajo. Problem je zlasti v odsotnosti ponudbe dolgoročnih virov; banke pa lahko kadarkoli sklenejo posel obrestne zamenjave (ang. *swap*) in tako omejijo obrestno tveganje na sprejemljivo raven (SID banka, 2007).

- Obrestna mera je še vedno višja (v povprečju za več kot 0,5 odstotne točke) za hipotekarne kredite v primerjavi z evroobmočjem.
- Zadolževanje v švicarskih frankih (v nadaljevanju: CHF). Zadolževanje v CHF je bilo v obdobju pred letom 2008 cenejše od zadolževanja v EUR. Gospodinjstva so se za izbor CHF odločala zaradi naraščajočih evrskih obrestnih mer in ne zaradi tega, ker so se resnično želela zadolžiti v tuji valuti. Z začetkom leta 2008 je CHF v primerjavi z evrom začel aprecirati in se po nekaj strmih padcih in vzponih ustalil na razmerju nekaj več kot 1,5 CHF za 1 EUR, kar je za 0,18 manj kot oktobra 2007 (ECB). Zato se je v letu 2008 trend naraščanja zadolževanja gospodinjstev v CHF ustavil. Kljub temu bo zadolženost v tej valuti zaradi daljših ročnosti stanovanjskih posojil še vrsto let predstavljala vir tečajnega in obrestnega tveganja za gospodinjstva. Konec leta 2008 so posojila v CHF v celotnem stanju dolga gospodinjstev iz naslova stanovanjskih posojil znašala 35 % (Banka Slovenije 2009, str. 12). Vendar se z zadolževanjem v CHF gospodinjstva ne izpostavljajo samo valutnemu tveganju, ampak tudi obrestnemu tveganju, saj so obrestne mere kreditov v CHF ravno tako variabilne, in tveganju slabše plačilne sposobnosti, ker so pribitki za hipotekarne kredite v CHF višji od pribitkov za hipotekarne kredite v EUR.

Omenim pa lahko tudi druge ovire, ki jih je treba upoštevati pred izdajo hipotekarnih obveznic in po njej.

Ovire na strani posojanja (More, 2002):

- administrativne ovire
- visoki transakcijski stroški
- manko standardov produkta in negotovost o pristopu konkurentov
- premajhno znanje stranke o produktu

Ovire na strani financiranja (More, 2002):

- hipotekarne morajo doseči status varne naložbe
- kredibilnost hipotekarnega sektorja
- manko standardov za financiranje preko hipotekarnih obveznic
- obdržati status stalnega izdajatelja
- investicijske priložnosti za pokojninski sklad in zavarovalnice

Dodatno bi morala banka po izdaji še posebej paziti na zaščito investitorjev in likvidnost ter zagotoviti bi bilo treba tudi neki stalni tok takšnih obveznic, saj bi le tako novi instrument predstavljal nizko tveganje za investitorje. Prav tako pa bi morala paziti na stroške posredništva, tu mislim predvsem na obvladovanje tveganja in ekonomijo obsega (More, 2002).

7.2 Pogoji, potrebni za izdajo

Za začetek je treba določiti kritične točke, kot so na primer:

- oblikovanje produkta
- določitev obveznosti poročanja
- priprava vseh dokumentov (pogodb, politik, pravilnikov, navodil, sklepov ipd.), ki so potrebni za vpeljavo takega produkta
- vzpostavitev informacijske podpore poslovanju s tem produktom
- vzpostavitev ustreznega upravljanja s tveganji
- vzpostavitev ustreznega sistema notranjih kontrol
- trženje produkta

Nato je treba določiti cilje, obseg in odstopanje od le-tega, možne omejitve, tako kadrovske kot stroškovne, predpostavke, oceno stroškov, tveganja, s katerimi se lahko sooči banka.

Pri tveganju predstavimo vrste tveganja, vrednost in stopnjo tveganja, posledice dogodka na potek in predlagane ukrepe za omejitev tveganja.

7.2.1 Organizacijska struktura

Določiti je treba projektni svet, ki ponavadi skrbi za presojo kakovosti, znano mora biti, kdo je vodja takega sveta, potrebna sta projektna skupina in prav tako njen vodja.

