

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO NA OSNOVI MODELA
HIPOTEKARNE OBVEZNICE**

Ljubljana, maj 2005

VASJA KACAFURA

IZJAVA

Študent Vasja Kacafura izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO	2
2.1. PRIMARNI HIPOTEKARNI TRG OZIROMA HIPOTEKARNO KREDITIRANJE	3
2.2. SEKUNDARNI HIPOTEKARNI TRG OZIROMA FINANCIRANJE HIPOTEKARNIH USTANOV	4
2.3. MODELI HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA V SVETU	6
2.3.1. <i>Tradicionalni model</i>	7
2.3.2. <i>Model hipotekarne obveznice</i>	7
2.3.3. <i>Model sekuritizacije</i>	7
2.3.3.1. Pomen sekuritizacije za finančne ustanove	9
2.3.3.2. Razširjenost sekuritizacije	10
2.3.3.3. Primerjava modela sekuritizacije z modelom hipotekarne obveznice	10
3. HIPOTEKARNA OBVEZNICA	11
3.1. ZGODOVINA HIPOTEKARNE OBVEZNICE	11
3.2. HIPOTEKARNA OBVEZNICA KOT POSEBNA VRSTA HIPOTEKARNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	12
3.3. ELEMENTI VARNOSTI HIPOTEKARNE OBVEZNICE	13
3.3.1. <i>Notranji zaščitni zid</i>	14
3.3.1.1. Kvaliteta kritnega premoženja	14
3.3.1.2. Prednostni položaj imetnikov hipotekarne obveznice	15
3.3.1.3. Stečajna oddaljenost kritnega premoženja	16
3.3.1.4. Nadomestno kritje in razširjeni račun	16
3.3.2. <i>Zunanji zaščitni zid</i>	17
3.3.2.1. Specializiranost izdajatelja	17
3.4. DELITEV HIPOTEKARNIH OBVEZNIC	17
3.4.1. <i>Vrstni red emisij</i>	18
3.4.2. <i>Vrsta premoženja, uporabljenega za zavarovanje s hipoteko</i>	18
3.4.3. <i>Možnost izdaje novih obveznic</i>	18
3.5. PRAVNA RAZMERJA PRI HIPOTEKARNIH OBVEZNICAH IN HIPOTEKARNIH POSOJILIH	19
3.6. MODEL HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA NA OSNOVI HIPOTEKARNE OBVEZNICE	20
3.6.1. <i>Model univerzalnega bančništva</i>	21
3.6.2. <i>Model specializiranega bančništva</i>	23
3.6.3. <i>Model centralne izdajateljske enote</i>	25
4. HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO V EU	26
4.1. POJAVNE OBLIKE HIPOTEKARNE OBVEZNICE V EU	26
4.2. TRG HIPOTEKARNIH OBVEZNIC V EU	27
4.3. HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO V IZBRANIH DRŽAVAH EU	28
4.3.1. <i>Velika Britanija</i>	28
4.3.2. <i>Danska</i>	29
4.3.3. <i>Nemčija</i>	30
4.3.4. <i>Države v tranziciji oziroma nove članice EU</i>	32
5. HIPOTEKARNO KREDITIRANJE V SLOVENIJI	33
5.1. ZAVAROVANJE POSOJIL V SLOVENIJI	33
5.2. STANOVANJSKO KREDITIRANJE V SLOVENIJI	34
6. POMEN IN MOŽNOSTI RAZVOJA HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA V SLOVENIJI	35
6.1. HIPOTEKARNA OBVEZNICA	36
6.2. DILEME IZBORA MODELA HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA	37

6.2.1. Dilema univerzalnosti	37
6.2.2. Dilema specializiranosti.....	38
6.2.3. Dilema centralizacije	38
6.3. OVIRE ZA RAZVOJ HIPOTEKARNEGA BANČNIŠTVA V SLOVENIJI.....	39
6.3.1. Pomanjkljiva ureditev zemljiške knjige in njena neuskklajenost z zemljiškim katastrom ter visoki stroški vpisa hipoteke v zemljiško knjigo.....	39
6.3.2. Ustanavljanje hipotek na v zemljiški knjigi nevpisanih nepremičninah	40
6.3.3. Dolgotrajni postopki izvršbe na nepremičninah in problem izpraznitve nepremičnin	41
6.3.4. Težave bank z viri sredstev in pomanjkanje ustrezne zakonodaje	41
6.3.5 Nacionalna stanovanjska varčevalna shema	42
6.4. ZAKON O HIPOTEKARNIH BANKAH OZIROMA HIPOTEKARNIH OBVEZNICAH	42
7. SKLEP.....	44
LITERATURA	46
VIRI.....	48
SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV	

1. Uvod

Slovenija je z vstopom v EU vstopila tudi na skupni evropski trg, a kljub temu so razlike na nekaterih področjih še precejšnje. Nepremičninski trg ni izjema. V primerjavi s finančno razvitimi evropskimi državami smo po obsegu in različnosti finančnih produktov nepremičninskega financiranja bližje mostiščarjem kot pa razviti Evropi. Tam je mogoče razmeroma lahko kupiti nepremičnino, saj banke in druge finančne ustanove ponujajo finančne instrumente, ki to omogočajo. Finančne institucije dobršen del stanovanjskih posojil refinancirajo z izdajo hipotekarnih obveznic, ki jih v Sloveniji zaenkrat sploh še ne poznamo. Domače banke namreč za stanovanjske kredite uporabljajo enake vire kot za preostale dolgoročne kredite, zaradi česar so ročnost, višina in cena kredita v ponudbi večine slovenskih bank neprimerni za nakup tako pomembne dobrine, kot je lastna »streha nad glavo«. Rešitev omenjenega problema se nahaja v vzpostavitvi ustreznega modela hipotekarnega bančništva.

Nakup oziroma gradnja nove nepremičnine prej ali slej postane življenjski cilj slehernega Slovenca. Lahko bi celo rekli, da je potreba po lastnem domu globoko vkoreninjena v našo podzavest.¹ Znani slovenski rek pravi: »Najprej štalca, pol pa kravca.« Mnogi državljani, predvsem mladi, pa imajo pri tem cilju nemalo težav. Verižna povezanost elementov nas tako vodi do spoznanja, da je iz leta v leto nižja nataliteta v Sloveniji med drugim posledica neobstoja učinkovitega in uspešnega sistema nepremičninskega financiranja. Z vzpostavitvijo ustreznega modela hipotekarnega bančništva bi mladim omogočili lažjo pridobitev nepremičnine, jim s tem zagotovili materialne pogoje za ustvarjanje družine ter tako preprečili »izumrtje« slovenskega naroda.

Namen diplomskega dela je predstavitev pomembnosti vloge hipotekarnega bančništva pri reševanju nepremičninskega vprašanja v svetu ter pri tem izpostaviti hipotekarno bančništvo na osnovi modela hipotekarne obveznice, ki je v Evropi najbolj razvit in bi bil najbolj primeren tudi za majhen slovenski prostor.

Diplomsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. Uvodnemu poglavju sledi predstavitev sistema hipotekarnega bančništva in njegovih uveljavljenih modelov v svetu. V tretjem poglavju podajam opis hipotekarne obveznice in njenih značilnosti ter predstavitev modela hipotekarnega bančništva na osnovi hipotekarne obveznice z vsemi njegovimi možnimi različicami. V nadaljevanju podajam kratek vpogled v dejavnost hipotekarnega bančništva v Evropi. V sklepnih fazi diplomskega dela pa se osredotočim na Slovenijo, in sicer v petem poglavju predstavim aktualne razmere in stanje hipotekarnega kreditiranja pri nas ter nadaljujem s predstavitvijo pomena in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Diplomsko delo zaključujem s sklepnimi mislimi, zbranimi v sedmem poglavju.

¹ Slovenija ima od vseh držav EU najmanj najemnih stanovanj, le okoli 8 %, medtem ko jih imajo druge države od 20 pa vse do 70 %. Kar 92 % stanovanj v Sloveniji je torej lastniških (Kužet, 2004, str. 4; Lambert, 2002, str. 13). Lastniška struktura stanovanj v Sloveniji je delno posledica t.i. Jazbinškovega zakona.

2. Hipotekarno bančništvo

V večini držav je hipotekarno bančništvo povezano oziroma v največji meri služi predvsem nepremičninskemu financiranju, v tem okviru predvsem financiranju stanovanjske gradnje in komercialnih nepremičnin.² V svoji najbolj razviti obliki, kjer sta razvita tako primarni kot sekundarni hipotekarni trg, hipotekarno bančništvo namreč omogoča zelo dolgoročne in cenovno zelo ugodne kredite. Pri vprašanju razvoja slovenskega hipotekarnega bančništva bi po mojem mnenju morali imeti pred očmi predvsem cilje učinkovitega nepremičninskega financiranja.

Uspešen in učinkovit sistem nepremičninskega financiranja mora izpolnjevati vsaj štiri pogoje (More, 2001, str. 1):

1. *Posamezniku morajo biti na voljo zelo dolgoročni kreditni viri.*

Praviloma gre pri teh nakupih za relativno zelo veliko kapitalsko naložbo, ki je velika večina posameznikov ni sposobna financirati iz lastnih prihrankov, prav tako pa tudi ne v sorazmerno kratkem obdobju nekaj let. Iz tega vidika je pomembno, da so izpolnjeni takšni pogoji, ki omogočajo bankam ali drugim finančnim posrednikom zagotavljanje dolgoročnih kreditov. Ti naj bi se po ročnosti približevali dolžini aktivnega obdobja posameznika.³ V takšnih pogojih lahko posameznik že v začetku svojega aktivnega obdobja reši stanovanjsko vprašanje brez večletnega predhodnega varčevanja ter nato odplačuje kredit pretežni del svojega aktivnega obdobja.

