

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**DEJAN GOLJUF**



**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**POMEN STABILIZACIJE TRGA KRITIH OBVEZNIC  
ZA EVROSISTEM**

**Ljubljana, september 2009**

**DEJAN GOLJUF**

## **IZJAVA**

Študent Dejan Goljuf izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleša Skoka Berka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_ Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO VSEBINE

UVOD.....	1
<b>1 ZGODOVINA KRITIH OBVEZNIC.....</b>	<b>3</b>
<b>2 KONCEPT KRITIH OBVEZNIC .....</b>	<b>4</b>
2.1 PRIMERJAVA KRITIH OBVEZNIC Z NAVADNIMI NEPODREJENIMI OBVEZNICAMI IN LISTINJENIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI .....	5
2.2 PRAVNI OKVIR .....	7
2.2.1 <i>Direktiva UCITS</i> .....	8
2.2.2 <i>Direktiva CRD</i> .....	9
2.3 KVALITETA KRITNEGA PREMOŽENJA.....	10
2.4 OHRANJANJE KAKOVOSTI KRITNEGA PREMOŽENJA .....	12
2.5 ZAŠČITA INTERESOV VLAGATELJEV V KRITE OBVEZNICE V PRIMERU STEČAJA IZDAJATELJA .....	13
2.6 ZAŠČITA DRUGIH UPNIKOV V PRIMERU STEČAJA IZDAJATELJA .....	14
2.7 METODOLOGIJE BONITETNIH AGENCIJ .....	14
2.7.1 <i>Standard &amp; Poor's (S&amp;P)</i> .....	15
2.7.2 <i>Moody's</i> .....	16
2.7.3 <i>Fitch</i> .....	16
<b>3 TRG KRITIH OBVEZNIC .....</b>	<b>17</b>
3.1 VLAGATELJI V KRITE OBVEZNICE.....	20
3.2 ZNAČILNOSTI TRGA KRITIH OBVEZNIC V POMEMBNEJŠIH DRŽAVAH.....	21
3.2.1 <i>Nemčija</i> .....	21
3.2.2 <i>Francija</i> .....	24
3.2.3 <i>Španija</i> .....	26
3.2.4 <i>Danska</i> .....	28
3.2.5 <i>Druge države</i> .....	29
3.3 DOGAJANJE NA TRGU KRITIH OBVEZNIC V ČASU FINANČNE KRIZE .....	29
3.3.1 <i>Sekundarni trg</i> .....	30
3.3.2 <i>Primarni trg</i> .....	34
<b>4 ODKUP KRITIH OBVEZNIC S STRANI EVROSISTEMA.....</b>	<b>35</b>
4.1 PRIČAKOVANJA GLEDE DOGAJANJA NA TRGU KRITIH OBVEZNIC V BLIŽNJI PRIHODNOSTI.....	38
<b>SKLEP .....</b>	<b>39</b>
<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>42</b>
<b>PRILOGA</b>	



## Uvod

Krite obveznice so za evropski prostor zelo pomemben dolžniški vrednostni papir z dolgoletno tradicijo v državah, kot so Nemčija, Danska, Francija in Španija. Zgodovina kritih obveznic seže v 18. stoletje, ko so z njihovo izdajo pričeli v Nemčiji, z namenom obnove dela Prusije, ki je bil zaradi vojne v razbitinah. Kljub razširjenosti in pomembnosti tega instrumenta v Evropi so krite obveznice v manjši meri prisotne v pomembnejših državah izven evropskega prostora. Razlogov za to je več, med pomembnejše pa spada dejstvo, da je za izdajo kritih obveznic ključnega pomena dobro razvita pravna in regulativna infrastruktura, urejena ter ažurna zemljiška knjiga in urejena zakonodaja na področju izvršbe. Prav zaradi tega se v državah, kot je npr. ZDA, za refinanciranje hipotekarnih kreditov ne uporabljajo krite obveznice temveč predvsem listinjeni vrednostni papirji. Ti so sicer v nekaterih značilnostih podobni kritim obveznicam, kljub temu pa med omenjenima instrumentoma ostaja mnogo razlik, zaradi katerih so krite obveznice manj tvegan instrument kot listinjeni vrednostni papirji. Na to kaže tudi dejstvo, da vlagatelji na krite obveznice gledajo podobno kot na nekatere državne obveznice. Smatrajo jih za visoko kakovosten instrument, ki ne nosi kreditnega tveganja. Slednje se je sicer s pričetkom krize spremenilo, a vendar ostajajo krite obveznice še vedno izjemno kakovosten dolžniški vrednostni papir, ki nudi vlagateljem višji donos kot nekatere državne obveznice (npr. Grčija, Irska), tveganje pri investiranju vanje pa je primerljivo z investiranjem v državne obveznice.

Zaradi zgoraj omenjenega se je trg kritih obveznic razširil tudi na druge evropske države, ki so z vzpostavitvijo primernih pravnih okvirjev postavile temelje za njihovo izdajo. To je tudi razlog povečevanja obsega trga kritih obveznic, ki je konec leta 2008 znašal okoli 2.000 milijard evrov. Kljub strogi zakonodaji in visoki varnosti kritih obveznic, se trg ni uspel izogniti ameriški hipotekarni krizi, katere obseg je moč še danes čutiti po celotni zemeljski obli in katera je bila povod za recesijo ne samo ameriškega, ampak tudi evropskega gospodarstva. Kriza na trgu kritih obveznic je opazna predvsem zaradi dejstev, da se je izdaja kritih obveznic na primarnem trgu od leta 2007 naprej močno znižala, da se je likvidnost na sekundarnem trgu močno poslabšala oz. je bila v določenem trenutku praktično nična in da so se močno povečali pribitki kritih obveznic nad državnimi obveznicami ter nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav (angl. *swap yield curve*). Stanje se sicer, zaradi intervencije Evropske centralne banke (ECB) izboljšuje, a vendar še ne moremo z gotovostjo trditi, da bo imela intervencija tudi dolgoročen vpliv na sekundarni in primarni trg kritih obveznic.

Namen diplomskega dela je predvsem podrobneje predstaviti delovanje evropskega trga kritih obveznic in pojasniti pomembnost tega trga za Evrosistem. Pomembnost trga kritih obveznic za evropski prostor se kaže predvsem v nedavni objavi Evropske centralne banke o odkupu 60 milijard evrov kritih obveznic, z namenom ponovne oživitve tega trga, ki je, prav tako kot drugi trgi dolžniških vrednostnih papirjev, v času krize dodobra obstal. Prav tako je namen diplomskega dela podrobno predstaviti krite obveznice predvsem kot instrument namenjen

refinanciranju hipotekarnih kreditov in kreditov javnemu sektorju in kot varnejšo alternativo listinjenim vrednostnim papirjem ter instrument, po katerem povprašujejo predvsem vlagatelji, ki želijo v svojem portfelju imeti dolžniški vrednostni papir z nizkim tveganjem, visoko bonitetno oceno in višjo obrestno mero, kot jo nudijo investicije v nekatere državne obveznice oz. agencije.

Diplomsko delo je sestavljeno iz štirih sklopov. V okviru teh je v celoti predstavljen koncept kritih obveznic, kot ga poznamo v Evropi.

V prvem delu so predstavljeni začetki kritih obveznic, prav tako pa so opisani pomembnejši mejniki v njihovi zgodovini.

Drugi del je namenjen opredelitvi koncepta krite obveznice ter razlagi značilnosti kritih obveznic, zaradi katerih jih vlagatelji dojemajo kot dolžniški vrednostni papir z visoko varnostjo, izdajatelji pa kot privlačen dolgoročni vir financiranja, s katerim si zagotovijo širšo bazo vlagateljev ter razpršitev virov financiranja. Prav tako je v tem delu opisana razlika med kritimi obveznicami in listinjenimi vrednostnimi papirji ter navadnimi nepodrejenimi obveznicami. Podrobneje so predstavljeni tudi kvaliteta sredstev, ki služijo za zavarovanje kritih obveznic, načini ohranjanja kakovosti kritnega premoženja in zaščita interesov vlagateljev in drugih upnikov v primeru stečaja izdajatelja. Kot že omenjeno je za dobro razvit trg kritih obveznic izjemnega pomena tudi pravni okvir, ki ureja trg kritih obveznic. Zaradi tega sta v drugem delu podrobneje predstavljeni tudi direktivi, ki na ravni Evropske unije (EU) urejata trg kritih obveznic in ki sta poskrbeli za določeno stopnjo njegove harmonizacije. Poleg je ob koncu tega sklopa predstavljen tudi vidik bonitetnih agencij, ki ocenjujejo kvaliteto kritnih premoženj, in s tem povezano tveganje pri investiranju v krite obveznice.

V tretjem delu je podrobneje predstavljen trg kritih obveznic. Na začetku tega sklopa so predstavljene splošne značilnosti tega trga, opisani pa so tudi razlogi za povečanje njegovega obsega v zadnjih letih. V nadaljevanju je predstavljen tudi vidik vlagateljev v krite obveznice, temu pa sledi podrobnejša predstavitev značilnosti trgov kritih obveznic v pomembnejših evropskih državah, kot so Nemčija, Francija, Španija in Danska. Prav tako je v tem sklopu podrobneje predstavljen tudi vpliv finančne krize na trg kritih obveznic. V okviru tega je predstavljen vpliv finančne krize tako na sekundarni kot tudi na primarni trg kritih obveznic. Prikazani so glavni pokazatelji krize na trgu kritih obveznic, ki se v okviru sekundarnega trga kažejo z zmanjšanjem likvidnosti in povečanju pribitkov, v okviru primarnega trga pa z nižanjem obsega novih izdaj kritih obveznic.

Ker je na sekundarni in primarni trg kritih obveznic, z objavo namere odkupa 60 milijard evrov le-teh, močno vplival Evrosistem, je v četrtem delu podrobneje predstavljen program odkupa kritih obveznic s strani omenjene institucije in vpliv tega tako na sekundarni kot tudi na primarni trg. Izdaja kritih obveznic se je namreč po objavi o odkupu močno povečala,



zožili so se pribitki, prav tako pa se je nekoliko izboljšala tudi likvidnost kritih obveznic. V sklopu tega dela so predstavljena tudi pričakovanja glede nadaljnjega dogajanja na trgu kritih obveznic, tako v luči finančne krize kot tudi v luči ukrepov s strani ECB.

## 1 Zgodovina kritih obveznic

Zgodovina kritih obveznic seže v leto 1769 (oz. 1770, ko je dejansko prišlo do prve izdaje t.i. zadolžnic), ko je Friderik II, znan tudi kot Friderik Veliki (nem. *Friedrich der Große*) postavil temelje za prvo izdajo zadolžnic imenovanih zastavno pismo (nem. *Pfandbriefe*). Namen izdaje slednjih je bil jasen – obnova območja Silesija (del nekdanje Prusije), ki v današnjem času predstavlja večji del Poljske. Tako se je prvič pojavila ideja o financiranju gradnje z izdajo vrednostnih papirjev. V ta namen so bile ustanovljene združbe veleposestnikov, ki so za svoje člane pridobivale zemljiško zavarovane kredite. Krediti so bili, namesto v gotovini, dani v naravi (kreditojemalec je namesto gotovine pridobil točno določeno zemljišče), za financiranje kreditov pa so združbe izdajale zastavna pisma. Imetnik zastavnega pisma je tako postal upnik natančno določenega in opisanega dela zemljišča, za terjatev iz zastavnega pisma pa je jamčila tudi združba. Zastavna pisma so tako imela dvojno funkcijo, in sicer funkcijo vrednostnega papirja in funkcijo hipotekarnega pisma. V prvi polovici 19. stoletja so združbe spremenile način podeljevanja kreditov in njihovega refinanciranja. Svojim članom so pričele odobravati kredite na osnovi zastave zemljišč, za refinanciranje kreditov pa so začele uporabljati posebno vrsto obveznic (nem. *Teilschuldverschreibungen*). Omenjene obveznice so nadomestile prejšnje, za njihovo izplačilo pa je jamčila združba sama. Pri teh obveznicah ni bilo ključnega elementa, na podlagi katerega so zastavna pisma dobila tudi ime – neposredna zastava (Strnad, 1995, str. 588-590; Josipović, 2006, str. 284).

Prva hipotekarna banka (Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank), ki je sicer delovala kot t.i. mešana hipotekarna banka (specializirana hipotekarna banka znotraj obstoječe komercialne banke, ki za svoje delovanje oz. izdajo hipotekarnih kritih obveznic potrebuje dovoljenje centralne banke), je bila ustanovljena leta 1835 v Münchenu. Prva prava (samostojna in specializirana) hipotekarna banka pa je bila ustanovljena leta 1852 v Franciji in se je imenovala Crédit Foncier de France. V Nemčiji je bila prva prava hipotekarna banka (Frankfurter Hypothekenbank) ustanovljena v Frankfurtu leta 1862, v času, ko se je zaradi močnega povečanja števila prebivalcev in povečane urbanizacije povečevalo tudi število privatnih hipotekarnih bank po Evropi (Josipović, 2006, str. 284).

Prvi pravni okvir, ki je na enoten način urejal hipotekarno (nemško) pravo in postavil pravne temelje za izdajo hipotekarnih obveznic, je bil postavljen leta 1899 v Nemčiji (nem. *Hypothekengesetz*). Pravni okvir je hipotekarnim bankam zagotavljal relativno trdnost v poslovanju, posledica česar je dejstvo, da v vsej zgodovini kritih obveznic še nismo zabeležili stečaja izdajatelja in s tem v povezavi izdanih kritih obveznic (Rasche, 2007, str. 4-6).

Leta 1902 je bilo ustanovljeno združenje nemških hipotekarnih bank, ki igra od vsega začetka pomembno vlogo na trgu kritih obveznic ne samo v Nemčiji, ampak tudi v svetu. Trenutno deluje v okviru tega združenja, ki se je preimenovalo v Združenje nemških bank izdajateljic kritih obveznic (angl. *Association of German Pfandbrief Issuers*), 35 bank. Leta 1927 so bili postavljeni pravni okvirji za izdajo kritih obveznic tudi s strani bank v lasti države (Rasche, 2007, str. 4-6).

Pomemben mejnik v zgodovini kritih obveznic predstavlja leto 1995, ko je prišlo do prve izdaje t.i. *jumbo*<sup>1</sup> kritih obveznic, katerih namen je bil približati trg kritih obveznic tujim vlagateljem in povečati likvidnost kritih obveznic na sekundarnem trgu preko velikosti posameznih izdaj (Avesani, Pascual, Ribakova, 2007, str. 5).

## 2 Koncept kritih obveznic

Krite obveznice je na različne načine interpretiralo že mnogo strokovnjakov, tako da ne obstaja neka splošno priznana poenotena definicija le-teh. Tako je tudi primerjava pridobljenih informacij težko izvedljiva, ker strukture analiz temeljijo na različnih podatkih, ki pa so odvisni prav od interpretacije definicije kritih obveznic. V praksi je poenotenju definicije še najbližje direktiva UCITS (angl. *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities*), ki v 4. točki 22. člena opredeljuje glavne značilnosti kritih obveznic<sup>2</sup> (Golin, 2006 str. 1 in 11).

Kljub različnim interpretacijam kritih obveznic lahko le-te opišemo kot bančne obveznice, zavarovane s kritnim premoženjem (angl. *cover pool*), iz katerega se poplačajo obveznosti do imetnikov teh obveznic v primeru insolventnosti banke izdajateljice. Imetnik krite obveznice ima v primeru insolventnosti izdajatelja prednostno pravico do sredstev v kritnem premoženju. V kolikor ta sredstva ne zadoščajo za poplačilo upnikov, pa imajo le-ti terjatev tudi do ostalih sredstev izdajatelja, in sicer po principu enake obravnave upnikov<sup>3</sup> (angl. *pari passu*) z ostalimi imetniki nezavarovanega dolga izdajatelja. Ostali upniki nimajo možnosti poplačila iz sredstev v kritnem premoženju, razen po dokončnem poplačilu vseh imetnikov kritih obveznic. Krita obveznica tako ponuja imetniku dvojno zaščito (angl. *dual recourse*), ki poleg običajnega jamstva izdajatelja (lastni kapital) vsebuje še dodatno jamstvo v točno določenem premoženju. Zato je tveganje pri investiranju v krite obveznice manjše, kot je tveganje pri investiranju v nekritne bančne in podjetniške obveznice. Čeprav se struktura kritih obveznic, izdanih v različnih državah razlikuje, mora vsaka vsebovati zahtevane, v tem odstavku omenjene značilnosti kritih obveznic (Avesani, Pascual, Ribakova, 2007, str. 4; Bujalance, Ferreira, b.l., str. 3-4).

---

<sup>1</sup> Gre za velike izdaje kritih obveznic v višini najmanj 1 milijarde evrov.

<sup>2</sup> Opredelitev direktive UCITS je na strani 7.

<sup>3</sup> Banka je zavezana, da bo novega upnika obravnavala tako, kot vse prejšnje in vse bodoče, in da noben upnik nima nobene prednostne pravice pri poplačilu.

Najbolj tipičen primer izdaje kritih obveznic je izdaja nemških kritih obveznic, kjer je ločitev sredstev dosežena z vodenjem sredstev za kritje v posebnem kritnem registru. Pravni okvir zagotavlja prednostno terjatev imetnikom krite obveznice v primeru stečaja izdajatelja. Neodvisni organ upravlja s kritnim premoženjem tako, da so v slednjega vključena samo primerna sredstva in da je vedno dovolj kritja za izdane krite obveznice. Sredstva za kritje ostanejo v bilanci izdajatelja in se izločijo samo v primeru njegovega stečaja. V tem primeru imetniki kritih obveznic dobijo polno nadomestilo od izdajatelja. Podoben način ločitve sredstev je uporabljen tudi v Španiji razen v primeru t.i. *Multi Cedulas* in na Danskem (Lassen, 2005, str. 8). Na Sliki 1 je prikazan klasičen proces izdaje kritih obveznic (predvsem hipotekarnih), ki poteka v dveh korakih. V obeh sodeluje banka, in sicer v prvem koraku na aktivni kot originator posojil in v drugem koraku na pasivi kot prejemnik posojil. V prvem koraku banka različnim strankam odobri dolgoročne kredite, plačilo glavnice in obresti pa zavaruje s hipoteko na nepremičnino dolžnika. V drugem koraku pa se banka preko izdaje kritih obveznic na podlagi kritnega premoženja, dolgoročno zadolži pri tretjih osebah. Krite obveznice odkupijo vlagatelji v zameno za plačilo dogovorjenih obresti do zapadlosti kritih obveznic in odplačila glavnice ob njihovi zapadlosti (Josipović, 2006, str. 287-289).

Slika 1: Tipičen primer izdaje kritih obveznic

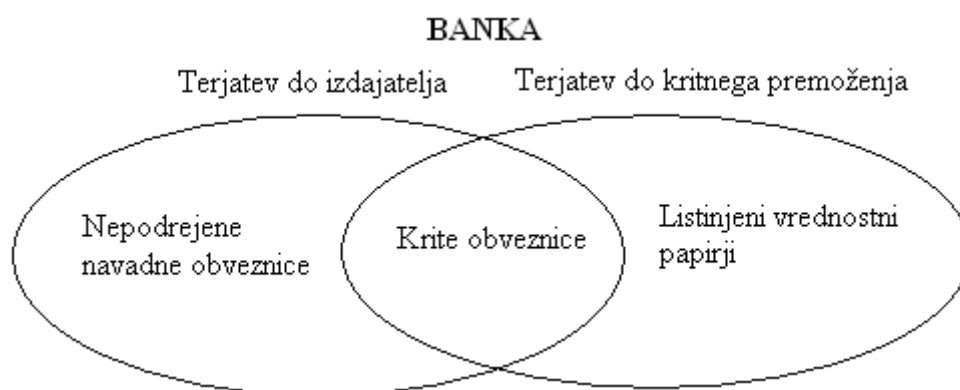


Vir: S. Nasarre-Aznar, *Securitisation and Mortgage bonds: Legal aspects and harmonisation in Europe*, Essex, 2004, str. 6.

## 2.1 Primerjava kritih obveznic z navadnimi nepodrejenimi obveznicami in listinjenimi vrednostnimi papirji

Temeljna razlika med kritimi obveznicami in nekaterimi drugimi dolžniškimi vrednostnimi papirji izdanimi v obliki obveznice (npr. listinjeni vrednostni papirji) je ta, da posebni zakon, ki ureja trg kritih obveznic določa, kdo lahko krite obveznice izdaja, kakšna mora biti kvaliteta sredstev, ki služijo za zavarovanje krite obveznice, in kakšne so pravice vlagateljev v primeru insolventnosti izdajatelja krite obveznice (Josipović, 2006, str. 286).