7.2.2 Terminski plan

Vzpostaviti je treba terminski plan aktivnosti, ki so potrebne za izdajo oziroma vodijo do prvega posla. Terminsko je treba umestiti že prej omenjene aktivnosti, kot so oblikovanje produkta, definiranje obveznosti poročanja, priprava vseh potrebnih dokumentov, vzpostavitev informacijske podpore, ustreznega upravljanja s tveganji, ustreznega sistema notranjih kontrol, trženje ...

7.2.3 Plan kakovosti

Kot je bilo že omenjeno, bo za zagotavljanje kakovosti skrbel projektni svet. Skrbel bo predvsem za presojo kakovosti na drugem nivoju oziroma kakovosti izdelka. Po potrebi se tu lahko izbere zunanji neodvisni presojevalec. Glavna naloga vodje projekta je, da presojevalcem zagotovi vso možno in potrebno podporo. Za kakovost izdelkov na prvem nivoju oziroma interno presojo kakovosti izdelkov poskrbijo člani projektne skupine, saj imajo največ opravka z dokumenti, ki morajo biti usklajeni z opisi izdelkov. Pri zagotavljanju

kakovosti morajo biti upoštevani standardi oziroma pravilniki, ki jih na tem področju uveljavlja družba, ki se je odločila za izdajo.

Vodja projekta v sodelovanju s projektnim svetom skrbi tudi za vse dejavnosti v zvezi s presojo postopkov vodenja. Tako morajo postopki vodenja in zagotavljanja kakovosti potekati v skladu s pravilnikom, medtem ko postopki izdelave posameznih izdelkov potekajo v skladu z internimi standardi družbe ob pomoči dogovorjenih računalniških aplikacij za podporo delu projektne skupine.

Prav tako se bo presoja kakovosti izdelkov opravljala v skladu s pravilnikom dotične družbe. Presoje kakovosti so planirane po:

- oblikovanju produkta
- pripravi vseh potrebnih dokumentov

Seveda je možnost, da se pojavijo spremembe, ki jih lahko obravnavamo kot problem. Problemi so lahko:

- zahteva po spremembi opisa izdelka
- predlog za izboljšavo enega ali več izdelkov pri projektu
- ugotovljena napaka na izdelku v smislu neizpolnjevanja specifikacij ali
- kakršnokoli vprašanje v zvezi s projektom

Problem pri projektu je treba ustrezno obravnavati in razrešiti ter mu določiti začetno prioriteto.

Na probleme, ki predstavljajo vprašanja ali so posledica napačnega razumevanja, je treba takoj odgovoriti in jih na ta način razrešiti. Vsi ostali problemi se predajo v postopek analize vpliva, ki odgovori na vprašanja:

- kaj bo treba spremeniti
- kakšen bo potreben napor za spremembe
- kakšen bo vpliv sprememb na študijo upravičenosti in
- kakšen bo vpliv sprememb na tveganja

Na podlagi analize vpliva se ponovno določi prioriteta problema.

Probleme, ki se nanašajo na odstopanje od opisa izdelka, mora vodja projekta poskušati odpraviti znotraj tolerančnih območij faze in projekta. Kadar to ni mogoče, mora ravnati v skladu z določenim postopkom, ki velja v primeru izjem.

V primeru problemov, ki se nanašajo na nove zahteve, ki niso bile vsebovane v opisu izdelka, je potrebna privolitev projektnega sveta za njihovo izvedbo. Če projektni svet privoli v izvedbo zahtevane spremembe, potem vodja projekta prejme nalogo za njeno izvedbo. Zaradi

dodatnih aktivnosti, ki povzročijo preseganje tolerance projekta ali vsaj faze, je treba pripraviti rezervni plan.

7.2.4 Nadzor projekta

Vodja projekta poroča o napredku projektne svetovi na rednih sestankih. Če dejanski napredek ni v okviru časovnih in stroškovnih toleranc, je treba izdelati rezervni plan in ga predstaviti projektne svetovi za potrditev. Poleg tega je treba vzpostaviti še dodatne nadzorne točke, kot so razni sestanki, presoja kakovosti itd.