2. *Dolgoročni krediti morajo biti po eni strani varna naložba za kreditodajalca, po drugi strani pa sorazmerno poceni finančni vir za kreditjemalca.*

Oba elementa sta seveda medsebojno povezana. Če je s pravno regulatornim okvirom možno zagotoviti, da banke pri dajanju tovrstnih kreditov ne bodo izpostavljene visokim tveganjem, bodo le-te v ceno kredita vračunale tudi manjše premije za pokritje tveganja, kar bo pripomoglo k nižji kreditni obrestni meri.

3. *Na razpolago mora biti zadostna količina kreditne mase.*

Ob izpolnitvi tega pogoja bo posledično posamezen kredit lahko pokrival pretežen ali celo celoten del vrednosti kupljene nepremičnine. Stanovanjsko kreditiranje naj tako ne bi bilo le dopolnilo k financiranju nakupa nepremičnine, temveč pretežni finančni vir za rešitev stanovanjskega problema.

4. *Predhodno navedeni pogoji za uresničitev učinkovitega sistema nepremičninskega financiranja se morajo vzpostavljati tržno.*

Četrti pogoj lahko pogojno imenujemo tržnost. Vsi omenjeni pogoji se morajo ob ustreznem pravnem in regulatornem okviru vzpostavljati prosto oziroma tržno, ne pa z državno prisilo

² Obstajajo tudi drugi nameni odobranja kredita, včasih pa namen dajanja kredita sploh ni opredeljen in omejen ter hipoteka služi le kot oblika zavarovanja posojila.

³ V državah z najbolj razvitim hipotekarnim bančništvom ročnost hipotekarnih kreditov dosega tudi do 30 let.

in intervencijo ter prelivanjem davkoplačevalskega denarja. Takšno delovanje sicer ni nepotrebno in nekoristno, vendar ne bi smelo biti steber sistema nepremičninskega financiranja, temveč le njegovo dopolnilo ali pa socialni korektiv za posebne kategorije prebivalstva⁴.

V svetu uveljavljeni uspešni modeli nepremičninskega financiranja, ki zadovoljujejo predhodno izpostavljene kriterije, so predvsem sistemi hipotekarnega bančništva. Značilnost tovrstnih sistemov je pomembna vloga nepremičnine oziroma hipoteke na nepremičnino. Hipoteka je zastavna pravica na nepremičnino in mora biti vpisana v zemljiški knjigi. Z njo upnik zavaruje svoje terjatve. Hipoteka na nepremičnino namreč upniku, v primeru neizpolnitve obveznosti s strani dolžnika, zagotavlja prodajo le-te in poplačilo terjatve iz njene kupnine. Z zastavno pravico lahko nepremičnino obremeni le lastnik. Lastnina, tudi če je pod hipoteko, ostane ves čas v dejanski oblasti zastavitelja, torej lastnika. Pred dospelostjo terjatve lastnik z nepremičnino razpolaga in jo uporablja, razen v primeru, ko se z upnikom dogovori drugače. Lastnik lahko eno nepremičnino obremeni celo z več hipotekami. Temeljna značilnost zastavne pravice je, da jamči poplačilo obveznosti pred izplačilom drugih upnikov, ki svoje terjatve nimajo zavarovane s hipoteko (Kocbek, 1994, str. 1135).

Sistem hipotekarnega bančništva tvorita primarni in sekundarni hipotekarni trg. S primarnim pojmujejo trg, na katerem banke oziroma hipotekarne ustanove odobravajo hipotekarne kredite, preko sekundarnega pa se tovrstne institucije financirajo.

2.1. Primarni hipotekarni trg oziroma hipotekarno kreditiranje

Primarni hipotekarni trg predstavlja aktivno stran bilance stanja hipotekarne institucije oziroma njeno odobravanje hipotekarnih posojil. Nepremičnina, za katero posameznik najema kredit, ima v sistemu hipotekarnega kreditiranja vlogo porošstva pri odplačevanju kredita. Hkrati pa obstaja za kreditnega upnika varen in hiter dostop do lastništva te nepremičnine oziroma učinkovita izvršba na nepremičnini in njena izpraznitev za poplačilo denarne terjatve. Tako lahko kreditodajalec v primeru neodplačevanja kredita s strani kreditojemalca razmeroma hitro izvede izvršbo na nepremičnini, ki služi za zavarovanje kredita in poplača svojo terjatev.

Takšen sistem za uspešno delovanje potrebuje urejeno in zelo razvito pravno in regulatorno infrastrukturo, ki jo predstavljajo naslednji elementi (Petavs, 2002, str. 51):

- *Učinkovit registracijski sistem lastnine in hipoteke nad nepremičninami.*
Sistem zahteva predvsem zelo urejeno in ažurno zemljiško knjigo, iz katere je jasno razviden lastniški in hipotekarni naslov ter prioriteta hipotekarnih upnikov.

⁴ Posamezniki in gospodinjstva, ki jim je pri reševanju stanovanjskega problema potrebno še dodatno pomagati.

- *Urejena zakonodaja glede izvršbe.*
Ob ažurni zemljiški knjigi mora biti urejena tudi zakonodaja glede izvršbe na nepremičnini in njena implementacija v praksi, ki omogoča upniku dostop do zastavljene nepremičnine in njeno prodajo v razumnem času.
- *Pravna urejenost prenosa hipotekarnega upništva iz ene osebe na drugo.*
V primeru razvitega sekundarnega hipotekarnega trga mora biti hipoteka opredeljena kot finančni instrument, ki ga je možno hitro in predvsem tudi poceni prenašati od enega lastnika do drugega.
- *Ustrezna stečajna zakonodaja.*
V primeru razvitega sekundarnega hipotekarnega trga, kjer se hipotekarni krediti sekuritizirajo ali pa banke zagotavljajo vire sredstev z izdajo in prodajo hipotekarnih obveznic, je potrebna tudi primerna stečajna zakonodaja. Ta mora urejati prednost za hipotekarnega upnika (v tem primeru investitorja v hipotekarne obveznice ali obveznice, izdane na osnovi hipotekarnih jamstev) pred ostalimi upniki.
- *Ustrezna bančna in druga finančna zakonodaja.*
Da celoten sistem ustrezno deluje je potrebna tudi primerna bančna in druga finančna zakonodaja, ki ureja poslovanje drugih finančnih posrednikov, in sicer na način, ki bo postavljajl kapitalske zahteve za hipotekarna posojila ali hipotekarne obveznice v sorazmerju z riziki, ki jih ti instrumenti prinašajo.

Za uspešno delovanje sistema hipotekarnega bančništva je poleg sistema hipotekarnega kreditiranja potreben tudi obstoj sistema, ki omogoča zadostno generiranje dolgoročnih prihrankov in njihovo usmerjanje v hipotekarno kreditiranje, t.j. sistem financiranja hipotekarnih ustanov.

2.2. Sekundarni hipotekarni trg oziroma financiranje hipotekarnih ustanov

Financiranje oziroma zagotavljanje dolgoročnih finančnih virov hipotekarnih ustanov poteka preko sekundarnega hipotekarnega trga, ki predstavlja pasivno stran bilance stanja hipotekarne institucije. V svetu obstajajo različni sistemi oziroma modeli financiranja hipotekarnih ustanov na sekundarnem hipotekarnem trgu, in sicer od najbolj klasičnih bančnih oblik depozitnega financiranja do bolj specialnih, kot je izdaja hipotekarnih obveznic (angl. *mortgage bond*), sekuritizacija hipotekarnih posojil (angl. *mortgage backed securities*, *MBS*) ali namensko varčevanje (More, 2001, str. 2).

Banke se torej pri odobravanju dolgoročnih kreditov, v tem okviru tudi stanovanjskih, srečujejo s problemom financiranja. Med njihovimi viri, razvidnimi iz pasivne strani bilance stanja,

prevladujejo predvsem kratkoročni viri, medtem ko je dolgoročnih virov zelo malo.⁵ Če zanemarimo kapital, pridemo do ugotovitve, da banke nimajo virov z ročnostjo nad 10 ali celo nad 20 let. Če v takšnih pogojih odobravajo v večji meri dolgoročna posojila, kar bi stanovanjska posojila vsekakor morala biti, se izpostavljajo različnim tveganjem. Likvidnostno tveganje bi se uresničilo v primeru množičnega dvigovanja denarja s strani bančnih upnikov. Ker bi banka imela svoja sredstva vezana v dolgoročnih posojilih, bi nastale težave pri izplačevanju depozitov. Pri odobravanju dolgoročnih kreditov s fiksno obrestno mero pa se banka izpostavlja tudi obrestnemu tveganju. Dolgoročno gledano se namreč lahko raven obrestnih mer za bančne vire iz različnih vzrokov (npr. makroekonomskih) spremeni, npr. poviša. Banke so tako prisiljene za svoje vire plačevati več, za že pred časom plasirana posojila pa dobivajo še vedno prejšnje, v našem primeru nižje obresti. Na ta način lahko banka realizira izgubo. Rešitev omenjenega problema se morda nahaja v odobravanju dolgoročnih stanovanjskih kreditov po spremenljivi obrestni meri, vendar pa z vidika najemnika dolgoročnega stanovanjskega kredita to ne bi bila optimalna rešitev.