Slika 2: Dvojna zaščita kritih obveznic



Vir: ECB, *Covered bonds in the EU Financial System*, 2008, str. 6, slika 1.

Na Sliki 2 je prikazana povezava med kritimi obveznicami in navadnimi nepodrejenimi obveznicami oz. listinjenimi vrednostnimi papirji. Krite obveznice lahko, v primerjavi z navadnimi nepodrejenimi obveznicami (angl. *senior unsecured debt*) ali z listinjenimi vrednostnimi papirji (angl. *asset-backed securities*), kategoriziramo kot nepodrejene zavarovane obveznice (angl. *senior secured debt*).

Če jih primerjamo z navadnimi nepodrejenimi obveznicami ugotovimo, da predstavlja kritno premoženje dodatno varnost za vlagatelja, kar pomeni, da so krite obveznice ponavadi ocenjene višje (v okviru ocenjevanja vrednostnih papirjev s strani bonitetnih agencij) kot navadne nepodrejene obveznice (ECB, 2008, str. 7; Gruntar, 2009, str. 14).

Če krite obveznice primerjamo z listinjenimi vrednostnimi papirji pa ugotovimo, da obstaja več razlik, zaradi katerih so naložbe v krite obveznice varnejše kot naložbe v listinjenje vrednostne papirje. Najpomembnejša razlika med omenjenima instrumentoma je ta, da krite obveznice (in s tem kreditno tveganje) ostanejo v bilanci izdajatelja<sup>4</sup>, medtem ko so listinjeni vrednostni papirji izvenbilančni. Prav tako je motiv izdaje enega ali drugega vrednostnega papirja drugačen. Pri kritih obveznicah je glavni motiv izdaje refinanciranje, medtem ko je pri listinjenih vrednostnih papirjih motivov za izdajo več, med pomembnejše pa spadajo zmanjšanje kreditnega tveganja, regulativna arbitraža in tudi refinanciranje<sup>5</sup>. Izdajatelj krite obveznice je kot omenjeno v večini primerov tudi originator posojil, medtem ko listinjene vrednostne papirje v veliki meri izdajajo posebne, s tem namenom ustvarjene institucije (SPV – angl. *special purpose vehicle*). Vlagatelj v krite obveznice ima tako v primeru insolventnosti izdajatelja terjatev do slednjega, medtem ko vlagatelj v listinjene instrumente nima terjatve do

<sup>4</sup> V določenih državah je izdaja kritih obveznic omogočena tudi preko posebnih institucij, ki pa imajo status kreditne institucije. Takšne primere najdemo npr. v Franciji, Italiji in Veliki Britaniji. V tem primeru lahko govorimo o omejeni zaščiti imetnika kritih obveznic, saj ima le-ta v primeru stečaja izdajatelja prednostno pravico do sredstev slednjega (torej povezane družbe, ki imajo ponavadi na svoji bilanci le sredstva, namenjena za kritje kritih obveznic) in ne do sredstev dejanskega originatorja posojil.

<sup>5</sup> V primeru, ko je listinjen vrednostni papir izdan z namenom refinanciranja, postane meja med kritimi obveznicami in listinjenimi vrednostnimi papirji zamegljena (ECB, 2008, str. 8).

originatorja posojil, temveč do SPV-ja. Sredstva, s katerimi so krite obveznice zavarovane, ostanejo v bilanci stanja izdajatelja in so namenjene izključno poplačilu upnikov, medtem ko so sredstva, s katerimi so kriti listinjeni vrednostni papirji, prenesena na prej omenjene institucije. Izdaja kritih obveznic tako ne vpliva na kapitalske zahteve za izdajatelja, medtem ko se kapitalske zahteve za izdajatelja listinjenih vrednostnih papirjev, ki izdajo izvede preko SPV-ja, zmanjšajo. Krite obveznice so izdane v okviru stroge zakonodaje, pravni okvir za izdajo listinjenih vrednostnih papirjev, ki so se pojavili predvsem v ZDA, pa je veliko bolj ohlapen. Sredstva znotraj kritnega premoženja so v primeru kritih obveznic dinamična, medtem ko je kritno premoženje pri listinjenih vrednostnih papirjih statično (to pomeni, da se v primeru slabih kreditov kritno premoženje ne obnavlja). Transparentnost kritnega premoženja je sicer v obeh primerih omejena, vendar pa so tako v primeru listinjenih vrednostnih papirjev kot tudi kritih obveznic, osnovna sredstva redno spremljana s strani bonitetnih agencij in objavljena v poročilih za vlagatelje, katerih pogostost in vsebina sta odvisna od nacionalne zakonodaje in izdajatelja. V primeru listinjenih vrednostnih papirjev nosi tveganje predplačila kreditov vlagatelj, medtem ko pri kritih obveznicah tega tveganja ni, ker je kritno premoženje dinamično. Tranširanje, ki je značilno za listinjene vrednostne papirje pri kritih obveznicah ne obstaja, medtem ko so kuponi kritih obveznic po večini fiksni (angl. *fixed*), pri listinjenih vrednostnih papirjih pa spremenljivi (angl. *float*). Na tem mestu je potrebno poudariti, da so v nekaterih državah listinjeni vrednostni papirji dovoljen instrument za vključitev v kritno premoženje kritih obveznic (ECB, 2008, str. 8; Packer, Stever, Upper, 2007, str. 43-46, ECBC, 2008b, str. 61-67).

Krite obveznice so privlačne tako za izdajatelje kot tudi za vlagatelje. Izdajatelj si z njihovo izdajo zagotovi relativno cenejše dolgoročno financiranje (krite obveznice imajo v večini primerov višjo bonitetno oceno, kot je bonitetna ocena izdajatelja, zato je izdaja kritih obveznic za izdajatelja ugodnejša kot izdaja navadnih nepodrejenih obveznic), širšo bazo potencialnih vlagateljev tudi v druge oblike dolga in razpršitev virov financiranja. Vlagatelj v krite obveznice pa z nakupom le-teh pridobi dolžniški vrednostni papir z nizkim tveganjem (strog pravni okvir, dvojna zaščita, ipd.), visoko bonitetno oceno (ponavadi AAA) in višjo obrestno mero, kot bi jo dobil z investicijo v nekatere državne obveznice oz. agencije (ECB, 2008, str. 7-12).

## **2.2 Pravni okvir**

Z vidika pravne podlage obstajata dve vrsti kritih obveznic, in sicer z zakonodajo urejene krite obveznice ter strukturirane krite obveznice (angl. *structured covered bonds*).

Z zakonodajo urejene krite obveznice ureja pravni okvir, ki se sicer razlikuje po posameznih državah, kljub temu pa je za določeno stopnjo harmonizacije posameznih nacionalnih zakonodaj poskrbela evropska finančna regulativa, s prej omenjeno direktivo UCITS in direktivo CRD (angl. *Capital Requirements Directive*), ki opredeljujeta glavne značilnosti

kritih obveznic in določata pravila glede primernosti sredstev v kritnem premoženju kritih obveznic (ECB, 2008, str. 13-14).

Strukturirane krite obveznice pa so, namesto s posebnim zakonom, urejene s pogodbenimi sporazumi, ki lahko vsebujejo dodatne možnosti uporabe sredstev za kritno premoženje, ki niso (nujno) dovoljene v okviru nacionalne zakonodaje oz. regulative EU. Tako so investicije v krite obveznice, ki so urejene s posebno zakonodajo, s pravnega vidika manj tvegane kot investicije v strukturirane krite obveznice. Le-te so bile sprva izdane predvsem zaradi neobstoja pravnega okvirja, ki bi urejal trg kritih obveznic v določeni državi (npr. Velika Britanija), sedaj pa jih izdajatelji izdajajo tudi zaradi večje fleksibilnosti in lažjega izpolnjevanja zahtev vlagateljev (ECB, 2008, str. 9).

### **2.2.1 Direktiva UCITS**

Direktiva UCITS (85/611/EEC) v 4. točki 22. člena opredeljuje glavne značilnosti kritih obveznic, ki tem omogočajo privilegirano obravnavo na področju vključevanja v portfelje vzajemnih skladov. Razdelimo jih lahko v štiri sklope (ECBC, 2008a, str. 1-5):

- izdajatelj krite obveznice mora biti kreditna institucija, ki je pod posebnim javnim nadzorom, izdane obveznice pa morajo temeljiti na posebnem pravnem okviru. Izdajatelji kritih obveznic imajo neomejeno in brezpogojno obveznost do vlagatelja, prav tako pa so pod posebnim javnim nadzorom, ki določa standarde pri upravljanju z različnimi tveganji (kot npr. kreditno, likvidnostno, obrestno, itd.).
- v primeru stečaja izdajatelja imajo lastniki kritih obveznic prednostno pravico do sredstev v kritnem premoženju. V kolikor ta sredstva ne zadoščajo za poplačilo upnikov, pa imajo le-ti terjatev tudi do ostalih sredstev izdajatelja, in sicer po principu enake obravnave upnikov z ostalimi imetniki nezavarovanega dolga izdajatelja.
- kreditna institucija mora zagotavljati zadostno premoženje za kritje terjatev vlagateljev skozi celotno obdobje do zapadlosti obveznic. Vrednost sredstev v kritnem premoženju mora biti večja ali enaka vrednosti izdaj kritih obveznic. V večini evropskih držav je vrednost sredstev v kritnem premoženju nekoliko večja od vrednosti izdaj kritih obveznic, kar za vlagatelja predstavlja dodatno varnost. Izdajatelj mora poleg tega skrbeti, da v primeru predplačil kreditov oz. v primeru slabih kreditov, kritno premoženje še vedno zadostuje zakonsko določenim kriterijem. To lahko npr. stori z vključitvijo novih sredstev v kritno premoženje.
- kritno premoženje mora biti v skladu s posameznimi institucionalnimi pravnimi okvirji, prav tako pa mora biti izpolnjevanje obveznosti izdajatelja nadzirano s strani javne ali katere druge neodvisne institucije. To pomeni, da je nadzornik kritnega premoženja zadolžen za redno spremljavo njegove kvalitete, prav tako pa periodično izvede revizijo le-tega. V primeru stečaja izdajatelja je zadolžen za pravočasno in redno poplačilo vlagateljev.

Obveznice, ki ustrezajo tem pogojem, so sodeč po direktivi UCITS varnejše kot npr. navadne nepodrejene obveznice. Zato je v primeru z direktivo UCITS skladnih kritih obveznic, dovoljena izpostavljenost do posameznega izdajatelja do 25% premoženja vzajemnih skladov, v primeru ostalih naložb pa do 5% premoženja vzajemnih skladov (ECB, 2008, str. 13).

## 2.2.2 Direktiva CRD

Direktiva CRD (sestavljena iz direktiv 2006/48/EC in 2006/49/EC) določa pravila glede primernosti sredstev v kritnem premoženju kritih obveznic (LTV, geografska izpostavljenost, koncentracija ipd.), prav tako pa v skladu z Baselskimi standardi (Basel II) predpisuje metode za določanje kapitalske ustreznosti (angl. *capital requirements*). Direktiva CRD se sklicuje na definicijo glavnih značilnosti kritih obveznic iz 4. točke 22. člena direktive UCITS. Zaradi tega so krite obveznice, ki so skladne z direktivo CRD vedno skladne tudi z direktivo UCITS, medtem ko obratno ne velja. Prav tako je potrebno opozoriti, da nekatere izdaje kritih obveznic (npr. strukturirane krite obveznice) niso nujno skladne z zakonodajo EU (ECB, 2008, str. 14).

Direktiva CRD določa naslednja pravila glede primernosti sredstev v kritnem premoženju kritih obveznic (ECB, 2008, str. 13-14; Deutsche Bank, 2009a, str. 19):

- izpostavljenost do (oz. garancija od) vlad, centralnih bank, institucij javnega sektorja, regionalnih vlad in lokalnih avtoritet znotraj EU,
- izpostavljenost do (oz. garancija od) vlad in centralnih bank izven EU, multilateralnih institucij, mednarodnih organizacij, ki imajo 20% tehtano tveganost (angl. *risk weighting*) (minimalna bonitetna ocena AA-),
- izpostavljenost do (oz. garancija od) javnega sektorja izven EU z bonitetno oceno med A+ in A- je omejena na 20% nominalne vrednosti obstoječih kritih obveznic. Pri tem t.i. tehtana tveganost ne sme biti višja od 20% za centralni državni dolg oziroma 50% za ostali državni dolg,
- posojila zavarovana s stanovanjskimi hipotekami ali delnicami finskih nepremičninskih podjetij z maksimalnim LTV razmerjem<sup>6</sup> (angl. *loan-to-value ratio*) 80% in posojila zavarovana s komercialnimi hipotekami ali delnicami finskih nepremičninskih podjetij z maksimalnim LTV razmerjem 60%,
- dolžniški vrednostni papirji na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil (RMBS) zavarovani z vsaj 90% deležem stanovanjskih hipotekarnih posojil z maksimalnim LTV razmerjem 80%,
- dolžniški vrednostni papirji na osnovi komercialnih hipotekarnih posojil (CMBS) zavarovani z vsaj 90% deležem komercialnih hipotekarnih posojil z maksimalnim LTV razmerjem 60%,

---

<sup>6</sup> Npr. če je nekdo za hišo, ki je stala 100.000 EUR, vzel hipotekarno posojilo v višini 60.000 EUR, znaša LTV razmerje 60%.

- RMBS in CMBS morajo imeti vsaj "AA-" bonitetno oceno, pri tem pa maksimalni nominalni znesek sekuritiziranih sredstev ne sme preseči 20% vrednosti obstoječih kritih obveznic,
- posojila zavarovana z ladjami in letali z maksimalnim LTV razmerjem 60%,
- izpostavljenost do kreditnih institucij, ki imajo 20% tehtano tveganost (minimalna bonitetna ocena AA-). Pri tem skupna izpostavljenost ne sme preseči 15% nominalne vrednosti obstoječih kritih obveznic.

Tabela 1: Skladnost kritih obveznic z direktivama UCITS in CRD po izbranih državah

	Avstrija	Nemčija	Španija	Finska	Francija <sup>7</sup> (OF, CRH)	Irska	Italija	Velika Britanija
<b>UCITS</b>	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da	Da
<b>CRD</b>	Da <sup>i</sup>	Da	Da	Da <sup>ii</sup>	Da <sup>iii</sup>	Da	Da	Da

**Legenda:** i Če kritno premoženje ne vključuje drugih kritih obveznic.

ii Če delež ne-garantiranega bančnega dolga ne presega 15% vrednosti kritnega premoženja.

iii Skladne do konca leta 2010, ko direktiva CRD še dopušča neomejeno uporabo listinjenih vrednostnih papirjev z bonitetno oceno AAA v kritnem premoženju.

Vir: BNP Paribas, *The Covered Bond Guide*, 2008, str. 60-61; Gruntar, *Krite obveznice v času finančne krize*, 2009, str. 15.

V Tabeli 1 je prikazana skladnost kritih obveznic po posameznih evropskih državah z direktivama UCITS in CRD. Večina evropskih držav oz. institucij izdaja krite obveznice, ki so skladne z obema direktivama. Ti sta sicer poskrbeli za določeno stopnjo harmonizacije evropskih trgov kritih obveznic, vendar pa kljub temu še vedno obstajajo (in bodo obstajale tudi v prihodnje) pomembne razlike med pravnimi okvirji znotraj posameznih držav. Predvsem je opaziti razlike pri (1) postavitvi najvišjega dovoljenega LTV razmerja, (2) dovoljenih sredstvih v kritnem premoženju<sup>8</sup>, (3) načinu izdaje kritih obveznic<sup>9</sup> in nekaterih drugih pomembnih dejstvih.

### 2.3 Kvaliteta kritnega premoženja

Kvaliteta kritnega premoženja je v veliki meri odvisna od omejitev seznama primernih finančnih sredstev v kritnem premoženju do zapadlosti kritih obveznic. Kot že omenjeno, je kritno premoženje v večini primerov kritih obveznic sestavljeno iz hipotekarnih posojil in

<sup>7</sup> V Franciji poznamo tri vrste kritih obveznic, in sicer *Obligations foncières*, strukturirane krite obveznice ter krite obveznice izdane s strani institucije *Caisse de Refinancement de l'Habitat* (CRH). Strukturirane krite obveznice niso skladne z direktivama UCITS in CRD (Deutsche Bank, 2009a, str. 29).

<sup>8</sup> Npr. v Franciji, Irski in Veliki Britaniji so v kritnem premoženju dovoljeni dolžniški vrednostni papirji na osnovi hipotekarnih posojil, medtem ko so v Nemčiji prepovedani (Deutsche Bank, 2009a, str. 11).



posojil javnemu sektorju, medtem ko posojila, zavarovana s hipotekami na ladje in s hipotekami na letala, v kritnem premoženju niso tako pogosta. Krite obveznice zavarovane s hipotekami na ladje so izdane le v Nemčiji in na Danskem, medtem ko so krite obveznice, zavarovane s hipotekami na letala nov instrument, ki trenutno še ni v uporabi. Zaradi širjenja primerne nabora finančnega premoženja v preteklosti obstaja verjetnost, da se bo ta trend nadaljeval tudi v prihodnje (npr. krite obveznice zavarovane s posojili študentom), vendar pa bo v veliki večini primerov kritno premoženje izdanih kritih obveznic še vedno sestavljeno predvsem iz hipotekarnih posojil oz. posojil javnemu sektorju. Kakovost sredstev v kritnem premoženju seveda ni enaka. Vrednost nepremičnin, ladij in letal je npr. bolj odvisna od tržnih dogajanj in je zaradi bolj volatilna. Zato je tudi tveganje pri investicijah v komunalne krite obveznice v očeh vlagateljev nižje, kot je tveganje pri investicijah v preostale vrste kritih obveznic (ECB, 2008, str 15; Gruntar, 2009, str. 15-16).

Prav tako je za kvaliteto kritnega premoženja (v primeru hipotekarnih kritih obveznic, obveznic, zavarovanih s hipotekami na ladje in obveznic, zavarovanih s hipotekami na letala) pomembno tudi LTV razmerje. Namen določitve maksimalnega dovoljenega LTV razmerja je zaščititi imetnika krite obveznice predvsem pred zmanjšanjem vrednosti hipotek v kritnem premoženju. V Nemčiji je maksimalno dovoljeno LTV razmerje določeno v višini 60%, medtem ko se v drugih državah v določenih primerih dopušča maksimalne LTV tudi v višini 80% in več (npr. Francija). V večini primerov se LTV razmerje računa za vsako posojilo posebej in ne kot povprečje LTV razmerja vseh posojil. Slednje se uporablja predvsem pri strukturiranih kritih obveznicah. To pomeni, da v primeru, ko imajo določena posojila višje LTV razmerje kot je maksimalno dovoljeno, izdajatelj teh posojil ne more vključiti v kritno premoženje. V primeru, ko sredstva v kritnem premoženju več ne zadostujejo določenim kriterijem (npr. LTV razmerje), jih mora izdajatelj ali zamenjati z dobrimi posojili ali zmanjšati njihovo težo pri izračunu vrednosti kritnega premoženja (ECB, 2008, str. 15-16; Gruntar, 2009, str. 16).

Bonitetna agencija Fitch pravi, da je tehtano povprečje LTV razmerja vseh kritih obveznic enako 62,9%, kar je posledica predvsem omejitev, ki sledijo iz nacionalnih zakonodaj na tem področju in dejstva, da nemška zakonodaja, v okviru katere je izdan največji delež kritih obveznic, dovoljuje le 60% LTV razmerje (Fitch, 2009, str. 7)<sup>10</sup>.

Na kvaliteto kritnega premoženja vpliva tudi geografska razpršitev sredstev v kritnem premoženju. Evropske države v veliki meri omejujejo primeren seznam držav v skladu z direktivo CRD, kar pomeni, da je v kritno premoženje mogoče vključiti posojila iz države, kjer se izdajatelj nahaja, držav EU, držav EEA in OECD. Vendar pa se uporabljen pristop med državami še vedno razlikuje. To posledično pomeni, da lahko obveznica, ki je v neki državi priznana kot prava krita obveznica, v drugi državi ne dobi enakega statusa, ker ni v

---

<sup>9</sup> Npr. v Franciji preko posebnih kreditnih institucij imenovanih SCF (Société de Crédit Foncier), na katere materinsko podjetje prenese hipotekarna posojila, ta pa na podlagi le-teh izdaja krite obveznice.