7.2.5 Postopek pri odstopanju od planov

V postopku pri odstopanju od planov je opisano, kako ravnajo nosilci vlog pri projektu, ko se v napovedih za posamezno fazo ali celoten projekt pokaže, da bo tolerančna meja (časovna ali stroškovna) presežena.

Odstopanje od planov mora ugotoviti vodja projekta v okviru spremljanja napredka pri projektu. Ker v trenutku, ko je presežena tolerančna meja, vodja projekta nima več pristojnosti za nadaljevanje faze, mora o nastali situaciji takoj poročati projektne svetovi (uporabi poročilo o napredku). Projektne svetovi mora prejeti poročilo o napredku preučiti in vodji projekta naložiti pripravo rezervnega plana. Pripravljen rezervni plan vodja projekta predloži v potrditev projektne svetovi na formalnem ali korespondenčnem »vmesnem« sestanku faze.

Če bi banka izdala hipotekarne obveznice, bi seveda morala paziti na že prej omenjene ovire in potencialne probleme, poleg tega pa bi morala še posebej paziti na zaščito investitorjev, likvidnost. Zagotoviti pa bi bilo treba stalen tok takšnih obveznic, saj bi le tako novi instrument predstavljal nizko tveganje za investitorje. Prav tako pa bi morala paziti na stroške posredništva, tu mislim predvsem na obvladovanje tveganja in ekonomijo obsega.

8 SKLEP

Hipotekarna obveznica ima tradicijo, daljšo od dvesto let, in kljub vzponom in padcem še danes posojilodajalcem predstavlja stroškovno učinkovit in zanesljiv instrument za povečanje dolgoročnega financiranja za hipotekarna posojila in vlagateljem vrednostne papirje vrhunskih kakovosti. Poudariti je treba, da so se hipotekarne obveznice, prav zaradi svoje varnosti, izkazale za dober instrument.

Zaradi svoje varnosti oziroma zaščite so hipotekarne obveznice zanimive za različne tipe vlagateljev, še posebej institucionalne. Na drugi strani pa so izdajatelju zanimive zaradi že omenjenega dolgoročnega in pa tudi cenejšega financiranja. Tako lahko banke prek hipotekarnih obveznic zadovoljijo na eni strani potrebo gospodinjstev po dolgoročnem financiranju nepremičnin in na drugi strani vlagatelje, ki želijo varno in dolgoročno naložiti svoj kapital.

Pomembnost krite obveznice v EU se odraža v dveh finančnih regulativah, UCITS direktivah in CRD, ki do neke mere omogočata harmonizacijo posameznih nacionalnih zakonodaj ter določata, katera so primerna sredstva za kritno premoženje in glavne značilnosti kritih

obveznic. Ne nazadnje pa se pomembnost kaže tudi v nedavni odločitvi ECB o nakupu kritih obveznic, ki s tem želi povečati količino denarja v obtoku in sprostiti krč na finančnih trgih in posledično obuditi trg kritih obveznic.

Kljub dolgoletni tradiciji in pomembnosti hipotekarne obveznice v Evropi smo v Sloveniji dobili zakon, ki ureja hipotekarne obveznice, šele leta 2006 in lani še zakon o spremembah in dopolnitvah le-tega. ZHKO se zgleduje po nemški in danski zakonodaji, kjer ima hipotekarna obveznica najdaljšo tradicijo v Evropi, ureja in oblikuje vse bistvene značilnosti takšnega sistema in je po mojem mnenju soliden zakon, ki omogoča varno oziroma zaščiteno hipotekarno obveznico.