Problem financiranja oziroma zagotavljanja dolgoročnih finančnih virov se lahko zelo učinkovito rešuje z razvitim sekundarnim hipotekarnim trgom. Pri tem gre za analogijo s primarnim in sekundarnim trgom vrednostnih papirjev. Primarni hipotekarni trg je namreč trg, na katerem banke oziroma hipotekarne ustanove odobravajo hipotekarne kredite. Na razvitem sekundarnem hipotekarnem trgu pa te iste finančne institucije odobrene hipotekarne kredite odprodajo posebnim finančnim institucijam oziroma zagotovijo vire sredstev z izdajo in prodajo hipotekarnih obveznic investitorjem. Ti so v državah z razvitim sekundarnim hipotekarnim trgom predvsem institucionalni investitorji (npr. pokojninski in vzajemni skladi, zavarovalnice) ter drugi finančni posredniki (npr. banke).

Povezava hipotekarnega bančništva s trgom kapitala ter v tem okviru refinanciranje hipotekarnih posojil z izdajo hipotekarnih obveznic ali drugih vrednostnih papirjev s kritjem v hipotekarnih posojilih oziroma zastavljenih nepremičninah je temeljna funkcija razvitega sekundarnega hipotekarnega trga. Preko njega je na ta način zagotovljen pritok dodatnih sredstev za namene hipotekarnega kreditiranja. Hipotekarne ustanove tako lahko odobravajo več hipotekarnih kreditov, njihova ročnost je lahko precej daljša, stroški tovrstnih kreditov pa so navadno sorazmerno nizki, saj v pravno in regulatorno razvitih sistemih krediti, zavarovani s hipoteko, praviloma veljajo za kredite z nizkim kreditnim tveganjem oziroma z visoko stopnjo varnosti. Hipotekarne ustanove se v takšnih razmerah ne srečujejo z likvidnostnim in obrestnim tveganjem na takšen način, kot se z njima srečuje klasična banka, ki se financira depozitno. To le še dodatno znižuje njihovo premijo za tveganje in s tem ceno hipotekarnega kredita. V primeru razvitega sekundarnega hipotekarnega trga je tudi specializacija posameznih udeležencev v hipotekarnem sistemu večja, kar še dodatno vpliva na višino obrestnega razmika (razliko med aktivno in pasivno obrestno mero). V razvitih hipotekarnih sistemih (npr. nemški in danski) je ta razmik zelo majhen, praviloma pod ravnijo polovice odstotka (More, 2001, str. 3).

⁵ Slovenske banke imajo na pasivi oziroma med viri sredstev kar 80 % kratkoročnih virov-depozitov, vezanih do 1 leta (Weiss, 2001, str. 18).

Naj omenimo, da med slovenskimi bančniki ni enotnega mnenja glede prednosti, ki naj bi jih za kreditorejmalce prineslo hipotekarno bančništvo na osnovi hipotekarne obveznice. Tako npr. mag. Jasmin Držanič (samostojni investicijski analitik, Sektor za ocenjevanje investicij in premoženja, NLB d.d.) meni, da hipotekarni krediti, dani na osnovi hipotekarnih obveznic, niso primerni za vsakogar, saj naj bi bili v EU tovrstni krediti dražji od drugih stanovanjskih posojil. Zakaj? Investitorji bodo namreč kupili hipotekarne obveznice le ob predpostavki, da bodo imele vsaj malce višjo obrestno mero od papirjev z ničelnim tveganjem (državne obveznice). Če takšni izhodiščni osnovi dodamo še bančno maržo, se bo obrestna mera posojila za nakup nepremičnine zvišala, po vsej verjetnosti nad obrestno mero posojila, ki ni vezano na hipotekarne obveznice. Po mnenju Držaničeve hipotekarne obveznice torej ne generirajo posojil z nižjo obrestno mero. Poleg tega pa so tudi posojilni pogoji (npr. višje tarife za predčasno odplačilo) strožji, saj bi si banka rada zagotovila stalen pritok anuitet za poplačilo kuponov obveznic. To naj bi poleg omejenosti finančnega trga bila tudi poglavitna razloga, zakaj v EU 80 % posojil za nakup nepremičnin ni povezanih s hipotekarnimi obveznicami (Držanič, 2004, str. 30).⁶

2.3. Modeli hipotekarnega bančništva v svetu

V svetu je prisotnih veliko različnih sistemov oziroma modelov hipotekarnega bančništva. Kljub temu pa lahko rečemo, da v osnovi prevladujejo trije različni modeli. Med seboj se razlikujejo predvsem v pogledu sekundarnega hipotekarnega trga oziroma v načinu zagotavljanja kreditnih virov, medtem ko na strani primarnega hipotekarnega trga oziroma na strani hipotekarnega kreditiranja ni bistvenih razlik. Razlike so torej prisotne predvsem na pasivni strani bilance stanja hipotekarne ustanove (glej Sliko 1). Vsekakor pa je močan primarni trg, na katerem ima hipoteka vlogo varnega in privlačnega premoženja, predpogoj za kakršenkoli razvoj sekundarnega trga (More, 2001, str. 3). V nadaljevanju se bom dotaknil osnovnih treh modelov hipotekarnega bančništva, pri čemer bom podrobneje obravnaval model hipotekarne obveznice, saj bi le-ta utegnil biti najbolj primeren za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji.

Slika 1: Poenostavljen prikaz sistema hipotekarnega bančništva



Vir: More, 2002, str. 2.

⁶ Leta 1998 je bilo v EU 62 % stanovanjskih posojil financiranih s klasičnimi bančnimi depoziti, 19 % s hipotekarnimi obveznicami, 5 % z namenskim varčevanjem, 1% z MBS in 13 % z drugimi oblikami nepremičninskega financiranja (Lambert, 2002, str. 8).

2.3.1. Tradicionalni model

Tradicionalni oziroma enonivojski model hipotekarnega bančništva je znan predvsem po konkretnih oblikah angleških *building societies* in nemških ter avstrijskih *bausparkassen*,⁷ obstaja pa tudi v drugih državah, kjer ga izvajajo banke in hranilnice. Posebnost tega modela so t.i. *portfolio lenders* oziroma posojilodajalci, ki hipotekarna posojila ohranjajo v svojem portfelju in jih ne odprodajo oziroma jih ne refinancirajo z izdajo hipotekarnih obveznic na kapitalskem trgu. Značilnost enonivojskega modela je torej slabo razvit sekundarni hipotekarni trg, saj pri njem ne obstaja povezanost stanovanjskega financiranja s kapitalskim trgom. Finančni viri za odobravanje posojil se namreč zagotavljajo z depoziti fizičnih in pravnih oseb pri teh institucijah, ki opravljajo vse temeljne funkcije hipotekarnega bančništva: odobravajo hipotekarne kredite, jih v toku njihovega življenja servisirajo, zagotavljajo finančne vire za kreditiranje in upravljajo s tveganji, ki izhajajo iz posojilnega portfelja (More, 2001, str. 4).

Prednost omenjenega modela je institucionalna preprostost. Zadostuje namreč ena institucija, ki opravlja vse bistvene funkcije hipotekarnega bančništva. Na drugi strani pa se takšna ustanova zaradi depozitnega načina zagotavljanja virov za dolgoročne kredite srečuje z likvidnostnim in obrestnim rizikom ter relativno neučinkovitostjo, ki se odraža v višjih stroških tovrstnih institucij v primerjavi s tistimi, ki se refinancirajo na kapitalskem trgu. Zaradi navedenega je obrestna marža in posledično cena, ki jo plača posojilojemalec, višja (Ribič, 2002, str. 19).

2.3.2. Model hipotekarne obveznice

V Evropi je najbolj razširjen model hipotekarne obveznice (angl. *mortgage bond*)⁸. Bistvo tega sistema je v zagotavljanju kapitala za dolgoročna hipotekarno zavarovana posojila na osnovi izdaje in prodaje vrednostnih papirjev oziroma obveznic s strani kreditne ustanove, katerih pokritje je v hipotekah oziroma v zastavljenih nepremičninah. S takšnimi posli se ukvarjajo finančne ustanove na osnovi posebnega zakonskega pooblastila (Oven, 1998, str. 7).

Ureditve hipotekarne obveznice se sicer po posameznih državah razlikujejo, vendar te razlike niso tako velike, da ne bi mogli tovrstnega papirja obravnavati kot homogene kategorije. Najpomembnejša razlika je v principu specializiranosti oziroma univerzalnosti. Z izdajo hipotekarnih obveznic se namreč lahko ukvarja vsaka komercialna banka (načelo univerzalnosti) ali pa le posebne, specializirane hipotekarne banke (načelo specializiranosti). Obstaja pa še dodatna možnost modela centralne izdajateljske enote (Urbas, 2002, str. 23).

2.3.3. Model sekuritizacije

Listinjenje ali sekuritizacija je finančna tehnika, ki omogoča preoblikovanje denarnega toka iz manj likvidnih naložb (posojil) v visoko likvidne naložbe (vrednostne papirje), ki se nato prodajo

⁷ Omenjeni obliki hipotekarnega bančništva bom podrobneje obravnaval v poglavju 4.3.1. oziroma 4.3.3.