<sup>10</sup> V vzorec so zajeti vsi programi kritih obveznic, katere ocenjuje bonitetna agencija Fitch.

skladu z nacionalnim pravnim okvirjem kritih obveznic v tej drugi državi. Razpršenost sredstev, ki služijo za zavarovanje krite obveznice sicer znižuje tveganja imetnika krite obveznice, vendar pa jih v primeru stečaja izdajatelja velikokrat poviša, saj je ponavadi uveljavljanje prednostne pravice na sredstvo v kritnem premoženju, ki izhaja iz druge države, kompleksnejše. Slednje je še posebej pomembno pri hipotekarnih kritih obveznicah. Poleg omenjenega mora biti kritno premoženje v večini držav sestavljeno le iz hipotekarnih posojil oz. le iz posojil javnemu sektorju (ločeno kritno premoženje za komunalne in hipotekarne obveznice). Pomemben pa je tudi način, kako se vrednoti sredstva, ki služijo kot zavarovanje kritih obveznic. Po državah namreč obstajajo različni pristopi vrednotenja sredstev, kar zmanjšuje transparentnost trga kritih obveznic, saj ni moč primerjati pravnih zaščit, ki jih nudi LTV razmerje (ECB, 2008, str. 16; Gruntar, 2009, str. 16).

Po navedbah bonitetne agencije Fitch, je velika večina sredstev, ki služijo za kritje še vedno v državi, kjer se nahaja izdajatelj krite obveznice. V primeru komunalnih kritih obveznic je ta delež enak 70,4%, medtem ko je v primeru hipotekarnih kritih obveznic ta delež še višji in znaša kar 93,8%. Največja razpršenost je opazna pri nemških kritih obveznicah (Fitch, 2009, str. 8). Iz tega sledi, da v primeru kritih obveznic ne moremo govoriti o geografski razpršenosti sredstev, kar v določeni meri povišuje tveganja kritih obveznic (manjša razpršenost, večje tveganje v smislu koncentracije naložb v eni sami državi), po drugi strani pa jih znižuje (manjša razpršenost, manjše pravno tveganje v primeru stečaja izdajatelja).

## **2.4 Ohranjanje kakovosti kritnega premoženja**

Izdajatelj krite obveznice je v okviru posameznih nacionalnih zakonodaj zavezan ohranjati vrednost kritnega premoženja, ki mora v vsakem trenutku zadostovati za poplačilo imetnikov kritih obveznic, v primeru stečaja izdajatelja. Vse nacionalne zakonodaje namreč zahtevajo, da je vrednost kritnega premoženja v vsakem trenutku večja oz. vsaj enaka neodplačani vrednosti kritih obveznic. Zahteva po večji vrednosti kritnega premoženja od neodplačane vrednosti kritih obveznic se imenuje presežno kritje (angl. *overcollateralization*) in se giblje od 2% v Nemčiji, do 25% v Franciji in 42% v Španiji<sup>11</sup>. Po podatkih agencije Fitch, znaša povprečno presežno kritje nemških hipotekarnih kritih obveznic 18,7%, francoskih 25,5%, španskih pa kar 172,9%<sup>12</sup> (Fitch, 2009, str. 11). Na tem mestu je potrebno opozoriti, da nižje zahtevano presežno kritje ne pomeni tudi večje tveganje za imetnika krite obveznice<sup>13</sup> (ECB, 2008, str. 16-17).

---

<sup>11</sup> Najbolj zaščitniška na tem področju je Španija, ki zahteva 25% presežno kritje pri hipotekarnih kritih obveznicah in 42% pri komunalnih kritih obveznicah. V Franciji je v primeru kritih obveznic izdajatelja CRH (Caisse de Refinancement de l'Habitat) zahtevano 25% presežno kritje, medtem ko pri kritih obveznicah OF (*Obligations foncières*) nivo presežnega kritja ni eksplicitno definiran.

<sup>12</sup> V presežno kritje španskih kritih obveznic se štejejo vsa hipotekarna sredstva izdajatelja, in ne samo tista v kritnem premoženju.

<sup>13</sup> Dober primer za to je predvsem Nemčija, kjer zakon zahteva, da je vrednost kritnega premoženja višja od neodplačane vrednosti kritih obveznic, tudi v primeru izvedbe t.i. stres testov (npr. sprememba krivulje donosnosti).

Poleg presežnega kritja je za potrebe ohranjanja kakovosti kritnega premoženja bistvenega pomena tudi upravljanje s tveganji, do katerih pride zaradi različnih ročnosti med sredstvi v kritnem premoženju in izdanimi kritimi obveznicami (angl. *maturity mismatch*). Povprečna ročnost sredstev v kritnem premoženju je namreč daljša od povprečne ročnosti krite obveznice. Neskladje med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju in krite obveznice pripelje do tveganja refinanciranja predvsem v primeru stečaja izdajatelja, ko bi se morala npr. sredstva namenjena za poplačilo upnikov likvidirati po slabših tržnih pogojih. Pravni okvirji v različnih državah od izdajatelja zahtevajo, da aktivno upravlja s tveganji nastalimi zaradi neskladja med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju in izdanih kritih obveznic. Izdajatelj mora upravljati tudi s tveganji, ki izhajajo iz neusklajenosti denarnih tokov med sredstvi v kritnem premoženju in izdanimi obveznicami, do katerih prihaja prav zaradi različne ročnosti kritih obveznic in sredstev v kritnem premoženju. Prihaja lahko namreč do pomanjkanja ali presežka likvidnosti kritnega premoženja, ki ga mora izdajatelj nadzorovati. V več državah se za namene nadomestnega kritja uporablja denar oz. druga najbolj likvidna sredstva (ECB, 2008, str. 16-17; Gruntar, 2009, str. 16-17). Povprečna razlika med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju (8,3 leta) in izdanimi kritimi obveznicami (4,1 leta) znaša po podatkih bonitetne agencije Fitch 4,2 leti (Fitch, 2009, str. 9-10).

Prav tako mora izdajatelj upravljati s tveganji, ki izhajajo iz spremembe obrestnih mer. Ponavadi je namreč delež sredstev z variabilnim kuponom v kritnem premoženju večji, kot je delež izdanih kritih obveznic z variabilnim kuponom. Tako lahko v primeru padca obrestnih mer pride do primera, ko obresti iz naslova posojil ne bodo več dovolj za poplačilo imetnikov kritih obveznic (Fitch, 2009, str. 10).

Zgoraj omenjena tveganja pravne ureditve v različnih državah v določeni meri dopuščajo, medtem ko mora valutna tveganja (angl. *currency mismatch*) izdajatelj v celoti odpraviti. V ta namen se dopušča uporaba izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se izdajatelj zavaruje pred valutnim tveganjem. Po podatkih agencije Fitch je valutno tveganje v večini primerov omejeno, saj je npr. kar 87,5% posojil, s katerimi so krite evrske komunalne krite obveznice, evrskih (Fitch, 2009, str. 11).

## **2.5 Zaščita interesov vlagateljev v krite obveznice v primeru stečaja izdajatelja**

Ker v zgodovini kritih obveznic še ni bilo primera stečaja izdajatelja le-teh, je nemogoče preveriti, kakšna je v praksi pravno zagotovljena zaščita vlagateljev. Vseeno pa pravni okvirji v posameznih državah ščitijo vlagatelje, v primeru stečaja izdajatelja, predvsem z dvema zagotovitvama in sicer, da se ohrani prednostna pravica vlagateljev nad kritnim premoženjem ter da roki plačil obresti in glavnice ter ročnost krite obveznice ostanejo enaki, kot so bili prvotno dogovorjeni (ECB, 2008, str. 18; Deutsche Bank, 2009a, str. 17-18).

Prednostna pravica vlagateljev nad kritnim premoženjem se v različnih državah različno rešuje, največkrat pa je ločitev kritnega premoženja dosežena z vpisom sredstev, ki služijo za zavarovanje, v kritni register (v nekaterih državah npr. Italiji in Veliki Britaniji se sredstva prenesejo na SPV). V primeru stečaja izdajatelja se iz naslova kritnega premoženja poplačajo obveznosti do imetnikov kritih obveznic. V kolikor ta sredstva ne zadoščajo za poplačilo upnikov, pa imajo vlagatelji terjatev tudi do ostalih sredstev izdajatelja, in sicer po principu enake obravnave upnikov z ostalimi imetniki nezavarovanega dolga izdajatelja. Ostali upniki nimajo možnosti poplačila iz sredstev v kritnem premoženju, razen po dokončnem poplačilu vseh vlagateljev v krite obveznice (ECB, 2008, str. 18; Gruntar, 2009, str. 17).

Za zagotovitev, da bodo roki in pogoji plačil obresti ter glavnice v primeru stečaja izdajatelja ostali enaki, pa je v vseh državah predviden skrbnik in hkrati nadzornik kritnega premoženja, ki v primeru stečaja izdajatelja prevzame njegove obveznosti do zapadlosti kritih obveznic (ECB, 2008, str. 18; Gruntar, 2009, str. 17).

## **2.6 Zaščita drugih upnikov v primeru stečaja izdajatelja**

Zaščita drugih upnikov v primeru stečaja izdajatelja je pomembna zato, ker vpliva tudi na zaščito vlagateljev v krite obveznice. Z namenom zaščite drugih upnikov, določene države predvidevajo omejitve glede vrednosti sredstev kreditne institucije, ki so namenjena za kritje, prav tako pa je v več državah v veljavi nadzor nad primernostjo velikosti izdanih kritih obveznic. V nekaterih državah so, npr. varčevalci, zaščiteni tako, da država v primeru stečaja institucije jamči za njihovo poplačilo preden se poplača preostale imetnike zavarovanega oz. nezavarovanega dolga (ECB, 2008, str. 19-20; Gruntar, 2009, str. 17). Ameriška državna institucija Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) npr. v primeru stečaja banke garantira varčevalcem povračilo depozitov v višini do \$250.000. Slednje velja do leta 2014, ko naj bi se ta znesek zmanjšal nazaj, na prej veljavnih, do \$100.000 (FDIC, 2009, str. 1).

## **2.7 Metodologije bonitetnih agencij**

Kvaliteto kritnih premoženj, in s tem povezano tveganje, pri investiranju v krite obveznice ocenjujejo bonitetne agencije. Krite obveznice so v večini primerov ocenjene z bonitetno oceno AAA, kar potrjuje visoko mero varnosti pri vlaganju vanje. Način ocenjevanja posameznih izdaj kritih obveznic se med posameznimi bonitetnimi agencijami razlikuje, vendar pa se pri ocenjevanju le-teh upošteva predvsem struktura kritnega premoženja, kvaliteta posojil, ki služijo za kritje ter bonitetna ocena izdajatelja omenjenega vrednostnega papirja. Bonitetna agencija S&P je pri tem izjema, saj pri trenutnem izračunu bonitetne ocene kritih obveznic ne upošteva bonitetne ocene izdajatelja, kar pa se bo v prihodnjih mesecih po vsej verjetnosti spremenilo. Agencija je namreč že napovedala spremembo metodologije ocenjevanja, kjer bo po novem pri ocenjevanju posameznih izdaj kritih obveznic upoštevala

tudi bonitetno oceno izdajatelja<sup>14</sup> (ECBC, 2008b, str. 299-300; ECB, 2008, str. 20-22; J. P. Morgan, 2009, str. 1).

Prav zaradi napovedane spremembe ocenjevanja kritih obveznic s strani agencije S&P, bo v tem poglavju predstavljena predvsem njena metodologija. Na kratko pa bosta opisani tudi metodologiji ocenjevanja bonitetnih agencij Fitch in Moody's, ki kot rečeno v izračunu bonitetne ocene krite obveznice že upoštevata tudi bonitetno oceno izdajatelja.

### **2.7.1 Standard & Poor's (S&P)**

Kot omenjeno bo bonitetna agencija S&P v prihodnje pri izračunu bonitetne ocene kritih obveznic upoštevala tudi bonitetno oceno izdajatelja. Agencija predlaga t.i. mehko povezanost med bonitetno oceno kritih obveznic in bonitetno oceno izdajatelja. S tem bo svojo metodologijo približala metodologijam obeh preostalih pomembnejših bonitetnih agencij Fitch in Moody's. Bonitetna agencija S&P naj bi se usmerila predvsem na likvidnostno tveganje v primeru stečaja izdajatelja. Večje kot je likvidnostno tveganje, večja bo povezanost med bonitetno oceno izdajatelja in bonitetno oceno krite obveznice. V skladu s predlagano metodologijo se S&P pri razvrščanju programov kritih obveznic osredotoča predvsem na dva ključna dejavnika tveganja (J. P. Morgan, 2009, str. 1-3).

Prvi dejavnik tveganja predstavljajo različne ročnosti med sredstvi v kritnem premoženju in izdanimi kritimi obveznicami. Neuskkljenost med zapadlostjo sredstev v kritnem premoženju in izdanimi kritimi obveznicami lahko pripelje do likvidnostnih težav, v smislu nezmožnosti odplačevanja zapadlih kritih obveznic. Večja osredotočenost bo tudi na likvidnostno tveganje v primeru stečaja izdajatelja. Pomembna je namreč tudi sposobnost kritih obveznic (oz. kritnega premoženja), da v primeru stečaja izdajatelja ne zaidejo v likvidnostne težave. Te lahko rešijo z dostopom do dodatne likvidnosti, prodajo sredstev v kritnem premoženju ali z obojim. Drugi dejavnik tveganja pa predstavljajo različne zakonodaje, v okviru katerih so izdani posamezni programi kritih obveznic. Nova metodologija bo tako upoštevala različne značilnosti posameznih nacionalnih pravnih okvirjev, ki urejajo trg kritih obveznic. S&P namreč ocenjuje, da krite obveznice, kljub enakemu splošnemu imenu, zaradi mnogih razlik med pravnimi okvirji v posameznih državah, ne morejo biti obravnavane kot en sam homogeni finančni instrument. V okviru tega dejavnika tveganja ocenjuje S&P krite obveznice, izdane v Nemčiji, Franciji in Danski, v primerjavi z drugimi kritimi obveznicami kot kvalitetnejše (J. P. Morgan, 2009, str. 1-4).

V skladu s tem razvršča S&P programe kritih obveznic iz različnih držav v tri skupine. Prvi skupini kritih obveznic (npr. španski izdajatelji) je dodeljena bonitetna ocena AAA, ne glede

---

<sup>14</sup> Sprememba metodologije ocenjevanja kritih obveznic je v skladu z zblizevanjem metodologije agencije S&P z metodologijama preostalih pomembnejših bonitetnih agencij. Sprememba metodologije ni le posledica finančne krize, temveč tudi prepričanja agencije, da kljub pravno zagotovljeni ločitvi kritnega premoženja obstaja povezava med bonitetno oceno izdajatelja in bonitetno oceno izdanih kritih obveznic.

na bonitetno oceno izdajatelja oz. izvor krite obveznice. Bonitetna ocena AAA je dodeljena le pod pogojem, da je pravni okvir države ustrezen, ročnost sredstev v kritnem premoženju pa mora biti popolnoma enaka ročnosti izdanih kritih obveznic. Pri drugi skupini kritih obveznic je neuskklajenost med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju in ročnostjo izdanih kritih obveznic minimalna. Za krite obveznice iz te skupine je predviden najvišji možen dvig bonitetne ocene za 6 stopenj glede na bonitetno oceno izdajatelja. To pomeni, da mora biti dolgoročna bonitetna ocena izdajatelja najmanj A, da je lahko bonitetna ocena izdanih kritih obveznic AAA. Omenjena skupina vsebuje programe kritih obveznic iz Nemčije, Francije in Danske (obstaja neuskklajenost med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju in izdanimi kritimi obveznicami). Pri tretji skupini kritih obveznic je neuskklajenost med ročnostjo sredstev v kritnem premoženju in izdanih kritih obveznic večja oz. povečano je likvidnostno tveganje. Za krite obveznice iz te skupine je predviden najvišji možen dvig bonitetne ocene za 4 stopnje glede na bonitetno oceno izdajatelja (J. P. Morgan, 2009, str. 5-6; Natixis, 2009b, str. 1-7).

### **2.7.2 Moody's**

Metodologija ocenjevanja kritih obveznic s strani bonitetne agencije Moody's je v prvi vrsti usmerjena v pričakovano izgubo iz naslova kritih obveznic, ki je sestavljena iz verjetnosti neizpolnitve oz. kršitve pogodbenih obveznosti in stopnje poplačila dolga v primeru stečaja izdajatelja. Pri ocenjevanju programov kritih obveznic se agencija poslužuje kazalnika pravočasnega poplačila (TPI – angl. *Timely Payment Indicator*), ki ocenjuje pravočasnost izplačil obresti in glavnice krite obveznosti ob upoštevanju stečaja izdajatelja. TPI predvideva maksimalno bonitetno oceno, ki jo lahko doseže posamezen program kritih obveznic glede na trenutno sestavo krite obveznice. Višji kot je TPI, večja je verjetnost poplačila dolga v primeru stečaja izdajatelja in manjša je stopnja povezave bonitetne ocene izdajatelja in bonitetne ocene kritih obveznic. Povezanost bonitetne ocene kritih obveznic z bonitetno oceno izdajatelja je glede na kazalnik TPI večja pri hipotekarnih kritih obveznicah, medtem ko je povezanost obveznic, zavarovanih s posojili javnemu sektorju, z bonitetno oceno izdajatelja manjša (Natixis, 2009b, str. 10; Moody's, 2008, str. 1-7).

### **2.7.3 Fitch**

Metodologija ocenjevanja kritih obveznic s strani bonitetne agencije Fitch je usmerjena na varnostno likvidnost in presežno kritje kritih obveznic, z upoštevanjem možnosti izdajateljevega stečaja, in s tem v povezavi kritih obveznic. Metodologija ocenjevanja je razdeljena v tri stopnje. V prvi stopnji se določi najvišja možna bonitetna ocena kritih obveznic na osnovi verjetnosti izdajateljevega stečaja (angl. *Issuer Default Rating – IDR*). V tej stopnji je bonitetna ocena kritih obveznic kombinacija izdajateljeve dolgoročne bonitetne ocene in kazalnika diskontinuitete (angl. *discontinuity factor oz. D-Factor*). Ta meri možnost

prekinitve pravočasnih poplačil kritih obveznic zaradi stečaja izdajatelja ter vključuje možnost ločitve sredstev znotraj kritnega premoženja. Upošteva tudi razpoložljivo varnostno likvidnost zaradi možnosti stečaja, alternativne načrte glede upravljanja kritnega premoženja ter vlogo nadzornega organa, v kolikor ta obstaja. Kazalnik diskontinuitete se meri na lestvici od 0% do 100%, kjer 0% pomeni najboljšo možno kontinuiteto poplačil obveznic, medtem ko 100% pomeni avtomatičen stečaj kritih obveznic v primeru stečaja izdajatelja. Povprečni *D-Factor* obveznic, zavarovanih s posojili javnemu sektorju znaša 8,3%, hipotekarnih kritih obveznic pa 15,3%. Razlika izvira predvsem iz večje likvidnosti kritnega premoženja komunalnih kritih obveznic (lažje refinanciranje posojil) in manjše kompleksnosti omenjenega kritnega premoženja. V drugi stopnji se določi efektivna bonitetna ocena kritih obveznic na osnovi verjetnosti izdajateljevega stečaja, z upoštevanjem vpliva izjemnih situacij na presežno kritje kritih obveznic. V tretji stopnji pa se določi dokončna bonitetna ocena kritih obveznic, z upoštevanjem pričakovanega okrevanja kritnega premoženja (angl. *recovery rate*) v primeru stečaja izdajatelja (Fitch, 2008, str. 1-10; Fitch, 2009, str. 3-5).

Po podatkih agencije Fitch je bonitetna ocena kritih obveznic v povprečju za 4,5 stopnje (angl. *notch*) nad bonitetno oceno izdajatelja, kar je posledica predvsem prej omenjenih varoval oz. prednosti kritih obveznic. V kolikor so izdajatelji ocenjeni v razponu od AAA do BBB- (s srednjo oceno A), je s strani bonitetne agencije Fitch 93% programov ocenjenih z bonitetno oceno AAA. To potrjuje dejstvo, da so ocene programov kritih obveznic manj volatilne kot bonitetne ocene izdajateljev (Natixis, 2009b, str. 8; Commerzbank, 2009b, str. 2-4).