Kljub temu pa v Sloveniji še ni bila izdana nobena »prava« hipotekarna obveznica. V primerjavi z EU imajo v banke v Sloveniji še vedno na voljo samo depozitno refinanciranje hipotekarnih posojil, močno zaostajamo po obsegu stanovanjskih kreditov glede na velikost BDP, njihova povprečna vrednost posojil je nizka, saj je razmerje LTV nizko in se zadnje čase zaradi kriznega stanja še znižuje, povprečno imamo manj stanovanj na prebivalca in še vedno imamo višjo obrestno mero za stanovanjska posojila. Po drugi strani pa vodimo v obsegu stanovanj v zasebni lasti. Opazimo lahko tudi, da so stanovanjska posojila kljub splošnemu zmanjševanju posojil ohranila visoko stopnjo rasti, prav tako se je podaljševala ročnost in večalo povpraševanje po fiksni obrestni meri.

Kdaj bo primeren čas za izdajo hipotekarne obveznice, se bodo odločili bančniki, bankirji, analitiki in drugi pristojni. Poznavalci ne vidijo posebnih težav pri njihovem potencialnem plasmaju. Hipotekarne obveznice bodo na trgu konkurenčne, obrestna mera bo nekoliko višja od državnih in nižja od obrestnih mer za običajne obveznice. Zakonodaja spodbuja banke, zavarovalnice in investicijske sklade, da kupujejo hipotekarne obveznice, če bo obrestna mera nekoliko višja kot v tujini, pa je pričakovati tudi interes tujih investitorjev (Križnik, 2007). Poleg tega se je od začetne ideje o hipotekarni obveznici pa do danes bistveno popravila spremljajoča pravna in dejanska infrastruktura, zlasti kar zadeva urejenosti zemljiške knjige, postopkov izvršb, sprejet je bil Stvarnopравни zakonik ipd., kar je pomirilo tiste, ki so v projekt hipotekarnega bančništva dvomili prav iz teh razlogov (Katušič, 2006). ZHKO-A je črtal odstavke, ki je določal, da lahko delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na nepremičninah zunaj Republike Slovenije, predstavlja največ 50 % kritnega premoženja in s tem je bila odstranjena še ena od ovir. Poleg tega ZHKO-A omogoča uporabo posplošene tržne vrednosti nepremičnin, ki je glede na zahtevne in drage postopke vrednotenja nepremičnin in pomanjkanje ustreznih cenilcev dobrodošla novost.

Goran Katušič je leta 2007 za Delo povedal, da so nekatere banke že leta 2006 pokazale resno zanimanje za hipotekarno bančništvo. Vendar za dovoljenje uradno ni zaprosila nobena, čeprav so nekatere že pripravljale poslovne modele, ki bi bili priloženi vlogam za dovoljenje. Krivdo za to, da vloge niso bile nared, gre po Katušičevem mnenju pripisati nekaterim drugim projektom, ki so bankirje povsem okupirali, predvsem pripravam na uvedbo evra in uvajanju standardov upravljanja tveganj Basel II. Tako so priprave na hipotekarne posle ostale v ozadju (Križnik, 2007).

Nezanemarljiva razloga sta tudi pozno izdana potrebna zakonodaja in strokovno-tehnični izziv, ki ga bankam predstavlja izpolnjevanje pogojev za izdajo hipotekarnih obveznic (Bajuk, 2007).

Naslednji pomemben razlog je ekonomija obsega. Banke morajo namreč stroške izdaje hipotekarnih obveznic upravičiti. Omenil bi predvsem visoke zagonske in druge stroške, na primer vzpostavitev IT sistema za podporo izdajanju obveznic in sistema za upravljanje s

tveganji (Bajuk, 2007). Takšen projekt bi za banke pomenil veliko angažiranost, nov strokovni kader, skrbnika kritnega registra itd.

Zgoraj navedenim razlogom dodamo še odpravljanje posledic finančne krize in lahko rečemo, da imamo dovolj razumljivih razlogov, zakaj hipotekarnih obveznic v Sloveniji še ni.

Kljub temu je hipotekarna obveznica prav gotovo zanimiv instrument, ki bi nam skupaj s »pravimi« hipotekarnimi posojili lahko pomagal pri reševanju stanovanjske problematike, razvoju trga nepremičnin, večji likvidnosti bank in razvoju kapitalskega trga.