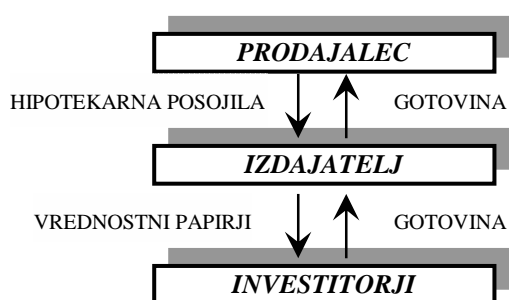
⁸ Včasih se uporablja tudi nekoliko širši izraz *covered bond*.

investitorjem. Listinjenje ima lahko več pomenov. Osredotočil se bom na listinjenje kot proces izdajanja vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekami (angl. *mortgage backed securities, MBS*) (Mejač-Krassnig, 1996, str. 22).⁹

Model sekuritizacije ali listinjenja se je razvil in najbolj uveljavil v ZDA, v manjšem obsegu pa je prisoten tudi v Evropi, predvsem v Veliki Britaniji. Predpogoj za razvoj takšnega modela je, tako kot pri modelu hipotekarne obveznice, zelo razvit sekundarni hipotekarni trg. V primeru razvitega sekundarnega hipotekarnega trga govorimo o večnivojskem modelu hipotekarnega bančništva. Osnovna razlika med modeloma je v tem, da pri sekuritizaciji institucije, ki dajejo hipotekarna posojila, ne izdajajo hipotekarnih obveznic z namenom pridobivanja finančnih virov, temveč hipotekarna posojila preprosto odprodajo posebnim finančnim institucijam (More, 2001, str. 6).

Postopek sekuritizacije se prične z zbiranjem in združevanjem bančnih terjatev iz naslova dolgoročnih posojil (v našem primeru hipotekarnih posojil) s skupnimi lastnostmi glede višine obrestne mere in glavnice, dobe zapadlosti, preostale dobe odplačevanja ipd. Tako se oblikujejo t.i. paketi oziroma zbirji (angl. *pool*) posojil, znotraj katerih so združena posojila s čim bolj podobnimi lastnostmi. Tovrstne pakete kreditodajalec prenese oziroma odproda posebni finančni instituciji. V ZDA so to predvsem vladne agencije, med katerimi so nekatere v popolni lasti države (npr. *GNMA*)¹⁰, druge, ki so sicer v zasebni lasti in organizirane kot delniške družbe s pooblastili ameriškega kongresa, pa so samo sponzorirane s strani države (npr. *FNMA*¹¹, *FHLMC*¹²). Na osnovi zbira kreditov kupci bančnih terjatev izdajo vrednostne papirje oziroma *MBS*, katerih lastnosti so odvisne od lastnosti posojil v paketu. Sledi prodaja vrednostnih papirjev investitorjem za gotovino. Proces listinjenja je zaključen, ko se s kupnino od odprodanih vrednostnih papirjev poravnava kupnina za odkupljene terjatve (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 19-20; Košmerlj, 2002, str. 11-12). Model sekuritizacije z njegovimi glavnimi udeleženci je prikazan na Sliki 2.

Slika 2: Poenostavljen prikaz modela sekuritizacije



Vir: Lastni prikaz, 2005.

⁹ Poleg *MBS* pri procesu listinjenja občasno nastajajo tudi vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem (angl. *asset backed securities, ABS*). Ti so zavarovani z različnimi terjatvami (npr. s terjatvami iz naslova kreditnih kartic, avtomobilskih posojil, potrošniških kreditov).

¹⁰ *Government National Mortgage Association* ali *Ginnie Mae*.

¹¹ *Federal National Mortgage Association* ali *Fannie Mae*.

¹² *Federal Home Loan Mortgage Corporation* ali *Freddie Mac*.

Terjatve iz naslova hipotekarnih posojil poleg osnove za izdajo *MBS* predstavljajo tudi vir za odplačevanje obveznosti izhajajočih iz *MBS*. Denarni tok iz naslova terjatev, imenovan osnovni denarni tok, je bolj ali manj podrejen denarnemu toku iz naslova *MBS* oziroma izvedenemu denarnemu toku. Glede na način posredovanja osnovnega denarnega toka investitorjem oziroma glede na lastnosti izvedenega denarnega toka ločimo pretočno (angl. *pass-through*) in plačilno (angl. *pay-through*) metodo ter v tem okviru pretočne (angl. *pass-through securities*) in nepretočne (angl. *collateralised mortgage obligation*) obveznice. Po pretočni metodi investitor z nakupom *MBS* kupi tudi proporcionalni delež posojil. Investitor tako postane lastnik terjatev in mu pripada sleherni denarni tok, izhajajoč iz terjatev (osnovni denarni tok je neposredno podrejen izvedenemu denarnemu toku), izdajatelj kot prodajalec terjatev¹³ pa se sooči z vlogo skrbnika terjatev v imenu investitorjev. Plačilna metoda je novejša in redkeje uporabljena metoda posredovanja osnovnega denarnega toka, pri kateri je le-ta posredno podrejen izvedenemu denarnemu toku. V tem primeru investitor ne postane lastnik terjatev, temveč prevzame vlogo posojilodajalca, pri katerem se z izdajo *MBS* izdajatelj zadolži z namenom pridobiti sredstva za odkup terjatev. Izdajatelju tako ostane funkcija lastnika terjatev, s katerimi upravlja v svojem imenu, za svoje delovanje pa je tudi davčno obremenjen (Mejač-Krassnig, 1996, str. 22-25).

2.3.3.1. Pomen sekuritizacije za finančne ustanove

Vsaka finančna institucija, ki želi uspešno poslovati, se želi znebiti čim večjega deleža svojih dolgoročnih terjatev iz naslova dolgoročnih hipotekarnih kreditov. To premoženje je namreč slabo likvidno. Iz tega razloga kreditodajalec odproda terjatve oziroma hipotekarna posojila in na ta način sprost del premoženja iz premoženjske bilance. Na razpolago dobi dodatna likvidna sredstva, ki jih lahko poljubno uporabi za druge namene. Tako ima institucija namesto dolgoročnih hipotekarnih nelikvidnih posojil na aktivih denar, hkrati pa za ta del premoženjske bilance ni več izpostavljena kreditnemu tveganju (Košmerlj, 2002, str. 11). Banki pri listinjenju sicer še vedno ostaja funkcija odobritve in izpeljave posojila, ki ga vodi kot terjatev na aktivih svoje premoženjske bilance, vendar pa je posojilo na aktivih njene bilance samo kratek čas. Z oblikovanjem svežnjev kreditov in prenosom oziroma odprodajo le-teh drugi instituciji ter na tej osnovi z izdajo vrednostnih papirjev, se krog bančnega kreditiranja namreč zaključi mnogo hitreje. Banka je sicer ob prihodke iz naslova obresti, a pridobiva prihodke iz naslova provizij.

Prodajalec terjatev lahko pridobljeno gotovino uporabi za financiranje novih naložb (npr. povečano kreditiranje prvovrstnih komitentov, investiranje v vrednostne papirje ipd.), zmanjšanje zadolženosti, povečanje rezerv, povečanje likvidnosti, hkrati pa izboljša kapitalsko ustreznost, zmanjša izpostavljenost obrestnemu tveganju, zmanjša kreditno tveganje, pridobiva nove prihodke iz naslova provizij ipd.

¹³ Tovrstne institucije imenujemo podjetja za prenos (angl. *special purpose vehicle*). Le-ta po ameriški davčni zakonodaji zaradi svoje »pasivnosti« niso obdavčena.

Listinjenje je za prodajalca smiselno le, če mu neto denarna sredstva, pridobljena v procesu listinjenja, prinašajo večjo donosnost v primerjavi z donosnostjo odprodanih terjatev. Tu igrajo pomembno vlogo tržne razmere in naložbena politika prodajalca.

Sekuritizacija pa ni zanimiva samo za banke in druge finančne institucije. Vrednostni papirji, izdani v procesu listinjenja, so namreč tržni vrednostni papirji. Zaradi jamstva države in drugih institucij so to relativno varni vrednostni papirji, nizko tveganje in donosnost pa jih naredita še bolj privlačne tudi za investitorje.

2.3.3.2. Razširjenost sekuritizacije

Listinjenje kot razvita finančna tehnika je na nek način posledica delovanja države, ki s sprejemanjem zakonov, izvajanjem regulacije in finančnih intervencij v obliki garancij, subvencij ter operacij državnih agencij in skladov vzpostavlja osnovne pogoje za razvoj te dejavnosti (Gazvoda, 1996, str. 1). Zahteva zelo dobro razvit finančni sistem s primerno zakonsko regulativo ter predpisi, ki natančno urejajo poslovanje. Za razvoj listinjenja je med drugim pomemben tudi obstoj dobro razvitega sekundarnega hipotekarnega trga.