### **3 Trg kritih obveznic**

Kot že omenjeno, seže zgodovina kritih obveznic v 18. stoletje, ko je Friderik Veliki postavil temelje za prvo izdajo zadolžnic. Od takrat naprej se je obseg trga kritih obveznic, ki so v največji meri prisotne predvsem v Evropi, močno povečal in je konec leta 2008 znašal okoli 2.000 milijard evrov, kar predstavlja približno tretjino obsega trga državnega dolga EMU (angl. *European Monetary Union*), ki znaša okoli 6.400 milijard evrov (ECB, 2008, str. 8).

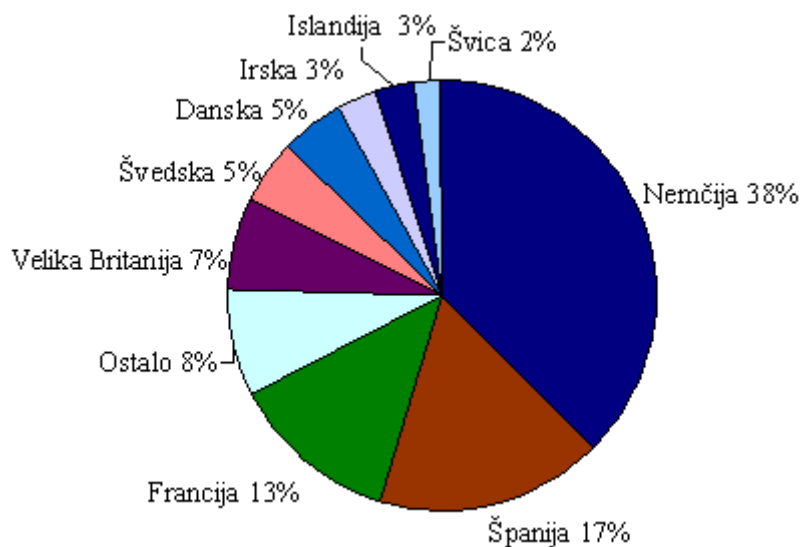
Razlogov za povečanje trga kritih obveznic v zadnjih letih je več, razdelimo pa jih lahko predvsem na tiste, ki so posledica povečanega povpraševanja po kritih obveznicah in tiste, ki so posledica večje ponudbe kritih obveznic (ECB, 2008, str. 10).

Na strani ponudbe je nabor primernih sredstev za kritno premoženje konstantno rasel. Rasel je predvsem nabor hipotekarnih kreditov, ki predstavljajo pomemben delež poslovanja evropskih bank. Prav tako se je izdaja kritih obveznic razširila tudi na druge (nove) evropske države, ki so zaradi potrebe po financiranju hitro rastočih hipotekarnih trgov, pričele z izdajo hipotekarnih kritih obveznic. Povečanje izdaj kritih obveznic v novih državah je zaradi omenjenega razloga pričakovano tudi v prihodnje. Poleg tega so na povečanje ponudbe kritih

obveznic vplivale tudi prednosti, ki jih izdaja kritih obveznic izdajateljem nudi. Te se kažejo predvsem v relativno cenejšem dolgoročnem financiranju, razširitvi baze vlagateljev in razpršitvi virov financiranja. Prej omenjen vstop nove države na trg kritih obveznic nima pozitivnega vpliva samo z vidika ponudbe kritih obveznic, temveč tudi z vidika povpraševanja. Baza domačih vlagateljev namreč postane, s trenutkom vstopa nove države na trg, potencialna baza vlagateljev tudi v krite obveznice iz drugih držav. Povečanju povpraševanja so prispevale tudi spremembe in dopolnitve pravnih okvirjev, ki urejajo trg kritih obveznic v različnih državah, prav tako pa imata zasluge za povečanje povpraševanja tudi direktivi UCITS in CRD. Večje povpraševanje pa je prav tako posledica raznolikosti kritih obveznic v smislu števila izdajateljev, držav, različnih valut itd. (ECB, 2008, str. 10-12).

Med najpomembnejše evropske države, v katerih so dobro razviti trgi kritih obveznic, sodijo Nemčija, Francija, Španija, Danska in Velika Britanija. Največji trg kritih obveznic izmed vseh ima Nemčija (Slika 3). Približno 75% kritih obveznic je denominiranih v evrih, 86% pa je takšnih s fiksnim kuponom (ECB, 2008, str. 4).

Slika 3: Obseg obstoječih izdaj kritih obveznic po državah EU (v mrd EUR) <sup>15</sup>



Vir: UBS, *Covered Bonds Insights*, 2009, str. 4, slika 1.

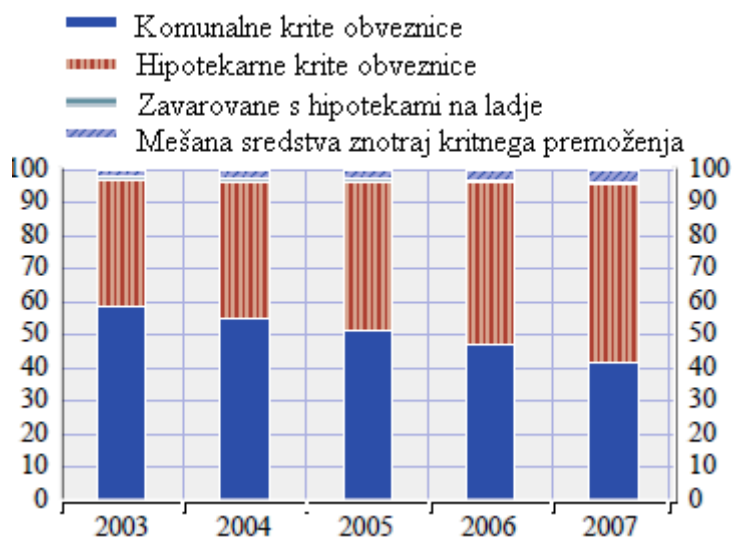
Delež komunalnih kritih obveznic, ki je v preteklosti močno presegal delež hipotekarnih kritih obveznic, je obdobju od 2003 do 2007 upadel s cca. 60% na 40%, medtem ko je delež hipotekarnih kritih obveznic v enakem obdobju porasel s cca. 35% na 50% (Slika 4). Obseg obstoječih komunalnih kritih obveznic se je v zadnjih letih zmanjševal predvsem zaradi (1) preoblikovanja nemških deželnih bank (nem. *Landesbanken*), ki nimajo več garancije javnega

<sup>15</sup> Zaradi različnih interpretacij kritih obveznic se podatki iz posameznih virov med seboj razlikujejo. Prav tako nekateri viri v grafe vključujejo le npr. *jumbo* izdaje ali pa samo z zakonodajo (UCITS in CRD) skladne izdaje.



sektorja, in s tem v povezavi zapadanja t.i. *Grandfathered* komunalnih kritih obveznic<sup>16</sup>, (2) nižje profitabilnosti, kar je posledica nižjih provizij pri poslih financiranja javnega sektorja in povečanja pribitkov kritih obveznic ter (3) višjih stroškov refinanciranja izdajateljev kritih obveznic (ne samo komunalnih) in spremembe metodologije dodeljevanja bonitetnih ocen letem ter posledične zaostrene zahteve bonitetnih agencij za ohranitev najvišjih bonitetnih ocen. Podoben trend se je nadaljeval v letu 2008 in je prisoten tudi v 2009, prav tako pa se enako pričakuje tudi v naprej, predvsem na račun krčenja ponudbe primernih sredstev za zavarovanje v okviru posojil javnemu sektorju<sup>17</sup> (ECB, 2008, str. 9-10).

Slika 4: Deleži kritih obveznic glede na vrsto premoženja, s katerim so zavarovane (v %)



Vir: ECB, Covered bonds in the EU financial system, 2008, str. 10.

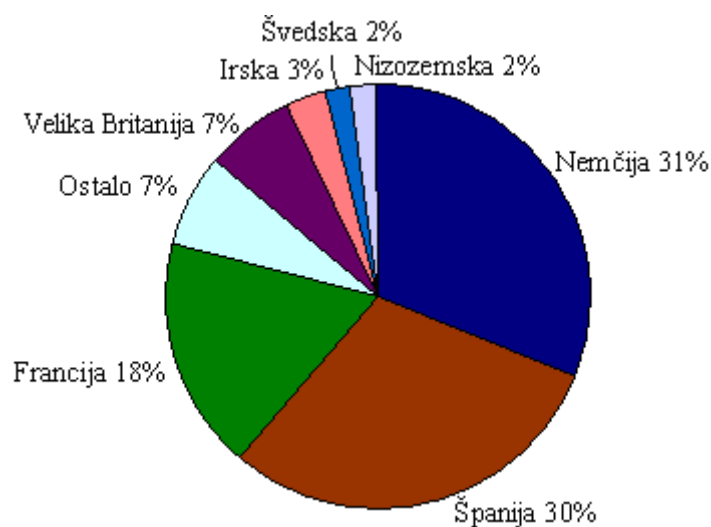
Leta 1995 je nastal trg *jumbo* kritih obveznic, katerega cilj je bil preko velikosti posameznih izdaj povečati likvidnost kritih obveznic na sekundarnem trgu in poleg domačih vlagateljev privabiti tudi tuje. Za *jumbo* izdaje veljajo tiste, katerih velikost je vsaj 1 milijarda evrov, poleg tega pa mora za te obveznice vsaj 5 vzdrževalcev trga (angl. *market makers*) redno kotirati t.i. *bid/ask* cene<sup>18</sup> za zneske do 15 milijonov evrov (ECB, 2008, str. 10). Do začetka junija 2009 je obseg trga *jumbo* kritih obveznic dosegel približno 883 milijard evrov. Na Sliki 5 so prikazani deleži *jumbo* kritih obveznic, izdanih v različnih državah, glede na skupen obseg celotnega *jumbo* trga (UBS, 2009, str. 4).

<sup>16</sup> To so obveznice nemških deželnih bank, ki imajo še vedno deželno oz. državno garancijo.

<sup>17</sup> Glavni vir kritnega premoženja kritih obveznic nemških deželnih bank so bila posojila nemških hranilnic, ki so prav tako izgubile garancijo. Hranilnice so posojila prodale deželnim bankam, te so jih vključile v kritno premoženje in na tej osnovi izdajale komunalne obveznice. Pomemben vir kritnega premoženja so bila tudi posojila manjših deželnih bank, ki so jih večje deželne banke prevzele in na tej osnovi izdajale komunalne krite obveznice.

<sup>18</sup> Odvisne od preostale zapadlosti *jumbo* kritih obveznic – 5 centov (do 4 leta), 6 centov (od 4 do 6 let), 8 centov (od 6 do 8 let), 10 centov (od 8 do 15 let), 15 centov (od 15 do 20 let) in 25 centov (od 20 do 25 let).

Slika 5: Delež jumbo kritih obveznic v posameznih državah glede na skupen obseg jumbo kritih obveznic (v %)

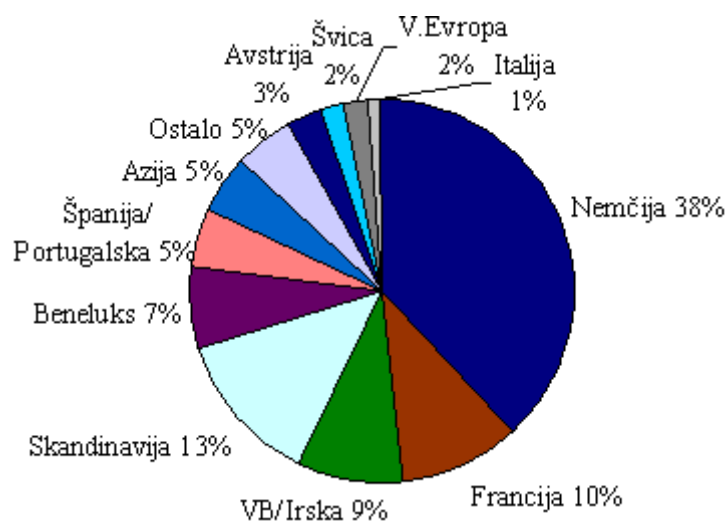


Vir: UBS, Covered Bonds Insights, 2009, str. 4, slika 2.

### 3.1 Vlagatelji v krite obveznice

Krite obveznice imajo za seboj močno bazo vlagateljev, ki so jo v letu 2008 tvorile poslovne banke z 49%, investicijski skladi s 25%, centralne banke s 14% in zavarovalnice z 8% kupljenimi novimi izdajami. Kar se tiče geografske razpršenosti vlagateljev imajo močno podporo domačih vlagateljev predvsem Nemčija, Francija in skandinavske države (Slika 6). V primeru povpraševanja po *jumbo* kritih obveznicah predstavljajo nemški vlagatelji in centralne banke približno 70% vseh vlagateljev v krite obveznice (Natixis, 2008, str. 26).

Slika 6: Geografska razpršenost vlagateljev novih izdaj kritih obveznic v letu 2008



Vir: Natixis, Spreads & Credits Research Covered Bonds, 2008, str. 26.

## 3.2 Značilnosti trga kritih obveznic v pomembnejših državah

V nadaljevanju so predstavljene pomembnejše države na trgu kritih obveznic, med katere spadajo predvsem Nemčija, Francija, Španija in nekatere druge evropske države, kot npr. Danska ter v zadnjem času vedno bolj zanimiva Velika Britanija.

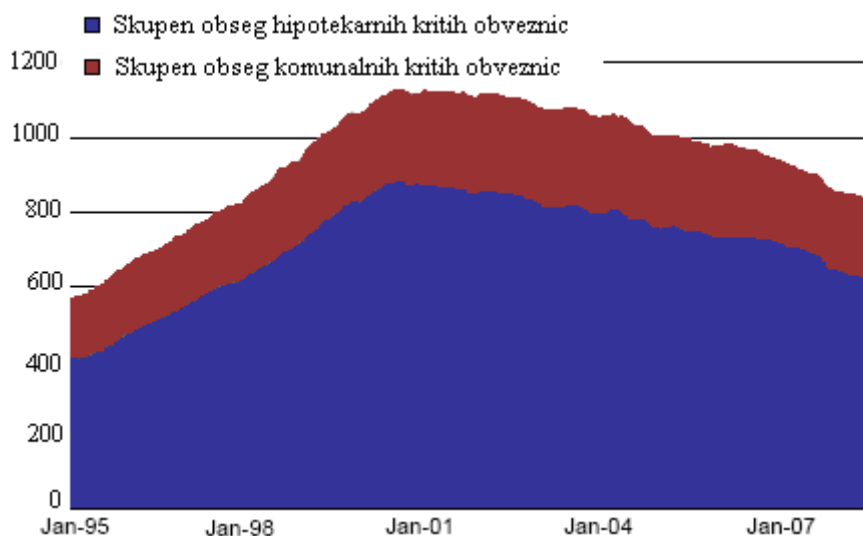
### 3.2.1 Nemčija

V Nemčiji ureja trg kritih obveznic strog pravni okvir (nem. *Pfandbriefgesetz*), ki je bil v sedanji obliki vzpostavljen 19. julija 2005. Nemška zakonodaja je ne samo skladna z direktivama UCITS in CRD, temveč tudi bolj restriktivna, kar se kaže v več njenih značilnostih. Najvišja dovoljena vrednost LTV razmerja (pri hipotekarnem posojilu) je npr. 60%, medtem ko direktiva CRD dovoljuje višje razmerje. Poleg tega nemška zakonodaja za razliko od direktive CRD ne dovoljuje MBS v kritnem premoženju (Association of German Pfandbrief Banks, 2008b, str. 7-8).

Kakovost nemških kritih obveznic poleg stroge zakonodaje zagotavlja tudi strog nadzor ter skrbno izbrana sredstva za njihovo kritje. Strog nadzor in spremljanje kritih obveznic je vršen s strani organizacije BaFin (nem. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), s katero so si banke izdajateljice primorane sproti izmenjavati informacije glede kritnega premoženja. V pristojnosti omenjene organizacije je tudi določitev posebnega neodvisnega skrbnika (angl. *cover pool monitor oz. trustee*), ki v primeru stečaja izdajatelja skrbi za kritno premoženje, in s tem za izpolnjevanje obveznosti, ki izhajajo iz kritih obveznic. Kakovost nemških kritih obveznic je zagotovljena tudi z zahtevo, da mora kritno premoženje v vsakem trenutku zadostovati za morebitno poplačilo vlagateljev, kar velja tudi v primeru t.i. stres testov (Deutsche Bank, 2009a, str. 60-62).

Trg z nemškimi kritimi obveznicami je drugi največji trg obveznic v Nemčiji, in sicer takoj za nemškimi državnimi obveznicami. Nemške krite obveznice so najkvalitetnejše obveznice (ponavadi ocenjene z AAA), ki jih lahko izdajajo le določene banke, ki so pridobile licenco za izdajanje kritih obveznic s strani posebne institucije. Slednje ne pomeni, da se banke, ki izdajajo nemške krite obveznice, ne smejo ukvarjati tudi z drugimi bančnimi posli. Krite obveznice izdane s strani nemških finančnih institucij se glede pravne oblike delijo na prinosniške in imenske obveznice, glede oblike kritja pa na (1) hipotekarne obveznice (nem. *Hypothekendarpfandbriefe*), (2) komunalne krite obveznice (nem. *Öffentlicher Pfandbriefe*), (3) obveznice, zavarovane s hipotekami na ladje (nem. *Schiffspfandbriefe*), in (4) obveznice, zavarovane s hipotekami na letala (nem. *Flugzeugpfandbriefe*). Komunalne krite obveznice predstavljajo okoli 40%, hipotekarne krite obveznice pa okoli 50% celotnega nemškega trga kritih obveznic, vendar pa v primeru nemških *jumbo* izdaj še vedno prevladujejo komunalne krite obveznice. Na Sliki 7 je prikazan obseg trga nemških hipotekarnih in komunalnih kritih obveznic (Association of German Pfandbrief Banks, 2008b, str. 6-8).

Slika 7: Trg nemških kritih obveznic (v mrd EUR)



Vir: Deutsche Bank, *Overview Covered Bonds*, 2009a, str. 59.

Kot omenjeno delež komunalnih kritih obveznic v zadnjih letih konstantno pada, kar se pričakuje tudi v prihodnje, saj se sredstva primerna za kritje nenehno krčijo. Obrestna mera nemških kritih obveznic je praviloma fiksna, možna pa je tudi spremenljiva obrestna mera. V primeru fiksne obrestne mere se obresti vlagateljem izplačujejo letno, medtem ko je polletno ali četrletno plačilo obresti značilno za spremenljivo obrestno mero. Glavnica se izplača ob zapadlosti (angl. *bullet*). Zapadlost se giblje od 2 do 30 let (prevladuje 3, 5 in 10 letna zapadlost), predčasno odplačilo pa ni možno (Deutsche Bank, 2009a, str. 59 in 62-64; ECB, 2008, str. 4 in 9-10).

Za nemške krite obveznice ne daje garancije nobena državna ali zasebna institucija. Garancijo predstavlja varnost in zadostnost kritnega premoženja, ki je zagotovljena s strogimi predpisi o izdaji kritih obveznic s strani nemških bank in s strogim nadzorom nad finančnimi institucijami, ki te dolžniške vrednostne papirje izdajajo (Deutsche Bank, 2009a, str. 63).

Konec marca 2009 je vstopil v veljavo prvi amandma k nemškemu pravnemu okviru. Spremembe se osredotočajo predvsem na večjo fleksibilnost izdajateljev kritih obveznic in povečanje zaščite za vlagatelje. Amandma med drugim določa tudi varnostno likvidnost (angl. *liquidity buffer*), ki mora pokriti primanjkljaje v kumulativni likvidnosti oz. neskladnosti znotraj kritnega premoženja za obdobje 180 dni (Association of German Pfandbrief Banks, 2009b, str. 1).