LITERATURA IN VIRI

1. *Agregirana bilanca stanja monetarnih finančnih institucij evroobmočja brez Evrosistema (Banka Slovenije)*. Najdeno 9. januarja 2010 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/diseminacija/outstanding_amounts_sl.asp
2. *Basel II and the Capital Requirements Directives (EurActiv)* (2007). Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.euractiv.com/en/financial-services/basel-ii-capital-requirements-directives/article-141423>
3. Bajuk, A. (2007). *Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici*. Ljubljana.
4. Banka Slovenije. (2009). *Poročilo o finančni stabilnosti*. B.k.: Banka Slovenije.
5. *Bond Basics (Pimco)*. (2006). Najdeno 12. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://europe.pimco.com/LeftNav/Bond+Basics/2006/Covered+Bond+Basics.htm>
6. *Capital Requirements Directive/Basel II (Financial Services Authority)*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/basel/index.shtml>
7. Držanič, J. (2004). Kakšne spremembe naj bi prinesle hipotekarne obveznice. *Bančni vestnik*, 4, str. 28–31.
8. *Euro exchange rates - Swiss franc (CHF) (ECB)*. Najdeno 9. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-chf.en.html>
9. European Central Bank. (2008). *Covered Bonds in the EU Financial System*. B.k.: European Central Bank.
10. European Mortgage Federation. (2001). *Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe*. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
11. European Mortgage Federation. (2009). *EMF Hypostat 2008 A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*. B.k.: European Mortgage Federation.
12. Evropska komisija. (2004). *Združevanje trgov EU za hipotekarne kredite*. B.k.: European Communities.
13. Ferluga, I. (2009). *Pri teh kreditih nekaj smrdi*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu http://web.vecer.com/portali/vecer/v1/stolpec650/clanek/clanek_natisni/?kaj=3&id=0090117005397680
14. Glogovšek, J. (1999). O finančnih trgih in ekonomski vlogi hipotekarnih bank ter hipotekarnih obveznic. *Bančni vestnik*, 3, 12–15.
15. Jaš, J. (2002). *Hipoteka in hipotekarne banke* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Juhart, M. (2002). *Stvarnopravni zakonik*. Ljubljana: GV Založba.

17. Lassen, T. (2002). *Mortgage Banking in Germany and Europe - Specialisation principle*. Bled: Workshop on Housing Finance and Mortgage Banking in Slovenia.
18. Kälberer, W., Burmeister R. & Bertalot L. (2009). *ECBC European Covered Bond Fact Book*. (4th ed.) B.k.: ECBC Publication.
19. Katušin, G. (2006). *Hipotekarno bančništvo pri nas – sedanje stanje in možnosti*.
20. Koračin M. (2005). *Hipotekarni vrednosti papirji* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Kovačević, S. (2000). *Hipoteka in hipotekarno posojilo* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Križnik, B. (1993). S hipoteko zavarovano posojilo. *Gospodarski vestnik*, 45, str. 14.
23. Križnik, B. (2007). *Hipotekarni krediti – kdaj in kako?* Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.ibn.si/articles/detail/1297>
24. Kunšek, M. (2009). *S spremembami ZHKO do večjih pooblastil ATVP*. Najdeno 3. decembra 2009 na spletnem naslovu http://ius-info.ius-software.si/Novice/prikaz_Komentar.asp?id=45822&Skatla=2
25. Marki, R. (2008). *Hipotekarne obveznice* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
26. Mejač Krassnig, A. (1999). Hranilništvo in slovenska reforma financiranja nepremičnin. *Bančni vestnik*, 6, 7–11.
27. More, M. (2001). *Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji*. Portorož: 7. strokovno posvetovanje o bančništvu.
28. More, M. (2002). *Stanovanjsko financiranje in hipotekarno bančništvo v Sloveniji*. Bled: Ministrstvo za finance Republike Slovenije.
29. *Obrestne mere MFI v evroobmočju in v posameznih državah (Banka Slovenije)*. Najdeno 9. januarja 2010 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/diseminacija/interest_rates_sl.asp?par=INTEREST_RATES_POSTAVKA_SL_A2C_F_A_2250_N
30. *Obveznice (Finančni slovar)*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.financislovar.com/definicije/obveznice.html>
31. Packer, F., Stever, R. & Upper, C. (2007). The covered bond market. V *International banking and financial market developments*. (str. 43–55) B.k.: Bank for International Settlements.
32. Paulson, H. M., Jr. (2008). *Best Practices for Residential Covered Bonds*. B.k.: United States Department of the Treasury.
33. Poročevalec Državnega zbora RS, letnik XXXI, št. 105. *Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici*.