Odgovor na vprašanje, zakaj se kljub vsem navedenim koristim model sekuritizacije ne razvije in uveljavi tudi v Evropi, gre delno iskati v predhodno navedenem. V postopku listinjenja je namreč poleg prodajalca terjatev oziroma originatorja prisotnih še veliko drugih institucij (izdajatelj vrednostnih papirjev, investitor, porok, agencija za vrednotenje vrednostnih papirjev, skrbnik, prevzemnik, notar, serviser), zaradi česar sam model zahteva še bolj razvito finančno okolje (Mejač-Krassnig, 1996, str. 13-16). Eden od ključnih vzrokov za nerazvitost listinjenja v Evropi je tudi drugačen tip evropskega finančnega sistema. Le-ta ne temelji v tolikšni meri na aktivnostih sekundarnega trga kapitala, kot je to značilno za ZDA, kjer se podjetja zelo pogosto odločajo za izdajo vrednostnih papirjev in nastop na borzah. Zato ne čudi dejstvo, da v Evropi med hipotekarnimi vrednostnimi papirji prevladujejo predvsem hipotekarne obveznice, medtem ko se *MBS* razen v Veliki Britaniji niso preveč razširili in njihove izdaje predstavljajo bolj sporadičen pojav.

2.3.3.3. Primerjava modela sekuritizacije z modelom hipotekarne obveznice

Glede značilnosti kritja z določenim hipotekarnim premoženjem sta si hipotekarna obveznica in hipotekarna obveznica izdana na osnovi listinjenja (*MBS*) zelo podobni oziroma sorodni. Element pokritosti (kritja) pa je tudi edina stična točka med obema vrstama vrednostnih papirjev (More, 2003, str. 2).

Temeljna razlika med modeloma je v tem, da se v (pogojno rečeno) ameriškem modelu hipotekarni krediti odprodajo, pri čemer kupec, ki je hkrati tudi izdajatelj, oziroma investitor v *MBS*, postane tudi lastnik hipotekarnih kreditov in s tem upnik kreditodjemalcev. Na ta način se tudi kreditno in ne samo obrestno tveganje prenese na kupca kreditov (izdajatelja) oziroma investitorja v *MBS*, odvisno od metode posredovanja osnovnega denarnega toka. V modelu hipotekarne obveznice je imetnik hipotekarne obveznice upnik izdajatelja oziroma kreditodajalca

(banke), le-ta pa obdrži v svojem portfelju hipotekarne kredite, ki jih upravlja, servisira ipd. (More, 2001, str. 6).

Obstajajo tudi druge razlike. *MBS* tako niso dolžniški vrednostni papirji v smislu izdajateljevega jamstva za njihove obveznosti. Jamstvo je predvsem v premoženju. Poleg tega imajo običajno še kakšno obliko finančne garancije, bodisi izdajatelja bodisi s strani tretje finančne institucije. Za večje zaupanje v *MBS* s strani trga, predvsem investitorjev, pa obstaja še neke vrste državna garancija za izdajatelje vrednostnih papirjev.¹⁴ Nadalje, izdajatelji *MBS* niso banke (originatorji), temveč vladne agencije v popolni lasti države ali vladne agencije, sponzorirane s strani države, kritno premoženje pa ni na aktivih originatorja, temveč v odvisnosti od metode posredovanja osnovnega denarnega toka na aktivih izdajatelja oziroma investitorja. Poleg tega deluje v ameriškem modelu še več institucij, kar posledično pomeni zahtevo po bolj razvitem finančnem sistemu (Stöcker, 2004, str. 17; Lassen, 2002, str. 53).

Seveda to niso edine obstoječe razlike, so pa ključne. Omenjam jih zgolj zaradi tega, da se hipotekarna obveznica ne bi enačila z drugimi hipotekarnimi vrednostnimi papirji. Hipotekarna obveznica je namreč z vidika investitorja zelo varen vrednostni papir, česar pa ne moremo zagotovo trditi za *MBS*. Kreditna kvaliteta *MBS* je v odvisnosti od njihove strukture lahko zelo različna (od zelo visoke pa tudi do takšne, ki za investitorja predstavlja večje kreditno tveganje). Pogojev za izdajo *MBS* namreč ne omejujejo stroga pravila, kot je to značilno za hipotekarne obveznice.¹⁵ V nalogi se bom osredotočil predvsem na hipotekarne obveznice, saj le-te prevladujejo v Evropi, poleg tega pa lahko v bližnji prihodnosti pričakujemo njihovo uveljavitev tudi v Sloveniji.

3. Hipotekarna obveznica

Zavoljo razvitosti modela hipotekarne obveznice v Evropi in njegove potencialne primernosti za slovenski finančni sistem se bom v tem poglavju osredotočil na finančni instrument hipotekarne obveznice (angl. *mortgage bond*). Predstavil bom nastanek in razvoj, specifičnost, elemente varnosti ter delitev hipotekarne obveznice, opisal njeno povezanost s hipotekarnim posojilom ter poglavje zaključil s predstavitev različnih modelov hipotekarne obveznice.

3.1. Zgodovina hipotekarne obveznice

Ideja o financiranju gradnje ali nakupa nepremičnine z izdajo vrednostnih papirjev se je porodila v drugi polovici 18. stoletja v takratni Prusiji, na ozemlju današnje Nemčije. V obdobju 1767-1770 so bili položeni temelji za razvoj hipotekarnih poslov. Ustanovljene so bile posebne,

¹⁴ Leta 2003 se je v ZDA zaupanje vlagateljev v *MBS* za kratek čas omajalo, saj so v *FHLMC* odkrili računovodske nepravilnosti, zaradi pomanjkljivega sodelovanja z revizorji pa je bila odpuščena skoraj celotna uprava agencije. *FHLMC* je bila nemudoma deležna nižjih bonitetnih ocen s strani bonitetnih agencij, posledično je bil opazen premik kapitala iz *MBS* v varnejše državne obveznice, škodo pa so utrpeli tudi delničarji agencije, saj je vrednost njenih delnic v enem dnevu padla kar za okoli 20 % (Gostiša, Grahek, 2003, str. 21).

¹⁵ Model sekuritizacije ne predvideva posebnega nadzora nad *MBS* ter ne vsebuje predpisov in pravil o ocenjevanju nepremičnin, *LTV* razmerjih in kvaliteti kritnega premoženja itd. (Lassen, 2002, str. 53; Lambert, 2002, str. 23).

regionalno omejene, javnopravne in obvezne združbe veleposestnikov z namenom pridobivanja zemljiško zavarovanih kreditov za svoje člane. Omenjene združbe niso odobravale kreditov v gotovini, temveč v naravi. V ta namen so izdajale zadolžnice (obveznice), imenovane zastavno pismo (nem. *Pfandbrief*). Od kreditojemalca je bilo odvisno, kdaj in kako bo unovčil zastavno pismo, pri čemer je nase prevzel breme oziroma tveganje spremembe tečaja valute. Imetnik zastavnega pisma je tako postal upnik natančno določenega in v zastavnem pismu opisanega in opredeljenega dela zemljišča (stvarno jamstvo), subsidiarno pa je za terjatev iz zastavnega pisma jamčila tudi združba (osebno jamstvo). Tovrstna zastavna pisma so imela dvojno funkcijo, funkcijo vrednostnega papirja in funkcijo hipotekarnega pisma (nem. *Hypothekenbrief*), kot ga danes pozna nemško pravo. Kasneje se v zastavnih pismih niso več opisovala in določala posamezna zemljišča kot jamstvo dolga. V prvi polovici 19. stoletja so združbe spremenile sistem podeljevanja kreditov in njihovega refinanciranja. Svojim članom so odobravale posojila na osnovi zastavitve zemljišč (hipotekarna posojila), pri čemer so za njihovo refinanciranje začele uporabljati posebno vrsto obveznic oziroma zadolžnic (nem. *Teilschuldverschreibungen*). Omenjene obveznice so nadomestile prejšnje, za njihovo izplačilo pa je jamčila združba sama. Pri tovrstnih novih hipotekarnih obveznicah ni bilo prisotnega ključnega elementa, na podlagi katerega so prejšnja zastavna (hipotekarna) pisma dobila ime - neposredna zastava. Odsotnost neposredne zastave in posledično jamčenja zemljišča (hipoteke) v korist imetnika zastavnega pisma je tako pripeljala do ločitve razmerja med kreditojemalcem in upnikom oziroma imetnikom hipotekarne obveznice. Na ta način je bila dana možnost pridobivanja hipotekarnih obveznic tudi tretjim osebam (Strnad, 1995, str. 588-590).

Prvi zakon, ki je na enoten način uredil oziroma uzakonil hipotekarno pravo, je nemški zakon o hipotekarnih bankah (nem. *Hypothekbankgesetz*). Le-ta je bil sprejet 13. julija 1899, nazadnje noveliran pa 19. decembra 1990 (Strnad, 1995, str. 590). Strog režim poslovanja, kot ga uzakonja nemški zakon o hipotekarnih bankah, zagotavlja hipotekarnim bankam relativno trdnost v poslovanju. Kljub številnim gospodarskim krizam, v zadnjih 110 letih, na ozemlju današnje Nemčije ni propadla namreč niti ena hipotekarna banka.

Kljub nemški dominanci na področju hipotekarnega bančništva so prvo hipotekarno banko na svetu (*Credit Foncier de France*) ustanovili leta 1852 v Parizu (Lassen, 2002, str. 5).¹⁶

3.2. Hipotekarna obveznica kot posebna vrsta hipotekarnih vrednostnih papirjev

Hipotekarna obveznica je najbolj razširjena v Evropi, hkrati pa ima na Stari celini tudi že več kot stoletno tradicijo. Hipotekarna obveznica ni povsem enovita vrsta vrednostnih papirjev. Med evropskimi državami namreč obstajajo določene razlike, ki pa niso tako velike, da ne bi mogli različic hipotekarne obveznice vreči v isti koš in tovrstnega papirja obravnavati kot homogeno kategorijo.