### **Komunalne krite obveznice (*Öffentlicher Pfandbriefe*)**

Gre za obveznice visoke kakovosti (AAA), zavarovane s posojili javnemu sektorju. Omenjene obveznice nastanejo na podlagi listinjenja posojil javnemu sektorju. 20. člen nemškega

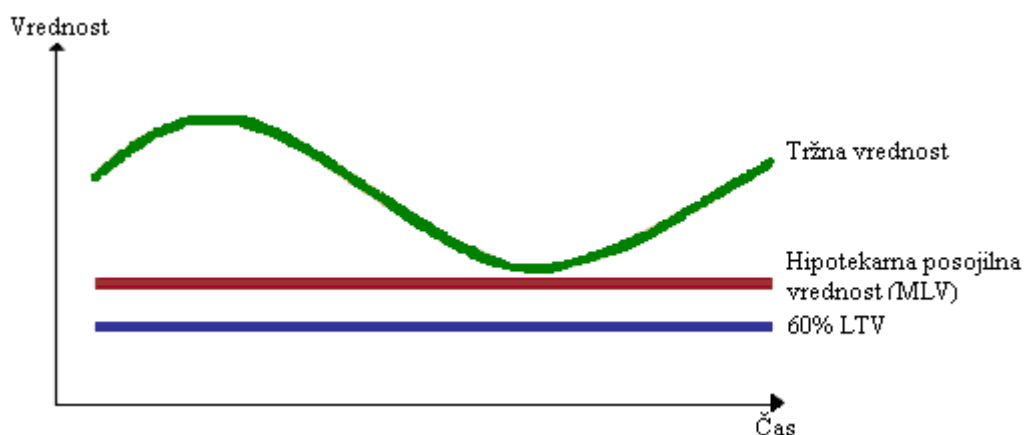
pravnega okvirja natančneje določa sredstva, ki so dovoljena za kritno premoženje v primeru komunalnih obveznic (Association of German Pfandbrief Banks, 2009a, str. 15-16):

- posojila zvezni vladi, deželnim vladam, lokalnim oblastem, institucijam javnega sektorja v Nemčiji.
- posojila državam, lokalnim oblastem ter institucijam javnega sektorja znotraj EU in EEA, evropskim državam članicam OECD (najvišji dovoljen faktor tveganja je 20%) ter Švici, Japonski, Združenim državam Amerike. Za posojila državam izven EU, kjer ni zagotovljena prednostna pravica imetnikov kritih obveznic, je postavljen 10% limit.
- posojila EIB, IBRD, EBRD.
- posojila ECB, NCB (največ 10% kritnega premoženja).
- posojila z deželno oz. državno garancijo niso dovoljena.

### Hipotekarne krite obveznice (*Hypothekentpfandbriefe*)

Za zagotovitev visoke mere varnosti nemških hipotekarnih kritih obveznic so v kritno premoženje zajeta samo hipotekarna posojila, katerih vrednost ne presega 60% vrednosti nepremičnine, za katere so bila dana<sup>19</sup>. Poleg tega se vrednost nepremičnine izračunava sproti, in sicer po konzervativni metodi MLV (angl. *mortgage lending value*), kar pomeni, da banke sproti ocenjujejo, kakšna bo vrednost nepremičnin v prihodnosti. Vrednost MLV je skoraj vedno nižja od dejanske vrednosti nepremičnine (glej Sliko 8). Prav tako so posojila, ki so zajeta v kritnem premoženju, dana predvsem znotraj EU (npr. le 0,1% ameriških posojil, pa še to izbranim posojilojemalcem). Vse skupaj predstavlja visoko mero varnosti vlaganja v nemške hipotekarne krite obveznice, saj je tudi v trenutkih padanja cen nepremičnin zagotovljeno poplačilo vlagateljev (Association of German Pfandbrief Banks, 2009a, str. 11-14).

Slika 8: Gibanje vrednosti MLV v primerjavi z dejansko ceno nepremičnine



Vir: Association of German Pfandbrief Banks, *The Pfandbrief – a premium product*, 2008a, str. 19.

<sup>19</sup> To ne pomeni, da banka ne more odobriti hipotekarnih kreditov, katerih razmerje LTV je večje od 60%. V primeru, ko je LTV razmerje večje od 60% lahko banka vključi v kritno premoženje le tisti del hipotekarnega kredita, ki ustreza maksimalnemu dovoljenemu LTV razmerju, torej 60%.

Poleg tega je s prej omenjenim amandmajem, uvedena nova vrsta kritih obveznic, in sicer krite obveznice zavarovane s hipotekami na letala. Posojila za letala, ki sestavljajo kritno premoženje, morajo biti zavarovana z registrirano hipoteko ali s podobnim sredstvom za zavarovanje. Maksimalno dovoljeno LTV razmerje je 60%, medtem ko starost letala, s katerim je posojilo zavarovano, ne sme preseči 20 let. Med trajanjem posojila mora biti letalo zavarovano za vsaj 110% vrednosti posojila (Association of German Pfandbrief Banks, 2009b, str. 21-24; Freshfields Bruckhaus Deringer, 2009, str. 1-3).

### 3.2.2 Francija

Francoski trg kritih obveznic se od nemškega razlikuje predvsem v tem, da je pravni okvir v Franciji, ki je sicer skladen z direktivama UCITS in CRD, bolj ohlapen. Za zavarovanje kritih obveznic so namreč dovoljeni tudi MBS, prav tako pa je dovoljena vrednost LTV razmerja za hipotekarna posojila višja kot v Nemčiji.

Prav tako je v Franciji ločitev sredstev dosežena s prenosom sredstev, ki služijo za zavarovanje krite obveznice, na podružnico, katere premoženje se v primeru stečaja originatorja posojil ne vključi v stečajno maso za poplačilo drugih upnikov. Sredstva v bilanci podružnice so namreč namenjena za poplačilo imetnikov kritih obveznic (Slika 9). Francoske krite obveznice, izdane na opisan način se imenujejo *Obligations foncières* (Stöcker, 2008, str. 28).

Slika 9: Način izdaje *Obligations foncières*



Vir: O. Stöcker, *Covered bonds in Europe: Legal Structure and Transparency*, 2008, str. 22.

Francoske banke izdajajo tri vrste kritih obveznic (Deutsche Bank, 2009a, str. 49)<sup>20</sup>:

- *Obligations foncières* (OF), izdane preko posebnih institucij imenovanih SCF (izdajatelji: Compagnie de Financement Foncier, CIF Euromortgage, Dexia Municipal Agency, Société Generale, BNP Paribas),
- krite obveznice izdane preko Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH),
- strukturirane krite obveznice<sup>21</sup> (izdajatelji: BNP Paribas, Credit Mutuel, Banque Populaire, Caisse d'Epargne).

<sup>20</sup> SCF in CRH sta upravljana s strani posebnega pravnega okvirja iz leta 2007 glede na *European Capital Requirements Directive N°2006/49*, medtem ko so strukturirane krite obveznice urejene na podlagi francoske zakonodaje kot rezultat implementacije *European Collateral Directive N° 2002/47*.

Nekatere države dovoljujejo kreditnim institucijam direktno izdajo kritih obveznic, medtem ko Francija zahteva ustanovitev posebne neodvisne entitete, ki so ustanovljene z namenom izdaje s francosko zakonodajo urejenih kritih obveznic *Obligations foncières*. SCF so specializirane kreditne institucije, upravljane na podlagi francoskega zakona in nadzorovane s strani francoskega nadzornika bančnega poslovanja (fr. *Commission Bancaire*).

### ***Obligations foncières***

Po strukturi je izdaja teh kritih obveznic podobna izdaji sekuritiziranih vrednostnih papirjev, saj matična banka odobrena posojila prenese na hčerinsko podjetje SCF, ta pa na podlagi bazena omenjenih posojil, ki jih izkazuje v svoji bilanci, izdaja krite obveznice. Kljub tej podobnosti pa je potrebno omeniti, da ima SCF status banke in da se kritno premoženje ne prenese naprej na SPV. Zakonodaja loči krovno in hčerinsko (SCF) podjetje, tako da v primeru stečaja slednjega vlagatelj nima pravice do sredstev prvega, temveč le do sredstev hčerinske kreditne institucije SCF. V primerjavi z nemškimi kritimi obveznicami je razlika v tem, da imajo vlagatelji v OF prednostno pravico (angl. *preferential claim*) pred ostalimi vlagatelji glede celotnega premoženja SCF. Po navedbah analitikov pa obstaja dvom, da bi SCF imel v bilanci tudi ostala sredstva (angl. *non-cover assets*), zato lahko v primeru OF v primerjavi z nemškimi kritimi obveznicami govorimo o omejeni zaščiti vlagateljev (angl. *limited recourse*). Poleg tega francoska zakonodaja ne zahteva ločenega kritnega premoženja, kar pomeni, da se v bilanci SCF kritno premoženje ne loči za hipotekarne in komunalne krite obveznice (Mastroeni, 2005, str. 58).

V primeru hipotekarnih OF so za kritno premoženje dovoljeni tudi dolžniški vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami, in sicer v primeru, da je vsaj 90% hipotek, s katerimi je MBS zavarovan, primernih z vidika LTV razmerja, ki mora biti 60% oz. 80% v primeru odobritve hipotekarnega kredita privatnim posameznikom za gradnjo oz. nakup stanovanja ali hiše. Pod dodatnimi pogoji (npr. zavarovane hipoteke) je omenjen kazalnik lahko tudi 100%. MBS, ki ustrezajo omenjenim pogojem, lahko izvirajo tudi iz držav zunaj EU (Deutsche Bank, 2009a, str. 50-52; Natixis, 2008, str. 23).

### ***Caisse de Refinancement de l'Habitat***

CRH je francoska specializirana kreditna institucija, ustanovljena leta 1985 kot vladna finančna družba z imenom Caisse de Refinancement Hypothécaire, in sicer zaradi prenove francoskega hipotekarnega trga. Danes je CRH v lasti privatnih finančnih institucij, med katerimi so največje Crédit Agricole SA, Crédit Mutuel, BNP Paribas, Société Générale, Banques Populaires, CIF in Caisse d'Epargne. Te morajo zagotavljati predpisano višino lastniškega kapitala, ki se določa na letni ravni glede na delež njihovih neodplačanih posojil.

---

<sup>21</sup> Značilnosti francoskih strukturiranih kritih obveznic so v veliki meri podobne že prej opisanim značilnostim strukturiranih kritih obveznic, zato na tem mestu o njih ne bo govora.

CRH nima podružnic in ne spada v nobeno skupino ter je pod nadzorom francoskega nadzornika bančnega poslovanja. CRH igra posebno vlogo na francoskem hipotekarnem trgu z zagotavljanjem stabilnih, dolgoročnih finančnih virov z najnižjimi stroški. Edini namen te kreditne institucije je financiranje francoskih stanovanjskih posojil, odobrenih pri bankah, z izdajo kritih obveznic. CRH ne opravlja tržnih aktivnosti, saj mu zakon prepoveduje kakršno koli delovanje, ki je v nasprotju z že omenjenim edinim namenom poslovanja. Struktura njegove bilance stanja se že leta ni spremenila, saj so izdane obveznice in odobrena posojila popolnoma enakovredni glede na vse pogoje (obrestne mere in dospelosti) oz. ročnost aktive in pasive je popolnoma usklajena. CRH torej izdaja obveznice na kapitalskem trgu ter z iztržki od prodaje le-teh pri svojih lastnikih odkupuje zadolžnice (angl. *promissory notes*) z enakimi obrestnimi merami in dospelostmi, brez dodatno zaračunanih marž in provizij, torej deluje kot neprofitni posrednik. Krite obveznice izdane preko CRH so zavarovane s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili, ki ostanejo v bilanci stanja banke lastnice, ter so zastavljeni v kritno premoženje kot dodatno jamstvo (angl. *collateral*) za pokrivanje posojil bankam. Zakon določa, da mora biti vrednost zastavljenega premoženja enaka 125% vrednosti neporavnanih zadolžnic (Deutsche Bank, 2009a, str. 56-57; Natixis, 2008, str. 10-11 in 20-22).

V kritnem premoženju niso dovoljena nadomestna sredstva, sredstva iz držav zunaj EU in RMBS. Maksimalna vrednost hipoteke je 1 milijon evrov, višina odobrenega hipotekarnega posojila ne sme presegati 90% vrednosti zadevne nepremičnine, najvišja dovoljena zapadlost pa je 25 let. CRH izvaja redne revizije zastavljenih portfeljev. Nedovoljena posojila morajo biti takoj odstranjena in nadomeščena. Banke delničarke so odgovorne za vzdrževanje solventnosti CRH. V primeru bančnega neizpolnjevanja obveznosti (angl. *bank defaulting*), mu posebne zakonske določbe zagotavljajo takojšen popoln prevzem zastavljenega portfelja brez kakršnih koli dodatnih zahtev. S tem, ko CRH postane lastnik zastavljenega premoženja, ga lahko proda, kupi nove obveznice in prekliče tiste, ki so se nanašale na prizadeto banko (Deutsche Bank, 2009a, str. 56-57; Natixis, 2008, str. 30).

### 3.2.3 Španija

Tako, kot v Nemčiji in Franciji, je tudi v Španiji pravni okvir, ki ureja trg kritih obveznic, skladen z direktivama UCITS in CRD. Španski pravni okvir ( uveden leta 1981) je bil nazadnje dopolnjen 22. novembra 2007, ko se je okrepila in razjasnila pravica vlagateljev, prav tako pa se je dodatno razjasnilo in zagotovilo pravočasno plačilo upnikov v primeru stečaja izdajatelja. Poleg tega je po novem v kritno premoženje dovoljena vključitev nadomestnih sredstev in izvedenih finančnih instrumentov, z namenom povečanja likvidnosti španskih kritih obveznic. V luči povečevanja varnosti za vlagatelje je znižano tudi maksimalno dovoljeno LTV razmerje za komercialna posojila, ki so vključena v kritno premoženje (60%), medtem ko je maksimalen LTV za stanovanjska posojila 80%. V določenih primerih lahko ti dve razmerji narasteta tudi do 80% oz. 95%. Z novim

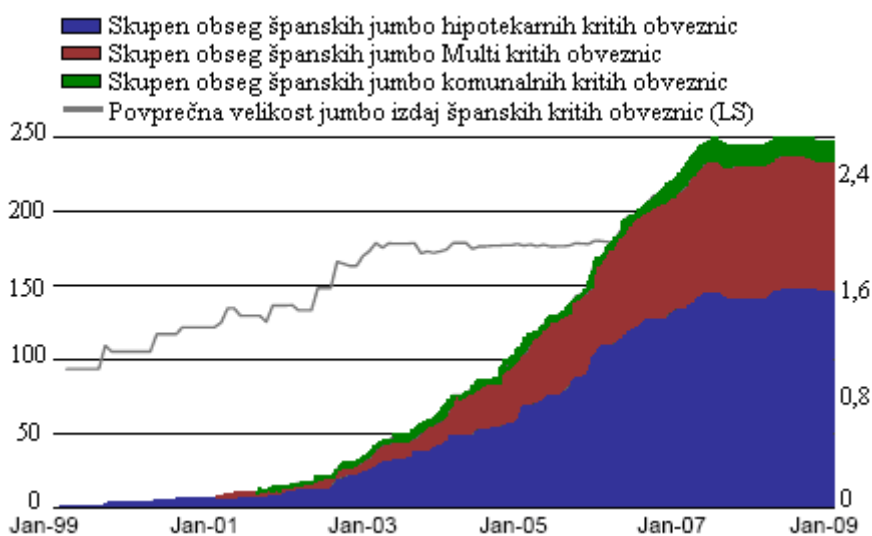


amandmajem je predvideno tudi višje presežno kritje, prav tako pa se je razširil seznam držav, iz katerih se lahko posojila vključijo v kritno premoženje (Deutsche Bank, 2009a, str. 99-100; Natixis, 2009a, str. 16-19).

Španske krite obveznice delimo na hipotekarne obveznice (šp. *Cédulas Hipotecarias* – CH ter *Bonos Hipotecarias* – BH) in obveznice, zavarovane s posojili javnemu sektorju (*Cédulas Territoriales*), prav tako pa je v okviru španske zakonodaje dovoljena izdaja t.i. *Multi* kritih obveznic. *Multi* krite obveznice so za razliko od preostalih vrst španskih kritih obveznic izdane s strani posebne institucije (šp. *Fondos de Titulización*) in so krite z več manjšimi izdajami hipotekarnih kritih obveznic (različnih izdajateljev). Omenjen način izdaje omogoča manjšim bankam lažji dostop do trga kritih obveznic. Glavna prednost španskih hipotekarnih kritih obveznic je po mnenju agencije Moody's predvsem dejstvo, da ima imetnik krite obveznice, v primeru stečaja izdajatelja, prednostno pravico do celotnih hipotekarnih sredstev izdajatelja in ne samo do tistih, ki so uvrščena v kritno premoženje. Slednje ne velja v primeru BH, kjer ima vlagatelj prednostno pravico le do v naprej določenega kritnega premoženja in ne do celotnih hipotekarnih sredstev izdajatelja (Deutsche Bank, 2009a, str. 100).

Španski trg kritih obveznic, katerega zgodovina seže v leto 1861, se je močneje razvil šele po letu 1999, ko je prišlo do prvih izdaj t.i. *jumbo* španskih kritih obveznic. Vse od takrat se je njihova izdaja močno povečevala in leta 2005 celo presegla nemške izdaje *jumbo* kritih obveznic. V letu 2006 so španske izdaje nadaljevale z začetim trendom, vendar pa se je v naslednjem letu in predvsem v letu 2008 izdaja le-teh močno znižala. Slednje je posledica predvsem močnega padca cen nepremičnin v Španiji. Na Sliki 10 je vidno, da veliko večino španskega trga kritih obveznic predstavljajo hipotekarne krite obveznice, medtem ko komunalne krite obveznice niso tako pogoste, prav tako pa delež *jumbo* CH presega delež *Multi* kritih obveznic (Deutsche Bank, 2009a, str. 98-99; Commerzbank, 2008, str. 2-3).

Slika 10: Trg španskih jumbo kritih obveznic (v mrd EUR)



Vir: Deutsche Bank, Overview Covered Bonds, 2009a, str. 59.

### 3.2.4 Danska

Zgodovina danskih kritih obveznic seže v leto 1795, ko so bile izdane prve danske krite obveznice. Leta 1850 so z namenom kreditiranja nižjega in srednjega sloja prebivalstva ustanovili hipotekarne kreditne institucije. Zanimivost danskega modela kritih obveznic je v tem, da so kreditne institucije, ki izdajajo krite obveznice, organizirane kot združenja posojilojemalcev, ki skupaj s hipotekarno kreditno institucijo jamčijo za poplačilo upnikov (Urskov, 2002, str. 9-11).

Kljub široki zgodovini danskih kritih obveznic je potrebno poudariti, da izdajatelji le-teh tako rekoč niso prisotni na trgu *jumbo* kritih obveznic. Do sedaj je na omenjen trg vstopila le največja danska banka Danske Bank, z dvema izdajama v skupni vrednosti 2,5 milijarde evrov (podatki do 31. januarja 2009). Izdajatelji se torej odločajo predvsem za manjše izdaje kritih obveznic, katerih likvidnost je omejena, vendar pa je potrebno poudariti, da je baza domačih vlagateljev na Danskem, tako kot v Nemčiji, izjemno močna (Deutsche Bank, 2009a, str. 43).

Julija 2007 je na Danskem stopil v veljavo nov pravni okvir. Glavna razlika v primerjavi s prej veljavnim je v tem, da je izdaja kritih obveznic po novem možna tudi s strani komercialnih bank<sup>22</sup>. Prav tako je pomembna tudi sprememba pravnega okvira v smeri skladnosti danskih kritih obveznic tako z direktivo UCITS, s katero so bile le-te skladne že pred uvedbo novega pravnega okvirja, kot tudi z direktivo CRD, s katero danske krite obveznice pred uvedbo novega pravnega okvira niso bile skladne. V ta namen je bila ustvarjena nova oblika kritih obveznic imenovana *Særligt Dækkede Obligationer*<sup>23</sup>, za izdajo katerih mora banka pridobiti licenco s strani danskega nadzornika trga kritih obveznic. Poleg omenjenih kritih obveznic, lahko banke na Danskem še vedno izdajajo tudi stare, tradicionalne obveznice *Realkreditobligationer* in *Særligt Dækkede Realkreditobligationer*, katerih izdaja s strani univerzalnih bank ni dovoljena. Omenjene krite obveznice so lahko zavarovane s hipotekarnimi posojili, posojili javnemu sektorju in hipotekami na ladje. Danska je tako poleg Nemčije edina država, v kateri je prišlo do izdaj kritih obveznic, zavarovanih s hipotekami na ladje (Deutsche Bank, 2009a, str. 43).