34. *Preglednica PG3-1: Gibanje števila stanovanj (Agencija republike Slovenije za okolje)*. Najdeno 12. novembra 2009 na spletnem naslovu http://kazalci.arso.gov.si/xml_table?&data=graph_table&ind_id=215&graph_id=2500
35. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Ribnikar, I. (1991). Hipoteka, hipotekarno posojilo in vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami. *Bančni vestnik*, 10, 386-387.
37. Sklep o izračunu neto sedanje vrednosti kritnega premoženja. (2006) *Uradni list RS* št. 78/2006.
38. Sklep o vključevanju izvedenih finančnih instrumentov v kritno premoženje. (2006). *Uradni list RS* št. 78/2006.
39. Strehovec, B. (2004). *Hipoteka ali zastavna pravica na nepremičnini*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.ozs.si/obrtnik/prispevek.asp?IDpm=846&ID=1893>
40. Strnad, I. (1995). Hipotekarni posli. *Podjetje in delo*, 5, 588–590.
41. *UO GZS: Slovenija je v krizi – rešitve je mogoče najti le v partnerstvu (Gospodarska zbornica Slovenije)*. (2008). Najdeno 12. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.gzs.si/slo//41853>
42. *Vrste obveznic (Dolceta)*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.dolceta.eu/slovenija/Mod2/spip.php?article405>
43. Verbole, T. (2007). *Obveznice v praksi*. Najdeno 8. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/185924>
44. Vujasin, R. (6. julij 2009, prva objava). *Gradnja stanovanj in stanovanjski sklad, Slovenija, 2008*. Najdeno 12. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=2469
45. Weiss, M. (2005). Domače hipotekarne obveznice na štartu. *Finance*, 46, 14.
46. Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici. (2006). *Uradni list RS* št. 17/2006.
47. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici. (2009). *Uradni list RS* št. 58/2009.

SEZNAM POGOSTO UPORABLJENIH KRATIC

ZHKO	Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici
ZHKO-A	Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici
ECB	European Central Bank (slov. Evropska centralna banka)
UCITS	Undertakings for collective investment in transferable securities (slo. Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje)
CRD	Capital Requirements Directive (slov. Direktiva o kapitalski ustreznosti)
razmerje LTV	Loan-to-value ratio (slov. razmerje med vrednostjo posojila in vrednostjo nepremičnine)
ZBan-1	Zakon o bančništvu
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
BDP	Bruto domači proizvod
CHF	Swiss franc (slov. švicarski frank)
NSVS	Nacionalna stanovanjska varčevalna shema

SLOVAR TUJK

<i>Jumbo Pfandbrief</i>	jumbo hipotekarna obveznica oziroma »velika« hipotekarna obveznica, ki predstavlja hipotekarne obveznice iz izdaj z obsegom v višini najmanj 1 milijarde EUR
<i>pari passu</i>	latinski izraz, ki dobesedno pomeni »enak položaj«. V našem primeru pomeni načelo enake obravnave upnikov
<i>par</i>	latinski izraz, ki dobesedno pomeni »enak« oziroma »enakovreden«
<i>overcollateralization</i>	presežena vrednost oziroma presežno zavarovanje. V našem primeru pomeni določen pribitek obsega kritnega premoženja nad obsegom izdanih hipotekarnih obveznic
<i>hedging</i>	metoda zmanjševanja tveganja izgube, ki ga povzroča nihanje cen
<i>stress tests</i>	oblika testiranja, ki se uporablja za določitev stabilnosti danega sistema ali subjekta
<i>negative pledge</i>	prepoved nadaljnje obremenitve dolžnikovega (kreditojemalec) premoženja oziroma prepoved nadaljnjega zadolževanja kreditojemalca