¹⁶ Nemci so sicer prvo hipotekarno banko ustanovili že leta 1835 v Münchnu (*Bayerische Hypotheken und Wechsel Bank*), vendar je delovala kot t.i. mešana hipotekarna banka (glej poglavje 4.1.). Prva »čista« hipotekarna banka v Nemčiji je bila ustanovljena leta 1862 v Frankfurtu (*Frankfurter Hypothekbank*) (Strnad, 1995, str. 590).

Osnovne značilnosti hipotekarne obveznice, kot nekakšen skupni imenovalac različnih ureditev, lahko strnemo v naslednjo definicijo. Hipotekarna obveznica je dolžniški vrednostni papir, izdan s strani banke¹⁷, s kritjem oziroma jamstvom v točno določenih hipotekarnih terjatvah na aktivih izdajatelja,¹⁸ ki zagotavlja ustrezen denarni tok za poplačilo obveznosti iz naslova izdane hipotekarne obveznice (Lambert, 2002, str. 17).

Hipotekarna obveznica je dolžniški vrednostni papir, ki poleg običajnih jamstev izdajatelja (le-ta v končni instanci jamči s svojim kapitalom) vsebuje še posebna jamstva, ki so vsebovana v točno določenem premoženju. Varnost oziroma boniteta tovrstne obveznice tako ni odvisna samo od bonitete izdajatelja, temveč tudi oziroma predvsem od kvalitete premoženja, ki služi kot jamstvo. Kot sem že omenil, je hipotekarna obveznica po svoji značilnosti kritja z določenim hipotekarnim premoženjem podobna hipotekarnim vrednostnim papirjem, razširjenim predvsem v ZDA. Omenjeni varnostni element je pomemben predvsem v primeru nelikvidnosti oziroma stečaja izdajatelja (banke), saj imajo imetniki hipotekarnih obveznic prednostno pravico (položaj) pred ostalimi upniki. Priviligiran položaj upnikom hipotekarne obveznice omogoča prednostno poplačilo iz kritnega premoženja oziroma z neposredno izvršbo nad posojilojemalci. Banki tako za pridobivanje dolgoročnih in cenovno ugodnih virov od investitorjev ni potrebno uporabiti vseh svojih prepričevalskih čarov (Petrič, 2004, str. 32).

Hipotekarna obveznica je specifičen dolgoročni finančni instrument, s prodajo katerega banka od investitorjev pridobi sredstva za refinanciranje dolgoročnih stanovanjskih hipotekarnih posojil. Tovrstni vrednostni papirji so papirji kreditne kakovosti državnih vrednostnih papirjev, posledično se po svoji varnosti približujejo in celo izenačujejo z državnimi vrednostnimi papirji, po donosnosti pa so nekoliko bolj ugodni. Zaradi izjemno visoke varnosti, ugodnega razmerja med varnostjo in donosnostjo ter dobre likvidnosti na sekundarnem trgu je hipotekarna obveznica zelo privlačna in primerna naložbena priložnost za investitorje, predvsem za institucionalne (Weiss, 2001, str. 18).

Za hipotekarne obveznice je značilna 20-letna ali celo daljša ročnost. Delež posojila, odobrenega na osnovi hipotekarnih obveznic, praviloma znaša od 60 do 70 ali celo več % vrednosti nepremičnine (angl. *loan-to-value ratio*, *LTV ratio*). Zaradi prisotnosti visokega jamstva za poplačilo terjatev iz hipotekarnih obveznic in nizkega tveganja oziroma visoke varnosti so obrestne mere hipotekarnih obveznic nizke. Hipotekarne obveznice za banke predstavljajo ugoden vir financiranja, posledično tudi same ponujajo ugodnejša dolgoročna stanovanjska posojila oziroma stanovanjska posojila po nižjih obrestnih merah (Klapš, 2004, str. 24).

3.3. Elementi varnosti hipotekarne obveznice

Področje hipotekarne obveznice je skoraj v vseh evropskih državah urejeno s posebno zakonodajo. Zakonodaja o hipotekarni obveznici (načelo univerzalnosti) oziroma hipotekarni banki (načelo specializiranosti) zagotavlja izjemno visoke standarde glede kritnega premoženja,

¹⁷ Praviloma so to specializirane hipotekarne banke.

¹⁸ Terjatve banke zavarovane s hipoteko (najpogosteje so to hipotekarna stanovanjska posojila).

položaja upnika oziroma imetnika hipotekarne obveznice v primeru stečaja njenega izdajatelja, statusa in dejavnosti izdajatelja hipotekarne obveznice ipd. Vse omenjeno zagotavlja visoko kreditno kvaliteto ter varnost tega instrumenta in posledično zaupanje investorjev. Poleg tega zakonodaja v večini držav ščiti tudi samo ime hipotekarna obveznica. Zato lahko samo tisti vrednostni papir, ki v vseh elementih ustreza zakonskim normam, v svojem imenu vsebuje besedo oziroma pridevnik *hipotekarni* (Lassen, 2002a, str. 20).

V povezavi z varnostjo hipotekarne obveznice se pogosto omenjata *dva zaščitna zidova*, ki dodatno pripomoreta k varnosti hipotekarne obveznice, in sicer t.i. *notranji zaščitni zid* ter *zunanji zaščitni zid*.

3.3.1. Notranji zaščitni zid

Notranji zaščitni zid kot notranjo varovalko hipotekarne obveznice predstavljajo zakonske zahteve glede izredno visoke kvalitete kritnega premoženja, prednostni položaj imetnikov hipotekarne obveznice v primeru stečaja njenega izdajatelja ter stečajna oddaljenost kritnega premoženja. Navedenim temeljnim elementom notranje zaščite hipotekarne obveznice pa lahko dodamo še nadomestno kritje in razširjeni račun.

3.3.1.1. Kvaliteta kritnega premoženja

Kvaliteta hipotekarne obveznice je v največji meri odvisna od kvalitete njenega kritja. Iz tega razloga vse zakonodaje zelo podrobno predpisujejo vrste premoženja, ki lahko služijo kot kritje za izdajo hipotekarnih obveznic. Osnovno kritno premoženje (angl. *cover assets* ali *mortgage assets*) predstavljajo stanovanjska hipotekarna posojila oziroma posojila, namenjena za nakup stanovanja, zavarovana z zastavo nepremičnine.¹⁹ Običajno se kot kritno premoženje smejo uporabljati tudi hipotekarna posojila za t.i. komercialne nepremičnine (npr. poslovni in trgovski prostori), redkeje se uporabljajo posojila, zavarovana s hipoteko nad zemljišči, skoraj nikoli pa posojila, zavarovana s hipoteko nad industrijskimi obrati. Stroje, tovarniške hale ipd. je namreč težko prodati v primeru izvršbe nad nepremičnino, poleg tega pa je njihova vrednost močno povezana z uspešnostjo podjetja. Nekatero države (npr. Nemčija) poleg hipotekarnih posojil dovoljujejo kot kritno premoženje tudi uporabo posojil, danih javnemu sektorju. To sicer niso hipotekarna posojila, vendar jih zaradi jamstva države obravnavamo kot izjemno varna. Izdane obveznice s kritjem v javnih posojilih se ne imenujejo hipotekarne, temveč komunalne obveznice (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 5-6).

Posojila morajo biti zavarovana s prvovrstno hipoteko na nepremičnini v državah EU. Krediti, zavarovani s hipoteko na nepremičnini izven regije, tako ne morejo predstavljati kritja za izdajo

¹⁹ Namen nakupa stanovanja ni vedno nujen pogoj za uvrstitev posojila v kategorijo kritnega premoženja. Ureditev po državah je sicer različna, v osnovi pa je lahko namen kakršenkoli. Pomembno je le, da je posojilo zavarovano s hipoteko nad stanovanjem in ne katerokoli nepremičnino.

hipotekarnih obveznic v državah EU. EU ne dovoljuje uporabe nepremičnin zunaj nje zaradi nižjih standardov prisotnih v teh državah (O'Rourke, 2002, str. 13).²⁰

Zaradi zaščite hipotekarnega upnika (v končni instanci je to imetnik hipotekarne obveznice) pred padcem cen nepremičnin, države predpisujejo zelo stroge predpise glede vrednotenja oziroma cenitve nepremičnin. Hkrati omejujejo tudi višino posojila v odstotkovni vrednosti nepremičnine. *LTV* razmerja običajno znašajo 60 %, lahko so tudi višja, vendar skoraj nikoli ne presegajo 80 %. Posojila z višjim *LTV* razmerjem, v odvisnosti od posamezne države, sploh ne morejo vstopati v kritno premoženje oziroma vstopajo samo s tistim delom, ki ne presega predpisanega *LTV* razmerja (More, 2003, str. 5).