V primerjavi s prej omenjenimi državami je posebnost danskih kritih obveznic tudi v tem, da je vlagatelj poleg tveganj, ki so značilna tudi za vse krite obveznice, izpostavljen tveganju predčasnega odplačila (angl. *prepayment risk*)<sup>24</sup>. Prav tako je za danski model značilno, da je ob stečaju izdajatelja vlagatelj v primeru, da sredstva iz kritnega premoženja ne zadostujejo za poplačilo, upravičen do celotnih sredstev izdajatelja pred poplačilom drugih upnikov oz. *pari passu* z ostalimi imetniki nezavarovanega dolga (Deutsche Bank, 2009a, str. 43).

<sup>22</sup> Prej so imele ekskluzivno pravico izdaje danskih kritih obveznic hipotekarne banke.

<sup>23</sup> Omenjeno vrsto kritih obveznic lahko po novem izdaja tudi univerzalna banka.

Maksimalno dovoljeno LTV razmerje v primeru stanovanjskih hipotekarnih posojil je 80%, v primeru komercialnih hipotekarnih posojil pa 60% (v primeru zagotovitve dodatnega kolaterala tudi do 70%). Za danski model kritih obveznic je značilno tudi to, da višina presežnega kritja ni eksplicitno določena. Vendar pa je potrebno poudariti, da se banke poslužujejo t.i. prostovoljnega presežnega kritja, ki znaša, na primeru največje in najpomembnejše danske banke Danske bank, 2% (Deutsche Bank, 2009a, str. 44-45; J. P. Morgan, 2008, str. 38; ECBC, 2008b, str. 41-42).

### **3.2.5 Druge države**

Poleg zgoraj omenjenih držav tvorijo pomemben delež na trgu kritih obveznic tudi Velika Britanija, Irska, Švedska in še nekatere druge evropske države, ki so že dolgo prisotne na trgu kritih obveznic (npr. Nizozemska, Portugalska) ali pa so na trg (oz. bodo) vstopile šele pred kratkim (države vzhodne Evrope; v Sloveniji izdaje kritih obveznic zaenkrat še ni bilo, zakonska podlaga za njihovo izdajo pa obstaja že od leta 2006). V omenjenih državah (razen Irske) prihaja do izdaj predvsem hipotekarnih kritih obveznic, medtem ko so izdaje drugih vrst kritih obveznic praktično nične. To je dodaten razlog, da se obseg kritih obveznic, zavarovanih s posojili javnemu sektorju v primerjavi z obsegom hipotekarnih kritih obveznic nprestano manjša (ECB, 2008, str. 10-11).

Države izven Evrope na trgu kritih obveznic v večini primerov niso prisotne, je pa potrebno poudariti, da je na trg kritih obveznic vstopila tudi ZDA, kjer je v skladu z zaostrenimi pravili na finančnih trgih, ki so posledica finančne krize z izvorom v tej državi, moč pričakovati, da se bo v prihodnje obseg trga kritih obveznic povečal (Morrison & Foerster, 2008, str. 4).

## **3.3 Dogajanje na trgu kritih obveznic v času finančne krize**

V času finančne krize (pričetek leta 2007) je trg kritih obveznic pod velikim pritiskom. Povečanje premije za tveganje, zniževanje cen nepremičnin, prestrukturiranje finančnih institucij in povečanje pribitkov državnih obveznic nad npr. nemškimi državnimi obveznicami, so nekateri izmed dejavnikov, ki so negativno vplivali na trg kritih obveznic v zadnjih dveh letih. Kljub povečanju pribitkov kritih obveznic, so se te v času napetosti na finančnih trgih izkazale za enega izmed instrumentov z nižjim kreditnim tveganjem. Trg kritih obveznic namreč ni edini trg z dolžniškimi vrednostnimi papirji, katerega je kriza močno prizadela. Tako lahko povišanje pribitkov kritih obveznic in nizko likvidnost v veliki meri pripišemo splošnemu poslabšanju gospodarskih razmer v realnem in finančnem sektorju.

---

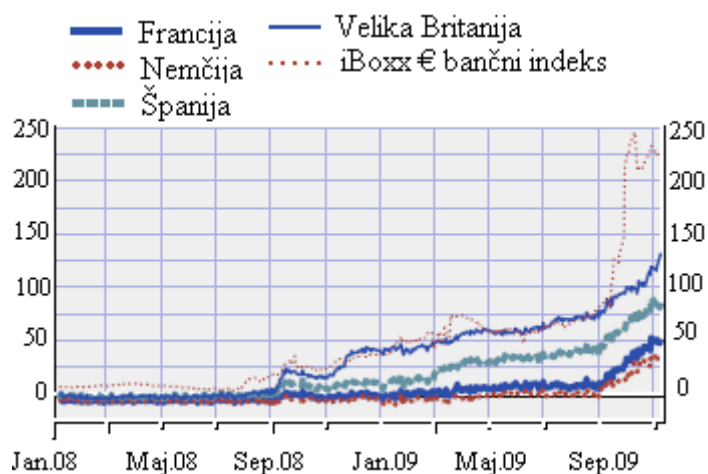
<sup>24</sup> Tveganje predčasnega odplačila ni značilno za vse izdaje danskih kritih obveznic. Izdajatelj se lahko namreč odloči, ali bo izdal krite obveznice z možnostjo predčasnega odplačila (angl. *callable*), ali bo izdal krite obveznice brez možnosti predčasnega odplačila (angl. *non-callable*).

(ECBC, 2008b, str. 33-35). Dogajanje na trgu kritih obveznic v času finančne krize je moč analizirati s pregledom ključnih dogodkov na sekundarnem in primarnem trgu kritih obveznic.

### 3.3.1 Sekundarni trg

V luči finančne krize, se je zmanjšala naklonjenost tveganju vlagateljev, kar pomeni, da so investicije v manj tvegane dolžniške vrednostne papirje zanje postale zanimivejše kot investicije v bolj tvegane instrumente. Posledično so se pribitki bolj tveganih instrumentov, in s tem tudi kritih obveznic, povečali (Slika 11). Vendar pa je potrebno poudariti, da so se pribitki kritih obveznic manj povečali, kot so se povečali pribitki nezavarovanih bančnih obveznic ali listinjenih vrednostnih papirjev. Slednje lahko pripišemo dvojni zaščiti, ki jo nudijo krite obveznice, in s tem večjim zaupanjem vlagateljev vanje (ECB, 2008, str. 23-24).

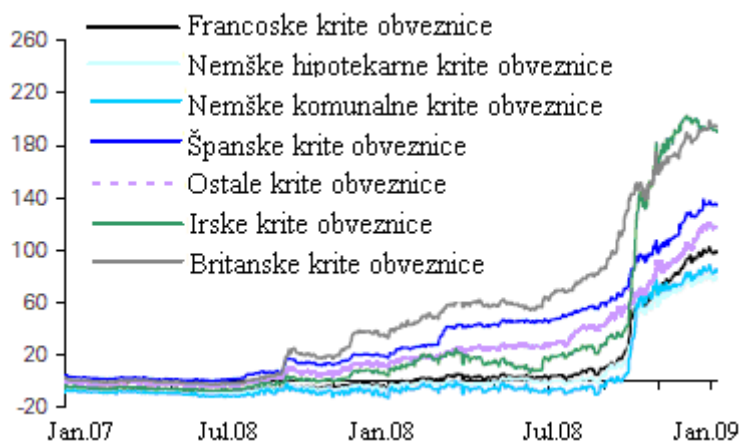
Slika 11: Gibanje pribitkov kritih obveznic in nepodrejenih bančnih obveznic nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav (v bt)



Vir: ECB, Covered bonds in the EU financial system, 2008, str. 23.

Potrebno je omeniti, da so do pričetka finančne krize vlagatelji ocenjevali krite obveznice iz različnih držav kot enako tvegan instrument, kar pa se je močno spremenilo predvsem po propadu banke Lehman Brothers septembra 2008. Vlagatelji so tako namenili večjo pozornost pravni ureditvi kritih obveznic v posameznih državah, in kot manj tvegane ocenili tiste, ki jim ponujajo boljšo pravno varnost. To je tudi eden izmed razlogov, da so se najmanj povečali pribitki nemških kritih obveznic, medtem ko so se pribitki kritih obveznic iz drugih držav, v katerih je pravna ureditev bolj ohlapna, povečali za več (Slika 12). Povečali so se tudi kreditni pribitki državnih obveznic, kar je vplivalo na vse vrste vrednostnih papirjev izdanih v tej državi, torej tudi na krite obveznice (ECB, 2008, str. 23-24).

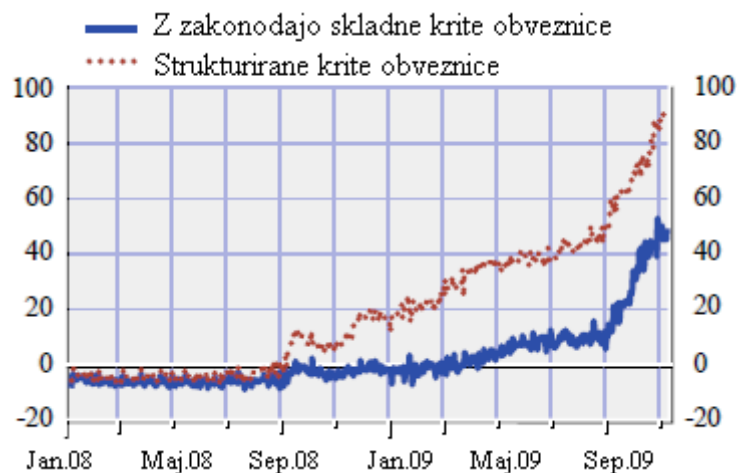
Slika 12: Gibanje pribitkov kritih obveznic nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav glede na državo (v bt)



Vir: Deutsche Bank, Overview Covered Bonds, 2009, str. 6.

Pribitki strukturiranih kritih obveznic, so porasli še bolj (Slika 13), kar je posledica predvsem pravne zaščite, ki jo strukturirane krite obveznice vlagateljem nudijo. Pravna zaščita je manjša, kot v primeru z regulativama UCITS in CRD skladnih kritih obveznic. Poleg tega so strukturirane krite obveznice kompleksnejše, kar zmanjšuje transparentnost ponujene zaščite za vlagatelje. (ECBC, 2008b, str. 25; ECB, 2008, str. 27).

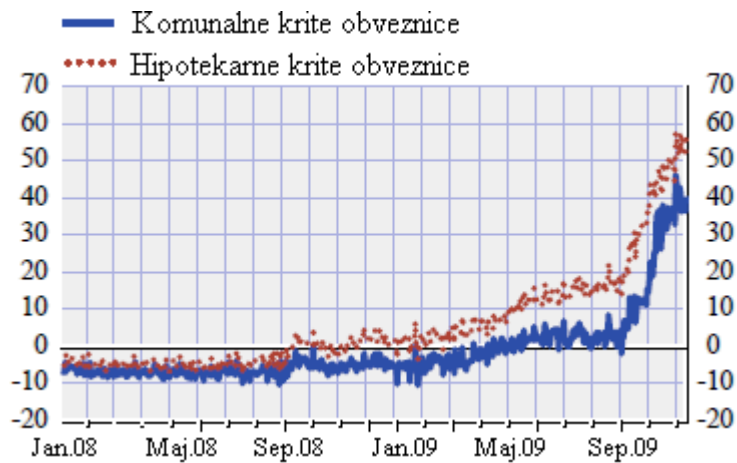
Slika 13: Gibanje pribitkov strukturiranih kritih obveznic nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav (v bt)



Vir: ECB, Covered bonds in the EU financial system, 2008, str. 27, slika 11.

Prav tako so pričeli vlagatelji v luči finančne krize diferencirati med različnimi vrstami kritih obveznic. Na to kaže dejstvo, da so se v času krize pribitki hipotekarnih kritih obveznic povečali bolj, kot so se povečali pribitki komunalnih kritih obveznic (Slika 14). Na pribitke hipotekarnih kritih obveznic je namreč, poleg prej naštetih razlogov, dodatno vplivalo tudi zniževanje cen nepremičnin v Evropi in svetu, kar vpliva na kakovost kritnega premoženja. Vlagatelji tako po pričetku finančne krize ocenjujejo komunalne krite obveznice kot varnejše naložbe v primerjavi s hipotekarnimi kritimi obveznicami (ECB, 2008, str. 26-27).

Slika 14: Gibanje pribitkov kritih obveznic nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav glede na vrsto zavarovanja (v bt)

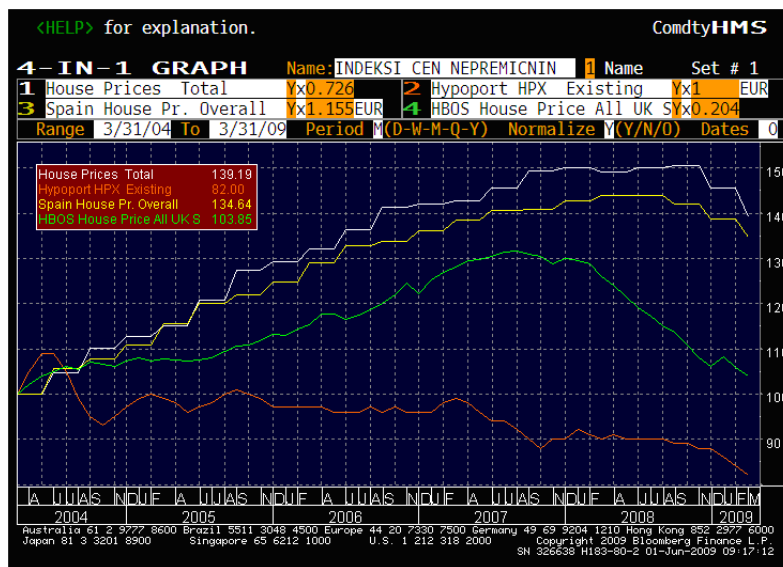


Vir: ECB, Covered bonds in the EU financial system, 2008, str. 26, slika 10.

Padanje cen nepremičnin sicer ni enako v vseh državah (Slika 15). Največji padec nepremičnin je moč zaslediti na Irskem, v Španiji in Veliki Britaniji, medtem ko se cene nepremičnin v Nemčiji gibajo podobno kot pred finančno krizo. Cene nepremičnin so v večini evropskih držav začele padati v drugi polovici leta 2008. V Veliki Britaniji pa se je padanje cen nepremičnin pričelo že v letu 2007, kar lahko pripišemo večji povezanosti trga nepremičnin v VB s trgom nepremičnin v ZDA. Po mnenju tržnih udeležencev je nadaljnje zniževanje cen nepremičnin v evropskih državah zelo verjetno (S&P, 2009, str. 2-3), kar ima lahko še naprej neposreden negativen vpliv na kakovost kritnega premoženja hipotekarnih kritih obveznic, in s tem na pribitke in nove izdaje le-teh (ECB, 2008, str. 26-27). Nadalje, mnogi analitiki opozarjajo, da padec cen nepremičnin v nekaterih evropskih državah, kot npr. v Franciji in Španiji<sup>25</sup>, še zdaleč ni tolikšen, kot je padec cen nepremičnin v ZDA ali VB.

<sup>25</sup> Po navedbah bonitetne agencije S&P je tako trend zmanjševanja novih izdaj predvsem španskih kritih obveznic moč pričakovati tudi v naprej. Slednje je posledica več dejavnikov, najpomembnejša izmed vseh pa sta močen padec cen španskih nepremičnin in pričakovanja o nadaljnjem padanju le-teh. Nadaljnje padanje cen nepremičnin v Španiji je moč pričakovati predvsem zaradi slabih napovedi glede gospodarskih podatkov za to državo. Stopnja nezaposlenosti naj bi se po navedbah agencije S&P v letu 2010 povečala iz trenutno že visokih 17,4% na 21%. Prav tako naj bi bila stopnja rasti španskega bruto domačega proizvoda negativna tudi v letu 2010. Rezultat tega (in dejstva, da se je povpraševanje po nepremičninah zmanjšalo za 60%) je trend padanja cen nepremičnin v Španiji, ki se bo po pričakovanjih agencije S&P nadaljeval vse do leta 2012 in bo posledično oviral nove izdaje španskih kritih obveznic (S&P, 2009, str 9-11).

Slika 15: Indeksi cen nepremičnin v Nemčiji, Franciji, Španiji in Veliki Britaniji



Vir: Bloomberg, junij 2009.

Zanimivo je, da so do pričetka krize krite obveznice veljale za tako rekoč kreditno neobčutljiv instrument, kar pomeni, da naj bi bil vlagatelj izpostavljen predvsem obrestnemu ter likvidnostnemu tveganju in ne kreditnemu tveganju. S pričetkom krize pa se je tudi ta pogled spremenil in trg kritih obveznic se je, zaradi slabe transparentnosti in likvidnosti, spremenil v trg, ki je prav tako izpostavljen kreditnemu tveganju izdajatelja. Kakovost kritnega premoženja v času finančne krize se ni poslabšala do te mere, da bi lahko v celoti pojasnili povečevanje pribitkov kritih obveznic le s slabšanjem kritnega premoženja. Prav tako se v večini primerov niso spremenile bonitetne ocene izdajateljev kritih obveznic in njihove pravne ureditve. Tako je po navedbah strokovnjakov dogajanje na sekundarnem trgu kritih obveznic, v tem času, v veliki meri posledica njihove slabe likvidnosti in ne samo povečanih kreditnih tveganj oz. drugih opisanih dejavnikov. Likvidnost trga kritih obveznic je bila namreč močno pod pritiskom že od druge polovice leta 2007 ter se je po propadu investicijske banke Lehman Brothers še poslabšala. Do ponovne vzpostavitve mehanizma vzdrževanja trga (angl. *market making*) navkljub nekajkratnim poskusom prilagajanja pravil<sup>26</sup> še ni prišlo. Likvidnost na sekundarnem trgu se ob povečani aktivnosti na primarnem trgu sicer izboljšuje, a še vedno ne moremo trditi, da je trg kritih obveznic likviden tako, kot je bil pred nastopom krize (ECBC, 2008b, str. 27-29; Association of German Pfandbrief Banks, 2008b, str. 35-41).

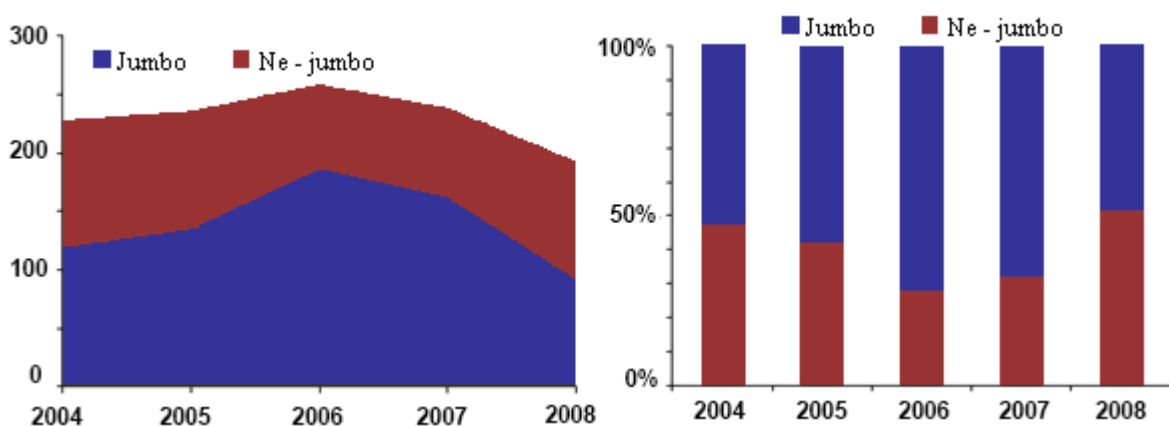
<sup>26</sup> Razširitev maksimalno dovoljenih *bid/ask* razmikov, zmanjševanje zneskov ipd. Ne glede na sprejete ukrepe je položaj na trgu pripeljal do tega, da so med 21. in 26. novembrom 2007 vzdrževalci trga prenehali kotirati cene na medbančnem trgu ter da je, čeprav zatem ponovno oživiljena, njihova funkcija med marcem in avgustom 2008 dejansko zamrla.