Zakonodaja vzpostavlja posebna razmerja odvisnosti med izdajanjem hipotekarnih obveznic in dodeljevanjem hipotekarnih posojil. Skupna vsota v obtok danih hipotekarnih obveznic mora ves čas imeti kritje v hipotekah, in sicer v najmanj enaki nominalni vrednosti, upoštevajoč tudi zneske obresti. Uzakonjeno kritno načelo določa stalno pokritost (v polnem obsegu) v hipotekarni obveznici zapisane terjatve (pravica iz papirja; pasivni posel banke) z vrednostno enako določeno pravico (varovalno pravico) iz aktivnega posla (hipotekarna posojila) (Strnad, 1995, str. 589). Povedano drugače, kritno premoženje mora v vsakem trenutku zadoščati za pokrivanje obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic. Posamezne države²¹ predpisujejo tudi popolno skladnost (angl. *matching principle* ali *matching rules*) ostalih elementov, kot sta ročnost, obrestna mera idr. Načelo usklajenosti oziroma popolna skladnost pomeni enakost določenega elementa (npr. ročnosti, obrestne mere) hipotekarnega posojila z določenim elementom (npr. ročnostjo, obrestno mero) hipotekarne obveznice. Kot element dodatne zaščite posamezne države zahtevajo tudi določen pribitek obsega kritnega premoženja nad obsegom izdanih hipotekarnih obveznic (angl. *overcollateralization*) (O'Rourke, 2002, str. 12-13).

Zelo pomemben element varnosti hipotekarne obveznice je tudi popolna ločenost kritnega premoženja od ostalega premoženja. Kritno premoženje mora biti vpisano v poseben kritni register (angl. *cover pool* ali *cover register*). Večina držav predpisuje nad kritnim registrom poleg običajnih mehanizmov nadzora še poseben, dodaten nadzor. Le-tega vrši od izdajatelja (banke) neodvisna oseba, imenovana skrbnik. Banka tako brez predhodnega privoljenja skrbnika ne more opraviti nobene transakcije, povezane s kritnim premoženjem (Mučkova, 2002, str. 2).

3.3.1.2. Prednostni položaj imetnikov hipotekarne obveznice

Priviligiran položaj upnikov hipotekarne obveznice v primeru stečaja izdajatelja je pomemben element, ki v sistem vnaša dodatno varnost. V primeru stečaja banke, izdajateljice hipotekarnih obveznic, imajo imetniki teh obveznic z zakonom urejen prednostni položaj (angl. *senior position*) pri poplačilu iz kritnega premoženja (Lassen, 2002a, str. 18). Posamezne zakonodaje vprašanje prednostnega položaja različno urejajo. Ponekod imajo hipotekarni upniki poleg

²⁰ Npr. v primeru izvršbe nad nepremičnino je lahko problematična neažurnost vpisov v zemljiško knjigo, dolgotrajnost postopkov izvršbe ipd.

²¹ Najboljši primer je Danska.

prednostnega položaja pri poplačilu iz kritnega premoženja še enak položaj kot ostali upniki (npr. imetniki navadnih obveznic) pri poplačilu iz ostalega oziroma ne-kritnega premoženja banke. Zanimiv primer je Francija, kjer imajo upniki hipotekarne obveznice prednostni položaj na vsem premoženju, torej tudi na ne-kritnem premoženju. Posledično so vsi ostali upniki postavljeni v subordiniran oziroma podrejen položaj (angl. *subordinate position*) (More, 2003, str. 6).

3.3.1.3. Stečajna oddaljenost kritnega premoženja

Prednostna pravica je zelo pomembna, vendar sama zase še ne zagotavlja tudi stečajne oddaljenosti kritnega premoženja. Za kupca hipotekarne obveznice je zelo pomembno, da v primeru stečaja uspe v celoti poplačati svojo terjatev. To mu na nek način zagotavljata že zelo visoka kvaliteta kritnega premoženja in prednostni položaj pri poplačilu iz le-tega. Seveda je v interesu vseh, da do stečaja sploh ne pride. Če pa do stečaja že pride, je ključno, da ne pride tudi do likvidacije kritnega premoženja. Kritno premoženje mora namreč obstajati tudi po likvidaciji, in sicer vse do izteka oziroma poplačila zadnje terjatve iz naslova hipotekarne obveznice. To imenujemo stečajna oddaljenost kritnega premoženja (angl. *bankruptcy remoteness*). Še tako kvalitetno kritno premoženje, ki v nominalnem znesku zadošča ali celo presega potrebe pokritja terjatev iz naslova hipotekarnih obveznic, namreč v primeru nepričakovane, nenadne likvidacije praviloma ne zadošča več v celoti za pokritje obveznosti (Lassen, 2005, str. 18-19; Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 72-73).

Stečajna oddaljenost trenutno še ni zakonsko urejena v vseh evropskih državah. A glede na to, da je pomemben element bonitetnih agencij pri ocenjevanju tveganja hipotekarnih obveznic, lahko pričakujemo na tem področju v bližnji prihodnosti velik napredek. Zaenkrat je stečajna oddaljenost zaživela le v nekaterih državah (Nemčija, Francija, Luksemburg, Irska, Finska).

3.3.1.4. Nadomestno kritje in razširjeni račun

Poleg osnovnih elementov notranjega zaščitnega zidu, bi lahko v to kategorijo uvrstili tudi pojma nadomestno kritje (angl. *substitute cover*) in razširjeni račun (angl. *spread account*).

Tradicionalne zakonodaje s področja hipotekarnega bančništva predvidevajo stalno pokritost obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic, vključno z obrestmi, s kritnim premoženjem. V nasprotnem primeru in za zagotovitev še večje varnosti hipotekarnih obveznic za investitorje, je potrebno zagotoviti nadomestno kritje. Le-ta običajno znaša od 10 do 20 % kritnega premoženja, najpogosteje ga tvorijo vrednostni papirji in kratkoročne bančne terjatve, za njegove potrebe pa se oblikuje tudi ločeni nadomestni oziroma stranski register (angl. *sub register*) (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 6, 137).

Funkcija razširjenega računa je zagotoviti pravočasna izplačila glavnice in pripadajočih obresti imetnikom hipotekarnih obveznic v primeru oslabiljene plačilne sposobnosti banke. Iz tega razloga mora razširjeni račun razpolagati z likvidnimi sredstvi. Poleg tega mora pravočasno opozoriti na morebitne težave pri vračanju hipotekarnih posojil s strani posojilojemalcev. Z

računom v imenu upnikov hipotekarnih obveznic upravlja skrbnik (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 6, 138).

3.3.2. Zunanji zaščitni zid

Navedene elemente notranjega zaščitnega zidu lažje zagotovijo specializirani izdajatelji hipotekarne obveznice. Specializiranost izdajatelja hipotekarne obveznice v smislu prepovedi opravljanja drugih dejavnosti predstavlja zunanji zaščitni zid hipotekarne obveznice.

3.3.2.1. Specializiranost izdajatelja

Načelo specializacije predstavlja zunanjo varovalko hipotekarne obveznice. Večina evropskih držav je v svoji zakonodaji uveljavila princip specializacije in na ta način omejila izdajo hipotekarnih obveznic le na specializirane hipotekarne banke.

Specializirane hipotekarne banke so finančne institucije, ki opravljajo posredniško vlogo med povpraševanjem po dolgoročnih kreditih na eni in ponudbo kapitala vlagateljev, ki želijo svoja sredstva dolgoročno in varno naložiti, na drugi strani (Strnad, 1995, str. 588). Njihova dejavnost je z zakonom omejena le na manj tvegane posle. V največji meri se ukvarjajo le z eno vrsto poslov: izdajajo in prodajajo hipotekarne obveznice in na podlagi prejete kupnine odobravajo namenska posojila, za katera zahtevajo zavarovanje s hipoteko na nepremičnini. Pravni posli se glede na vlogo banke delijo na pasivne in aktivne. V pasivnih poslih banka izdaja hipotekarne obveznice (vloga dolžnika), s sredstvi, pridobljenimi iz naslova pasivnih poslov, pa opravlja aktivne posle oziroma odobrava hipotekarna posojila (vloga upnika) (Kobal, 1996, str. 33-34).

Najbolj znani državi z dolgotrajnim principom specializacije sta Nemčija in Danska. Druge države (npr. Francija, Irska, Finska, Luksemburg) sledijo temu principu in se večinoma odločajo za specializirane in ne univerzalne banke. Z zakonsko omejitvijo opravljanja dejavnosti in prepovedjo opravljanja tveganih poslov je zagotovljena visoka varnost specializiranih institucij in posledično potrebno zaupanje investitorjev. Princip specializacije naj bi v celoti ščitil hipotekarno banko pred nesolventnostjo, saj z opravljanjem dovoljenih hipotekarnih poslov ne bi smela zaiti v plačilne težave in stečaj. Zgodovina to tudi potrjuje. Na Danskem in v Nemčiji v zadnjih sto letih, kljub številnim gospodarskim krizam in dvema svetovnim vojnami, ni bilo niti enega primera stečaja specializirane hipotekarne banke (More, 2003, str. 6).

3.4. Delitev hipotekarnih obveznic

Hipotekarne obveznice lahko razvrščamo po različnih kriterijih. Običajno jih razlikujemo glede na tri dejavnike (Orsag, 1990, str. 74-75):

1. *vrstni red emisij*, v katerih so obveznice izdane;
2. *vrsta premoženja*, na katerega se hipoteka nanaša;
3. *možnost izdajanja novih obveznic* s hipoteko.

3.4.1. Vrstni red emisij

Z vidika vrstnega reda emisij, v katerih se hipotekarne obveznice izdajajo, razlikujemo prvohipotekarne obveznice (angl. *first mortgage bond*) in drugohipotekarne obveznice (angl. *second mortgage bond*).