### 3.3.2 Primarni trg

Dogajanje na sekundarnem trgu kritih obveznic v letu 2007 se ni prelevilo na primarni trg, kar je posledica predvsem dejstva, da so se možnosti financiranja bank v času krize zelo omejile. Financiranje na medbančnem nezavarovanem in zavarovanem trgu depozitov daljših ročnosti je postalo skorajda nemogoče, likvidnost na trgu listinjenih vrednostnih papirjev je postala nična, prav tako pa so se pribitki na nezavarovane bančne obveznice močno povečali. Tako je bil trg kritih obveznic eden redkih, ki je v tem času izdajateljem zagotavljal dolgoročno financiranje po relativno ugodnih pogojih, v primerjavi s prej omenjenimi možnostmi. Poleg tega je v času do julija 2008 na trg kritih obveznic vstopilo kar 20 novih bank, kar je še dodatno vplivalo na počasnejše padanje novih izdaj kritih obveznic. Šele v drugi polovici leta 2008, po propadu investicijske banke Lehman Brothers, se je kriza prelevila tudi na primarni trg kritih obveznic (ECB, 2008, str. 25; ECBC, 2008b, str. 24-27; Association of German Pfandbrief Banks, 2008b, str. 43-47). Obseg novih se je najbolj znižal v Španiji, prav tako pa je močan padec zaslediti tudi v Veliki Britaniji in ZDA.

Razmerje med skupnimi nominalnimi vrednostmi *jumbo* in *ne-jumbo* novimi izdajami kritih obveznic je v letu 2008 znašalo približno 1:1 (Slika 16). Glavnina *jumbo* kritih obveznic je imela do pričetka krize ob izdaji zapadlost med 2 in 10 let, natančneje, več kot 80% novih izdaj *jumbo* kritih obveznic je imelo do pričetka krize ob izdaji zapadlost do 7 let. Po nastopu krize se je to spremenilo. Opazen je namreč trend skrajševanja ročnosti novih izdaj kritih obveznic. Nizka likvidnost, negotovost glede prihodnjih gibanj pribitkov ter večja verjetnost prevrednotenja obstoječih kritih obveznic so dejavniki, ki so vplivali na skrajševanje ročnosti novih izdaj<sup>27</sup> (Deutsche Bank, 2009a, str. 7).

Slika 16: Obseg novih izdaj *jumbo* in *ne-jumbo* kritih obveznic (v mrd EUR) in deleži *jumbo* in *ne-jumbo* kritih obveznic v novih izdajah (v %)



Vir: Natixis, Covered Bonds, 2008, str. 10.

<sup>27</sup> V letu 2008 je bila povprečna ročnost novih izdaj kritih obveznic 3 leta. Največji padec ročnosti novih izdaj so doživele španske krite obveznice (2007 – 11 let; 2008 – 2,15 let), v manjši meri pa francoske (2007 – 6,25 let; 2008 – 4,25 let) in nemške krite obveznice (2007 in 2008 – 4,5 let). Povprečna ročnost novih izdaj se je v času po objavi namere odkupa 60 milijard kritih obveznic ponovno povečala (Fitch, 2009, str. 9).



Dogajanje na primarnem trgu kritih obveznic iz druge polovice leta 2008 se je nadaljevalo tudi v prvem četrtletju leta 2009. S ponudbenega vidika je na zmanjševanje novih izdaj kritih obveznic vplival še močnejši porast pribitkov kritih obveznic glede na krivuljo donosnosti za posle zamenjav, kar ima za posledico dražje financiranje izdajateljev kritih obveznic. Na strani povpraševanja pa so imeli negativen vpliv na trg kritih obveznic sprejeti vladni ukrepi različnih držav za omejitev finančne krize, med katere spadata predvsem brezpogojna in neomejena garancija vlade na bančne depozite različnih ročnosti ter garancija vlade na bančne obveznice. Omenjeni vladni ukrepi so povečali konkurenco kritim obveznicam, saj so postali vezani depoziti ali nakup garantiranih bančnih obveznic varnejša alternativa kritih obveznic, vse to pa je imelo za posledico zmanjšanje povpraševanja po kritih obveznicah in posledično zmanjšanje njihovih novih izdaj (UBS, 2009, str. 2-3).

## 4 Odkup kritih obveznic s strani Evrosistema

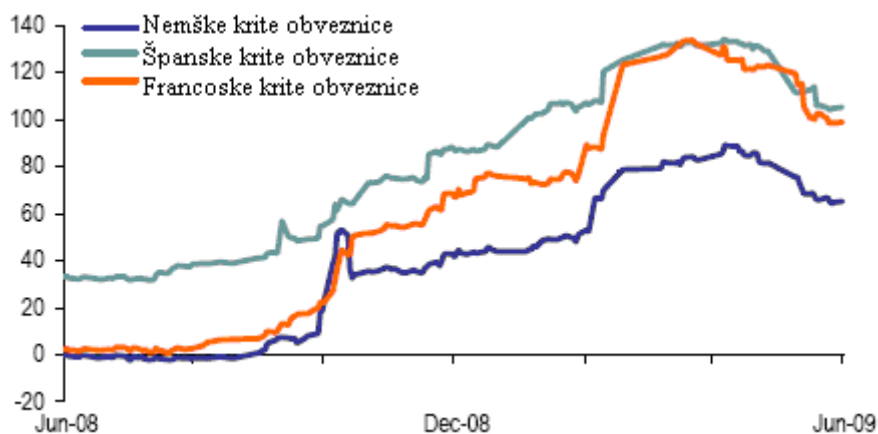
V luči povečevanja pribitkov kritih obveznic ter vse slabše likvidnosti na trgu le-teh je ECB, na zasedanju 7. maja 2009, objavila namero o odkupu kritih obveznic z namenom stabilizacije tega, za evro območje, še kako pomembnega trga dolžniških vrednostnih papirjev. Evrosistem je objavil, da namerava v obdobju od julija 2009 do konca junija 2010 odkupiti okoli 60 milijard kritih obveznic izdanih na območju evra (ECB, 2009, str. 1).

Podrobnejše informacije glede omenjenih odkupov je Evrosistem objavil 4. junija 2009. V sporočilu za javnost so zapisali, da bo 60 milijard evrov evrskih kritih obveznic odkupil tako na sekundarnem kot tudi na primarnem trgu na območju evra. Krite obveznice, ki so primerne za nakup so tiste, ki so skladne z direktivo UCITS oz. so izdane v skladu z nekim drugim pravnim okvirjem (tudi strukturirane krite obveznice), katerih izdaja ni manjša od 100 milijonov evrov, nimajo nižje bonitetne ocene od AA in so krite s hipotekarnimi posojili oz. posojili javnemu sektorju (UBS, 2009, str. 2; ECB, 2009, str. 2; Landesbank Baden Württemberg, 2009, str. 2-4).

Znesek 60 milijard evrov se je razdelil med ECB in nacionalne centralne banke v Evrosistemu (angl. *National Central Banks* – NCB) glede na vplačan kapital (angl. *paid-in capital*) posamezne NCB pri ECB. Glede na ta ključ pripada ECB 8%, nemški centralni banki 25%, francoski centralni banki 19%, italijanski centralni banki 17%, španski centralni banki 11% in nizozemski centralni banki okoli 5% od celotnega zneska v višini 60 milijard evrov. To pomeni, da bo imela pomoč Evrosistema po pričakovanjih analitikov pozitiven vpliv predvsem na nemški in francoski trg kritih obveznic. Slednje je rezultat predvidevanj, da bo večina nacionalnih centralnih bank sredstva, ki jih ima na voljo, plasirala na domačem trgu kritih obveznic. Glede na dejstvo, da je španski trg kritih obveznic med največjimi v Evropi, španska centralna banka pa ima na voljo le 11% celotnega zneska, lahko predpostavljamo, da je Španija v okviru pomoči Evrosistema v slabšem položaju kot prej omenjeni Nemčija in Francija (Bayerische Landesbank, 2009, str. 2-3).

Tržni udeleženci so sicer odločitev Evrosistema o odkupu kritih obveznic sprejeli pozitivno, kar se je odrazilo tako na sekundarnem kot tudi na primarnem trgu. Pribitki kritih obveznic so se namreč proti krivulji donosnosti za posle zamenjav močno zožili (Slika 17). Prav tako se je povečala likvidnost kritih obveznic, kar je bil tudi eden izmed glavnih razlogov odločitve Evrosistema o odkupu kritih obveznic (ECB, 2009, str. 1-3; UBS, 2009, str. 2-7; Deutsche Bank, 2009b, str. 1-2).

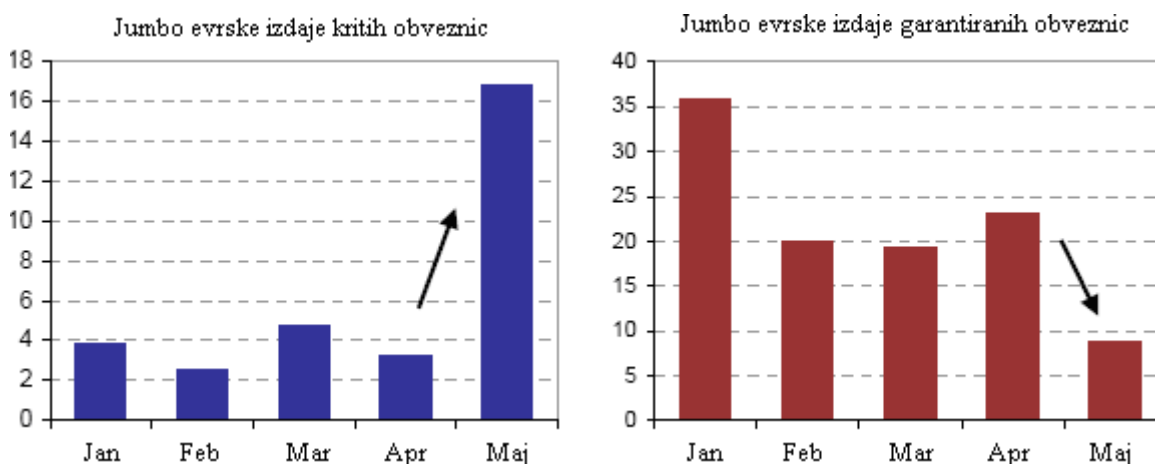
Slika 17: Gibanje pribitkov kritih obveznic nad krivuljo donosnosti za posle zamenjav po objavi namere odkupa kritih obveznic s strani ECB (v bt)



Vir: BNP Paribas, Covered Bond Watch, 2009, str. 1.

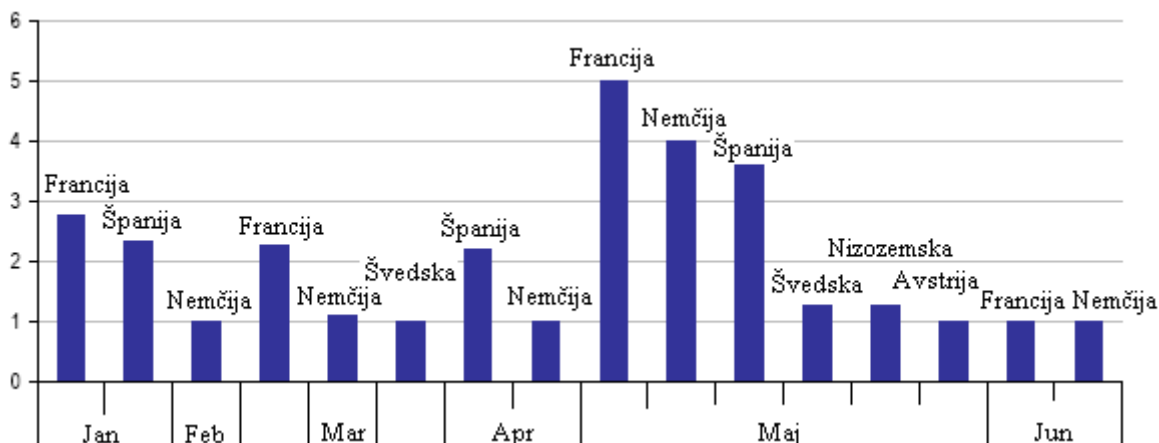
Poleg pozitivnega vpliva na sekundarni trg je imela odločitev Evrosistema pozitiven vpliv tudi na primarni trg. Slednje se kaže v tem, da se je izdaja kritih obveznic, ki je bila v letu 2009 na izjemno nizki ravni, v maju močno povečala in od takrat naprej nadaljuje začet pozitiven trend. Povečanje izdaj kritih obveznic je posledica padca pribitkov kritih obveznic, zaradi česar je postalo dolgoročno financiranje z izdajo kritih obveznic ugodnejše, prav tako pa se je povečalo zaupanje vlagateljev v sam trg kritih obveznic. V obdobju od 7. maja do 4. junija 2009 je bilo tako izdanih 18,25 milijard evrov *jumbo* kritih obveznic, medtem ko je bilo od januarja do aprila izdanih le 28,73 milijard evrov *jumbo* kritih obveznic (Commerzbank AG, 2009a, str. 1-4; ECB, 2009, str. 1-3; UBS, 2009, str. 2-7). Povečana izdaja se je nadaljevala tudi v juniju, ko je mesečni obseg novih izdaj kritih obveznic prvič v letošnjem letu presegel mesečni obseg novih izdaj iz leta 2008. Tako je bilo v času od objave ECB o odkupu kritih obveznic do sredine julija izdanih kar okoli 50 milijard evrov *jumbo* kritih obveznic, kar na nek način pritrjuje okrevanju tega trga. Iz Slike 18 je razvidno, da se je po objavi namere o odkupu kritih obveznic s strani Evrosistema obseg novih izdaj državno garantiranih obveznic, ki so pred tem za vlagatelje predstavljale nadomestne naložbe za krite obveznice, precej zmanjšal. Po omenjeni objavi so najbolj aktivni izdajatelji v Franciji, sledijo pa jim nemški ter španski izdajatelji (Slika 19).

Slika 18: Obseg novih izdaj jumbo kritih in državno garantiranih obveznic v letu 2009 v mrd EUR



Vir: Commerzbank AG, Pfandbrief Weekly, 2009a, str. 1.

Slika 19: Nove izdaje jumbo kritih obveznic v letu 2009 po državah (v mrd EUR)



Vir: UBS, Covered Bonds Insights, 2009, str. 9, slika 9.

Kot omenjeno je Evrosistem najavil, da bo nakupe na sekundarnem in primarnem trgu izvajal od julija 2009 do konca junija 2010. To pomeni, da mora znašati povprečni dnevni nakup kritih obveznic s strani Evrosistema v tem obdobju okoli 250 milijonov evrov, če želi ta odkupiti napovedan obseg kritih obveznic. Do sredine julija je Evrosistem po javno dostopnih podatkih odkupil 585 milijonov evrov kritih obveznic, kar je sicer mnogo manj od tistega, kar bi glede na prej omenjen povprečni dnevni obseg odkupov lahko pričakovali (v prvih enajstih delovnih dneh v juliju znaša dnevno povprečje nakupov kritih obveznic s strani Evrosistema okoli 53 milijonov evrov). Nižji obseg nakupov, ki so bili izvedeni predvsem na sekundarnem trgu, je posledica previdnega pristopa k nakupu kritih obveznic, predvsem zaradi dejstva, da je raznolikost samih izdajateljev, in s tem posledično izdaj, zelo velika. Poleg tega pa na sekundarnem trgu ni dovolj velike ponudbe kritih obveznic, kar dodatno znižuje možnost njihovega nakupa. Nakupi na primarnem trgu se bodo zaradi tega v prihodnje po navedbah analitikov po vsej verjetnosti povečali, kar naj bi imelo za posledico nadaljevanje zniževanja pribitkov za nove izdaje kritih obveznic (Deutsche Bank, 2009b, str. 1-2).

#### **4.1 Pričakovanja glede dogajanja na trgu kritih obveznic v bližnji prihodnosti**

Kljub temu je potrebno opozoriti na navedbe nekaterih analitikov, ki pravijo, da paket pomoči trgu kritih obveznic v višini 60 milijard evrov sam po sebi ne bo dovolj za stabilizacijo tako sekundarnega kot tudi primarnega trga v kratkem obdobju. Temu v prid govori tudi dejstvo, da so napovedi glede gospodarskih rasti v Evropi in po svetu za leto 2009 izrazito slabe. Nemško gospodarstvo, ki velja za največje v Evropi, se bo po napovedih v letošnjem letu nominalno skrčilo za 5,5%, medtem ko se bo gospodarstvo na ravni Evroobmočja skrčilo za okoli 4,4% (S&P, 2009, str. 11). Napovedi glede gospodarskih rasti za leto 2010 so prav tako slabe, a vendar naj bi se začele razmere v Evropi in po svetu postopoma izboljševati. Na to kaže tudi reakcija delniških trgov, ki naj bi po mnenju mnogih tržnih udeležencev prav prvi reagirali na spremenjene ekonomske okoliščine. Gibanje splošne gospodarske dinamike in kreditnega tveganja je povezano s solventnostjo bank in v veliki meri tudi kreditno sposobnostjo gospodarstva in prebivalstva pri vračanju hipotekarnih posojil. Splošna ekonomska in kreditna tveganja povezana z investicijami v, npr. hipotekarne krite obveznice, tako še vedno ostajajo.

Negotovost na trgu kritih obveznic tako ne glede na posredovanje s strani ECB še vedno ostaja, tako da ni moč natančno odgovoriti na vprašanje, če bo odkup kritih obveznic s strani Evrosistema imel tudi dolgoročnejši učinek na sekundarni in primarni trg kritih obveznic, in s tem v povezavi na njihove izdaje, likvidnost in pribitke. Kljub temu pa analitiki poudarjajo, da je odločitev ECB o odkupu kritih obveznic vplivala na povečanje zaupanja vlagateljev v ta trg, prav tako pa je povrnila samozavest izdajateljem za njihovo izdajo. Verjetno je, da so nekateri izdajatelji z izdajo čakali na ugodnejše tržne pogoje, medtem ko so vlagatelji čakali na določen znak okrevanja tega trga, ki se je začelo po objavi namere ECB o odkupu kritih obveznic (UBS, 2009, str. 6).

Povečana izdaja kritih obveznic, se zaradi njihovega odkupa s strani ECB, pričakuje tudi v naprej, prav tako pa se pričakuje nadaljnje zniževanje pribitkov kritih obveznic, še posebej tistih, ki so primerne za odkup s strani ECB in so z vidika vlagatelja varnejše, kot tiste, ki za odkup niso primerne. Prav tako se pričakuje, da se bo zaradi težnje po povečanju zaupanja v trg kritih obveznic, povečala transparentnost izdajateljev, v smislu izboljšanja posredovanja informacij o kritnem premoženju. Verjetno je tudi, da bodo vlagatelji v prihodnje, pri odločanju o investicijah v krite obveznice, večjo težo namenili izvoru kritih obveznic (zakonodaji, v okviru katere so bile izdane), sami strukturi kritnega premoženja in značilnostim njihovih izdajateljev. Ob povečani izdaji kritih obveznic se pričakuje tudi večja likvidnost na sekundarnem trgu le-teh, ki je po mnenju mnogih primarni cilj posega Evrosistema na njihov trg. Likvidnost sicer za zdaj še vedno ostaja omejena, vendar pa se je od trenutka povečanja izdaj meseca maja nekoliko izboljšala. To se kaže tudi v zoženju *bid/ask* razmikov za nove izdaje kritih obveznic (UBS, 2009, str. 6-7 in 12; Commerzbank, 2009c, str. 3-6).

## Sklep

Zgodovina kritih obveznic seže v 18. stoletje, ko je Friderik Veliki postavil temelje za prvo izdajo zadolžnic imenovanih *Pfandbriefe*. Namen izdaje slednjih je bil jasen – obnova ozemlja nekdanje, zaradi posledic vojne opustošene, Prusije. Tako se je prvič pojavila ideja o financiranju gradnje z izdajo vrednostnih papirjev.

Krite obveznice so bančne obveznice, zavarovane s kritnim premoženjem, iz katerega se poplačajo obveznosti do vlagateljev v primeru stečaja banke izdajateljice. V kolikor ta sredstva ne zadoščajo za poplačilo vlagateljev, imajo le-ti terjatev tudi do ostalih sredstev izdajatelja, in sicer po principu enake obravnave upnikov z ostalimi imetniki nezavarovanega dolga izdajatelja. Kljub tej definiciji kritih obveznic je le-te na različne načine interpretiralo mnogo različnih strokovnjakov, tako da neka splošno priznana poenotena definicija kritih obveznic ne obstaja.

Še najbližje opredelitvi kritih obveznic je direktiva UCITS, ki v 4. točki 22. člena opredeljuje glavne značilnosti, ki določen dolžniški vrednostni papir definirajo kot krito obveznico. Poleg direktive UCITS pa trg kritih obveznic na ravni EU ureja tudi direktiva CRD, ki določa pravila glede primernosti sredstev v kritnem premoženju kritih obveznic (LTV razmerje, geografska izpostavljenost, koncentracija ipd.), prav tako pa v skladu z Baselskimi standardi (Basel II) predpisuje metode za določanje kapitalске ustreznosti. Obe direktivi sta sicer poskrbeli za določeno stopnjo harmonizacije evropskih trgov kritih obveznic, kljub temu pa še vedno ostajajo določene razlike med pravnimi okvirji znotraj posameznih držav, zaradi katerih so določene krite obveznice v očeh vlagateljev privlačnejše kot druge.

Krite obveznice so v primerjavi z listinjenimi vrednostnimi papirji ali navadnimi nepodrejenimi obveznicami varnejši instrument. V primerjavi z navadnimi nepodrejenimi obveznicami ugotovimo, da predstavlja kritno premoženje pri kritih obveznicah dodatno varnost za vlagatelja. V primerjavi z listinjenimi vrednostnimi papirji pa je kljub nekaterim podobnostim veliko pomembnih razlik, zaradi katerih so vlaganja v krite obveznice varnejša kot vlaganja v listinjene vrednostne papirje. Najpomembnejša razlika je vsekakor v tem, da kritno premoženje v primeru kritih obveznic ostane v bilanci izdajatelja, medtem ko se sredstva, namenjena za kritje listinjenih vrednostnih papirjev prenesejo na posebno, s tem namenom ustvarjeno institucijo. Tako v primeru kritih obveznic kreditno tveganje ostane v bilanci izdajatelja, medtem ko se v primeru listinjenih vrednostnih papirjev kreditno tveganje prenese na prej omenjeno posebno institucijo (prikazuje se izvenbilančno).

Privlačnost kritih obveznic je posledica več njihovih značilnosti. Poleg dvojne zaščite, ki pomeni, da za poplačilo upnikov izdajatelj garantira s celotnim kritnim premoženjem, če to ni dovolj, pa tudi z lastnim kapitalom, predstavlja dodatno varnost tudi minimalno presežno kritje, ki je v večini držav z zakonom tudi določeno. Prav tako je za vlagatelje velikega pomena tudi LTV razmerje, ki kaže razmerje med odobrenim hipotekarnim kreditom in

ocenjeno vrednostjo nepremičnine ob najemu hipotekarnega kredita. To razmerje je, npr. pri nemških kritih obveznicah, postavljeno v višini 60%. To pomeni, da so v kritno premoženje zajeta samo tista hipotekarna posojila, katerih LTV razmerje ne presega 60%. Slednje predstavlja v primeru investiranja v, npr. hipotekarne krite obveznice, še dodatno varnost. Če skušamo to posplošiti ugotovimo, da bi v primeru, ko sposojevalci ne bi več mogli odplačevati hipotekarnih kreditov, morala vrednost nepremičnin, za katere je bila vzeta hipoteka, pasti za več kot 40%, da vlagatelji v krite obveznice ne bi bili v celoti poplačani. To pa samo v primeru, da izdajatelj v kritno premoženje ne bi bil sposoben vključiti druga sredstva, katerih LTV razmerje je v skladu z nemškim zakonom.

Kvaliteto kritnih premoženj, in s tem povezano tveganje, pri investiranju v krite obveznice ocenjujejo bonitetne agencije. Zaradi omenjenih varoval so krite obveznice s strani le-teh ocenjene kot izjemno varen dolžniški vrednostni papir. Čeprav se način ocenjevanja posameznih izdaj s strani bonitetnih agencij razlikuje so krite obveznice v večini primerov ocenjene z AAA bonitetno oceno. Bonitetne agencije pri ocenjevanju kritih obveznic upoštevajo predvsem strukturo kritnega premoženja, kvaliteto posojil, ki služijo za zavarovanje kritih obveznic ter bonitetno oceno izdajatelja omenjenega vrednostnega papirja. Izjema je bonitetna agencija S&P, ki zaenkrat bonitetne ocene izdajatelja pri ocenjevanju kritih obveznic ne upošteva. To se bo v kratkem spremenilo, kajti agencija je že napovedala spremembo metodologije ocenjevanja kritih obveznic.

Na račun preglednosti trga in stroge zakonodaje, ki trg kritih obveznic ureja, se je obseg slednjega v zadnjih letih močno povečal. Trend povečevanja obsega trga kritih obveznic je bil s pričetkom finančne krize prekinjen. Omenjeni trg se je namreč tako, kot drugi finančni trgi, znašel v situaciji, ko je povpraševanje po teh instrumentih popolnoma zamrlo, prav tako pa se je ustavila tudi njihova izdaja. Ob dejstvu, da so se močno povečali tudi pribitki kritih obveznic, je postal trg, ki je bil še pred kratkim izjemno privlačen za vlagatelje, popolnoma neaktiven. Vseeno je potrebno poudariti, da so se pribitki kritih obveznic v času finančne krize povečali za manj, kot so se povečali pribitki za nezavarovane bančne obveznice ali lisitnjene vrednostne papirje. To lahko pripišemo dvojni zaščiti, ki jo nudijo krite obveznice, in s tem večjim zaupanjem vlagateljev v to vrsto dolžniških vrednostnih papirjev. Ker so krite obveznice privlačne tako za izdajatelje kot tudi za vlagatelje je pomen stabilizacije in navsezadnje ohranitve trga kritih obveznic v interesu obeh omenjenih skupin.

Na pomen stabilizacije trga kritih obveznic in pomembnost tega trga za Evrosistem je močno nakazala intervencija ECB. Slednja je 7. maja 2009 objavila, da bo odkupila 60 milijard evrov evrskih kritih obveznic, in sicer tako na primarnem kot tudi na sekundarnem trgu na območju EMU. Primerne krite obveznice za odkup so tiste, ki so skladne z direktivo UCITS oz. so izdane v skladu z nekim drugim pravnim okvirjem (sem spadajo tudi strukturirane krite obveznice), katerih izdaja ni manjša od 100 milijonov evrov, nimajo nižje bonitetne ocene od AA in so krite s hipotekarnimi posojili oz. posojili javnemu sektorju. Omenjena objava je močno vplivala na povečanje izdaj kritih obveznic, zmanjšanje pribitkov le-teh in izboljšanje

likvidnosti na sekundarnem trgu kritih obveznic. Evrosistem je nakupe dejansko začel izvajati v začetku julija 2009. Do sredine omenjenega meseca je Evrosistem po javno dostopnih podatkih odkupil 585 milijonov evrov kritih obveznic, kar je sicer mnogo manj od tistega, kar bi lahko pričakovali, a vendar je potrebno opozoriti, da je nižji obseg nakupov posledica previdnejšega pristopa k nakupu kritih obveznic, predvsem zaradi dejstva, da je raznolikost samih izdajateljev, in s tem posledično izdaj kritih obveznic, zelo velika. Prav tako na sekundarnem trgu ni dovolj velike ponudbe kritih obveznic, kar dodatno znižuje možnost njihovega nakupa.

Negotovost na trgu kritih obveznic, ne glede na zgoraj omenjeno, še vedno ostaja, tako da ni moč natančno odgovoriti na vprašanje, če bo imel njihov odkup s strani Evrosistema tudi dolgoročnejši učinek na omenjeni trg. Povečana izdaja kritih obveznic se sicer pričakuje tudi v naprej, prav tako pa se pričakuje nadaljnje zniževanje pribitkov kritih obveznic. V prihodnje bodo vlagatelji bolj osredotočeni na zakonodajo, v okviru katere so krite obveznice izdane, pri tem pa bodo večji pomen namenili strukturi kritnega premoženja in značilnostim izdajateljev kritih obveznic. Poleg tega je moč pričakovati, da se bo likvidnost na sekundarnem trgu kritih obveznic, ki je sicer še vedno omejena, izboljšala.

Kljub vsemu lahko iz zgoraj navedenega zaključimo, da je trg kritih obveznic še vedno eden izmed najpomembnejših evropskih trgov dolžniških vrednostnih papirjev in da je delovanje tega trga izjemnega pomena za celotno območje evra. Intervencija Evrosistema, ki je poskrbela za ponovno oživitev tega trga, je na to dejstvo jasno opozorila.

## Literatura in viri

1. Association of German Pfandbrief Banks. (2008a, 26. februar). The Pfandbrief – a premium product. Najdeno 15. maja 2009 na spletnem naslovu [http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/346DAA456C29D09AC125741F00254245/\\$FILE/PfandbriefPremiumProduct.pdf](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/346DAA456C29D09AC125741F00254245/$FILE/PfandbriefPremiumProduct.pdf).
2. Association of German Pfandbrief Banks. (2008b, avgust). The Pfandbrief 2008/2009. Najdeno 19. maja 2009 na spletnem naslovu [http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/tindex/en\\_annual\\_report.htm](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/tindex/en_annual_report.htm).
3. Association of German Pfandbrief Banks. (2009a). *Pfandbrief Act*. Berlin: Association of German Pfandbrief Banks.
4. Association of German Pfandbrief Banks. (2009b). Pfandbrief Act amended. Najdeno 29. maja 2009 na spletnem naslovu [http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/tindex/en\\_press\\_info.htm?OpenDocument&6D44DBF6A3C0D67BC12575850056B04A](http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/tindex/en_press_info.htm?OpenDocument&6D44DBF6A3C0D67BC12575850056B04A).
5. Avesani, R.G., Pascual, A.G. & Ribakova, E. (2007). *The Use of Mortgage Covered Bonds*. Washington: International Monetary Fund.
6. Bayerische Landesbank. (2009). *Covered Bond Report*. München: Bayerische Landesbank.
7. Bloomberg: Informacijski sistem, april–avgust 2009.
8. BNP Paribas. (2008). *The Covered Bond Guide*. Paris: BNP Paribas.
9. BNP Paribas. (2009). *Covered bond Watch*. Paris: BNP Paribas.
10. Bujalance, L., Ferreira, E. (b.l.). An Analysis of the European Covered Bond Market. Najdeno 18. maja 2009 na spletnem naslovu [http://www.uibcongres.org/imgdb//archivo\\_dpo3674.pdf](http://www.uibcongres.org/imgdb//archivo_dpo3674.pdf).
11. Commerzabank AG. (2008). *Covered Bonds Uncovered*. Frankfurt: Commerzbank AG.
12. Commerzabank AG. (2009a). *Pfandbrief Weekly*. Frankfurt: Commerzbank AG.
13. Commerzabank AG. (2009b). *Pfandbrief Weekly*. Frankfurt: Commerzbank AG.
14. Commerzabank AG. (2009c). *Ahead of the curve*. Frankfurt: Commerzbank AG.
15. Deutsche Bank AG London. (2009a). *Overview Covered Bonds*. London: Deutsche Bank AG.
16. Deutsche Bank AG London. (2009b). *EUR Liquid Credit Weekly*. London: Deutsche Bank AG.
17. European Central Bank. (2008). *Covered Bonds in the EU Financial System*. Frankfurt: European Central Bank.
18. European Central Bank. (2009, 2. julij). Decision of the European Central Bank of 2 July 2009 on the Implementation of the Covered Bond Purchase Programme (ECB/2009/16). Najdeno 8. julija 2009 na spletnem naslovu [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_decision\\_ecb\\_2009\\_16.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_decision_ecb_2009_16.pdf).
19. European Covered Bond Council. (2008a). ECBC Essential Features of Covered Bonds. Najdeno 14. maja 2009 na spletnem naslovu



- <http://212.3.246.147/docs/1/FCOJBCNCDGLBDHDMHGGJAAPOPDWB9DBYW3TE4Q/EMF/Docs/DLS/2008-00117.pdf>.
20. European Covered Bond Council. (2008b). *European Covered Bond Fact Book*. Bruselj: European Mortgage Federation.
  21. FDIC Fact Sheet. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu <http://www.fdic.gov/deposit/deposits/DIfactsheet.pdf>.
  22. Fitch. (2008). *Covered Bonds Rating Criteria*. London: Fitch.
  23. Fitch. (2009). *Covered Bonds: Comparative Study of Covered Bonds 2008/09*. New York: Fitch Inc.
  24. Freshfields Bruckhaus Deringer. (2009). German Covered Aircraft Bonds. Najdeno 11. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2009/apr09/25665.pdf>.
  25. Golin, J. (2006). *Covered Bonds Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*. London: Euromoney Institutional Investor Plc.
  26. Gruntar, A. (2009). Krite obveznice v času finančne krize. *Bančni vestnik*, 7-8, str. 13-23.
  27. J. P. Morgan. (2008). *The JPMorgan Covered Bond Handbook*. London: J. P. Morgan Chase & Co.
  28. J. P. Morgan (2009). *Softly Does It*. London: J. P. Morgan Chase & Co.
  29. Josipović, T. (2006). Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*, 56, str. 281-314.
  30. Landesbank Baden Württemberg. (2009). *Covered Bonds Weekly*. Stuttgart: Landesbank Baden Württemberg.
  31. Lassen, T. (2005, december). Specialization of Covered Bond Issuers in Europe. Najdeno 1. junija 2009 na spletnem naslovu [http://www.housingfinance.org/pdfstorage/hfi/0512\\_Cov.pdf](http://www.housingfinance.org/pdfstorage/hfi/0512_Cov.pdf).
  32. Mastroeni, O. (2005). Pfandbrief-style products in Europe. Najdeno 20. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap05b.pdf>.
  33. Moody's. (2008). *Timely Payment in Covered Bonds Following Sponsor Bank Default*. New York: Moody's.
  34. Morrison & Foerster. (2008, 21. april). Covered Bonds and U.S. Regulators. Najdeno 23. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.mofo.com/news/updates/files/CoveredBondsUSregulator.pdf>.
  35. Nasarre-Aznar, S. (2004). *Securitisation and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonisation in Europe*. Saffron Walden, Essex: Gostick Hall Publications.
  36. Natixis. (2008). *Covered Bonds*. Paris: Natixis.
  37. Natixis. (2009a). *Spanish Covered Bond Market*. Paris: Natixis.
  38. Natixis. (2009b). *Covered Bond Rating Methodologies: Liquidity Analysis Takes Center Stage*. Paris: Natixis.
  39. Packer, F., Stever, R. & Upper, C. (2007). The covered bond market. V *BIS Quarterly Review* (str. 43-55). Basel: Bank for International Settlements.

40. Rasche, H. (2007, 31. januar). The Pfandbrief and its Issuers. Najdeno 14. maja 2009 na spletnem naslovu [http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/0/11C74BA32B8C73B7C12575C9004F0DCA/\\$FILE/2007-01-31%20Rasche%20Kampo.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/0/11C74BA32B8C73B7C12575C9004F0DCA/$FILE/2007-01-31%20Rasche%20Kampo.pdf?OpenElement).
41. Standard & Poor's. (2009). *European Economic Forecast: The Enduring Correction in Housing Markets*. New York: Standard & Poor's.
42. Strnad, I. (1995). Hipotekarni posli. *Podjetje in delo*, (5), str. 588-590.
43. UBS. (2009). *Covered Bonds Insights*. London: UBS AG.
44. Urskov, E. (2002, 5. december). The Danish mortgage banking system. Najdeno 13. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dataoecd/32/27/1844403.pdf>.

# Priloga

<b>PRILOGA 1: SLOVAR SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH BESEDNIH ZVEZ.....</b>	<b>1</b>
---	----------



## Priloga 1: Slovar slovenskih prevodov tujih besednih zvez

TUJ IZRAZ (angl., razen če je navedeno drugače)	SLOVENSKI PREVOD
Asset-backed securities – ABS	Listinjeni vrednostni papirji
Bank default	Stečaj banke
Bid/ask price	Nakupna/prodajna cena
Bonos Hipotecarias – BH (šp.)	Španske hipotekarne krite obveznice
Bullet maturity bond	Obveznica, ki zapade v plačilo na datum zapadlosti
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (nem.)	Organizacija, ki je v Nemčiji zadolžena za nadzor in spremljanje trga kritih obveznic
Caisse de Refinancement de l'Habitat – CRH (fr.)	Francoska institucija preko katere se izdaja posebna vrsta francoskih kritih obveznic
Capital requirements	Kapitalske zahteve
Capital Requirements Directive – CRD	Direktiva EU o kapitalski ustreznosti finančnih institucij
Cédulas Hipotecarias – CH (šp.)	Španske hipotekarne krite obveznice
Collateral	Kritje
Commercial Mortgage-Backed Securities – CMBS	Dolžniški vrednostni papirji na osnovi komercialnih hipotekarnih posojil
Commission Bancaire (fr.)	Francoski nadzornik bančnega poslovanja
Cover pool	Kritno premoženje
Cover pool monitor oz. trustee	Skrbnik kritnega premoženja
Currency mismatch	Valutna neusklajenost
Discontinuity factor oz. D-Factor	Faktor diskontinuitete
Dual recourse	Dvojna zaščita
European Bank for Reconstruction and Development – EBRD	Evropska banka za obnovo in razvoj
European Central Bank – ECB	Evropska centralna banka
European Covered Bond Council – ECBC	Evropski svet kritih obveznic
European Economic Area – EEA	Evropski gospodarski prostor
European Investment Bank – EIB	Evropska investicijska banka
European Monetary Union – EMU	Evropska monetarna unija
European Union – EU	Evropska Unija
Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC	Ameriška zvezna korporacija za zavarovanje depozitov
Fixed rate bond	Obveznica, katere kuponi se ne spreminjajo skozi življenjsko dobo

Floating rate notes – FRN	Obveznica, katere kuponi se skozi življenjsko dobo spreminjajo
Grandfathered Pfandbriefe (nem.)	Krite obveznice nemških deželnih bank, ki imajo še vedno deželno oz. državno garancijo.
Hypothekengesetz (nem.)	Prvi nemški pravni okvir, ki je na enoten način uredil nemško hipotekarno pravo
International Bank for Reconstruction and Development – IBRD	Mednarodna banka za obnovo in razvoj
Issuer Default Rating – IDR	Ocena kreditnega tveganja izdajatelja
Jumbo covered bond	Velika izdaja krite obveznice
Landesbank (nem.)	Deželna banka
Limited recourse	Omejena zaščita
Liquidity buffer	Varnostna likvidnost
Loan to value ratio – LTV	Razmerje med višino posojila in vrednostjo jamstva
Market maker	Vzdrževalec trga
Market making	Vzdrževanje trga
Maturity mismatch	Neusklajenost zapadlosti
MBS – Mortgage Backed Securities	Dolžniški vrednostni papirji na osnovi hipotekarnih posojil
Mortgage lending value	Hipotekarna posojilna vrednost
National Central Bank – NCB	Nacionalna centralna banka
Non-cover assets	Sredstva, ki niso namenjena za kritje krite obveznice
Notch	Stopnja
Obligations foncières – OF (fr.)	Francoske krite obveznice
Organization for Economic Co-operation and Development – OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
Overcollateralization	Presežno kritje
Pari passu	Načelo enake obravnave upnikov
Pfandbriefe (nem.)	Nemške krite obveznice
Pfandbriefgesetz (nem.)	Nemški pravni okvir, ki trenutno ureja trg nemških kritih obveznic
Preferential claim	Prednostna pravica
Prepayment risk	Tveganje predčasnega odpoklica
Promissory notes	Zadolžnice
Recovery rate	Stopnja povračila v primeru neizplačila
Residential Mortgage Backed Securities – RMBS	Dolžniški vrednostni papirji na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil

Risk weighting	Tehtana tveganost
S&P	Bonitetna agencija Standard & Poor's
Senior secured debt	Nepodrejene zavarovane obveznice
Senior unsecured debt	Nepodrejene navadne obveznice
Société de Crédit Foncier – SCF (fr.)	Družba, ustanovljena z namenom izdaje francoskih kritih obveznic OF
Special purpose vehicle – SPV	Družba, ustanovljena za posebne namene (npr. prenos terjatev ali posojil)
Structured covered bonds	Strukturirane krite obveznice
Swap yield curve	Krivulja donosnosti za posle zamenjav
Timely Payment Indicator – TPI	Kazalnik pravočasnega poplačila
Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS	Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
ZDA	Združene države Amerike