Hipotekarne obveznice iz emisije, ki so zavarovane s prvo hipoteko, imajo glede na ostale hipotekarne obveznice, ki so zavarovane z drugo hipoteko, prioriteto pri izplačilu. Prav tako imajo prvohipotekarne obveznice glede na drugohipotekarne prednost v likvidacijski masi v primeru prodaje premoženja pod hipoteko ter v primeru stečaja izdajatelja. Zaradi navedenega so imetniki drugohipotekarnih obveznic v razmerju do imetnikov prvohipotekarnih v vlogi upnikov v podobnem položaju kot tisti upniki, ki svojih terjatev nimajo zavarovanih s hipoteko. Kljub temu pa imajo upniki drugohipotekarnih obveznic v odnosu do ostalih upnikov prednost in s tem tudi večjo varstvo. Razlikovanje je potrebno zaradi določanja pogojev, ki se dajejo imetnikom obveznic ob razpisu emisij. Omenjena delitev je pomembna predvsem zaradi višine obrestne mere. Ta je zaradi večjega tveganja višja pri drugohipotekarnih obveznicah in nižja pri prvohipotekarnih obveznicah (Orsag, 1990, str. 75).

3.4.2. Vrsta premoženja, uporabljenega za zavarovanje s hipoteko

Hipoteka se lahko nanaša bodisi le na določeno bodisi na splošno premoženje izdajatelja. V primeru, ko se hipoteka nanaša na celotno premoženje, govorimo o splošni hipotekarni obveznici (angl. *blanket mortgage bond* ali *general mortgage bond*). Posebna hipotekarna obveznica (angl. *special mortgage bond*) pa je obveznica, pri kateri se hipoteka nanaša le na določeno premoženje. Če je obveznica zavarovana s specifično hipoteko le na eni nepremičnini (npr. mostu) obveznico imenujemo neposredno po tej nepremičnini (npr. *bridge (most) bond*) (Orsag, 1990, str. 75).

3.4.3. Možnost izdaje novih obveznic

Potencialni kupec hipotekarne obveznice je zainteresiran za usodo svoje terjatve v primeru izdajanja novih emisij obveznic, zavarovanih s hipoteko na istem premoženju. V tem okviru razlikujemo obveznice z zaprto hipoteko (angl. *closed-end mortgage bond*), obveznice z odprto hipoteko (angl. *open-end mortgage bond*) ter obveznice z omejeno odprto hipoteko (angl. *limited open-end mortgage bond*).

Pri obveznicah z zaprto hipoteko je izdajatelju za zavarovanje bodočih hipotekarnih obveznic prepovedano uporabiti premoženje, s katerim so že zavarovane hipotekarne obveznice iste prioritete. Pri obveznicah z odprto hipoteko je to dovoljeno. Obveznice z omejeno odprto hipoteko pa predstavljajo kombinacijo obeh: omogočeno je izdajanje novih hipotekarnih obveznic iste prioritete na osnovi istega premoženja ali pa le do omejenega zneska. Z vidika imetnikov obveznic so najbolj varne obveznice z zaprto hipoteko, ki tudi sicer veljajo za najbolj

zavarovane hipotekarne obveznice. Pri zaprti hipotekarni obveznici namreč ni dovoljena nobena nova oblika zadolževanja na isti nepremičnini. Nasprotno so, izmed omenjenih obveznic, najbolj tvegane obveznice z odprto hipoteko (Orsag, 1990, str. 75-76).

3.5. Pravna razmerja pri hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih posojilih

Bistven element hipotekarne obveznice je zavarovanje izplačila obveznosti z zastavno pravico na nepremičnini. Imetnik tovrstne obveznice ima posebno jamstvo, ki mu v primeru neizpolnitve obveznosti s strani izdajatelja omogoča poplačilo terjatve z uveljavitvijo hipoteke oziroma iz izkupička prodaje zastavljene nepremičnine. Pri izdaji hipotekarne obveznice se tako postavlja vprašanje, kdo je v tem primeru zastavni upnik oziroma zastavni dolžnik. Iz slednjega je namreč razvidna struktura razmerij ter postopki, ki omogočajo uresničitev hipoteke (Kocbek, 1992, str. 3).

Hipotekarna obveznica je tesno povezana s hipotekarnim posojilom. Pri njeni izdaji obstaja namreč sočasno razmerje na podlagi hipotekarnega posojila. Hipotekarno posojilo predvideva razmerje med izdajateljem obveznice, ki je hkrati tudi posojilodajalec oziroma kreditor hipotekarnega posojila, in posojilojemalcem. Slednji kot jamstvo za poplačilo svoje obveznosti zavaruje kredit z zastavno pravico oziroma hipoteko na svoji nepremičnini, bodisi na svojem obstoječem nepremičninskem premoženju bodisi (praviloma) na nepremičnini, ki jo bo kupil, zgradil ali adaptiral s sredstvi iz pridobljenega posojila. Hipotekarni upnik je torej posojilodajalec oziroma kreditor, ki je hkrati tudi izdajatelj hipotekarne obveznice, hipotekarni dolžnik ter zastavitelj pa je posojilojemalec. Posojilodajalec je z ekonomskega vidika gledano posrednik med investitorjem v vrednostni papir oziroma imetnikom hipotekarne obveznice ter končnim porabnikom posojila. Kreditor v svojem imenu in za svoj račun zbira investicijska sredstva z izdajo in prodajo obveznic investitorjem. Omenjena sredstva so strogo namenska in se lahko uporabljajo zgolj za dajanje hipotekarnih posojil. Na ta način je ustvarjena realna podlaga za jamstvo kupcem hipotekarnih obveznic. Le-ti so sicer v pravnem razmerju le z izdajateljem obveznic, vendar pa je premoženjsko stanje izdajatelja zavarovano s stvarnimi pravicami, t.j. s hipoteko na nepremičninah njegovih posojilojemalcev (Kocbek, 1994, str. 1135).

Pri hipotekarnih obveznicah torej obstajajo dvoje vrst pravnih razmerij: na eni strani razmerja med izdajateljem in imetniki hipotekarnih obveznic ter na drugi strani razmerja med izdajateljem obveznic kot posojilodajalcem in posojilojemalci. Imetniki obveznic so z njihovim nakupom svoja sredstva naložili pod relativno zelo visoko garancijo, saj so investirana sredstva v hipotekarne obveznice strogo namenska. Izdajatelj obveznic lahko pridobljena sredstva plasira v skladu s posebnimi predpisi le kot nadaljnja posojila, zavarovana z zastavno pravico na nepremičnini (Kocbek, 1994, str. 1135).

Pravni predpisi, ki se nanašajo na hipotekarne obveznice in hipotekarna posojila, so v evropskih državah zelo natančni in strogi, tako glede kontrole namenske porabe sredstev kot tudi kontrole poslovanja izdajateljev obveznic. Bistvo hipotekarne obveznice ni v tem, da bi njen izdajatelj jamčil za poplačilo obveznice z zastavno pravico na svojem nepremičninskem premoženju.

Teoretično bi to sicer bilo izvedljivo, vendar ne bi bilo mogoče oblikovati pravnega razmerja, v katerem bi investitorji v vrednostne papirje bili neposredno določeni kot zastavni upniki. Hipotekarne obveznice se praviloma izdajajo na prinosnika, posledično ni mogoče izpeljati zemljiškoknjižne izvedbe vknjižbe zastavne pravice zaradi odsotnosti imensko določenega zastavnega upnika. Pomemben element tovrstnih obveznic je tudi njihova cirkulativnost. Izdajanje obveznic na ime, kar bi v končni instanci sicer dopuščalo vknjižbo zastavne pravice, bi to funkcijo onemogočilo ter pri tako veliki množici zastavnih upravičencev povzročilo tudi velike tehnične težave vknjiževanja zastavne pravice. Nadaljnji, še večji problemi bi se pojavili v primeru izdajanja zaporednih emisij obveznic. Takrat bi se namreč zastavilo vprašanje možnosti izkoriščanja zastavne pravice kasnejših zastavnih upnikov. Ekonomski pomen hipotekarnih obveznic pa je ravno v tem, da se obveznice izdajo velikemu številu investorjev ter da so te izdaje zaporedne v večjih serijah (Kocbek, 1994, str. 1135-1136).

Hipotekarna obveznica je torej vrednostni papir, katerega poplačilo jamči hipoteka na zastavljeni nepremičnini. Vendar pri tem ne obstaja neposredno razmerje zastavnega upnika in zastavnega dolžnika med imetnikom in izdajateljem hipotekarne obveznice, temveč direktno zastavno razmerje, ki je vzpostavljeno med izdajateljem in končnim porabnikom investiranih sredstev (posojilojemalcem). Na tej osnovi je hipotekarna obveznica tudi dobila svoje ime, pri čemer jamstvo njenim upnikom predstavlja hipoteka, ustanovljena v korist izdajatelja obveznic s strani njegovih posojilojemalcev (Kocbek, 1994, str. 1136).

3.6. Model hipotekarnega bančništva na osnovi hipotekarne obveznice

Model hipotekarne obveznice je razširjen predvsem v Evropi. Kot že omenjeno, je značilnost modela izdaja in prodaja obveznic s strani kreditne institucije, pri čemer odobrena hipotekarna posojila predstavljajo kritje za izdane obveznice. Model hipotekarne obveznice prikazujem na Sliki 3.

Slika 3: Poenostavljen prikaz modela hipotekarne obveznice



Vir: More, 2001, str. 5.

Model hipotekarne obveznice kot skupni termin pokriva različne ureditve po posameznih državah. Najbolj znana sta nemški (nem. *Pfandbriefe*) in danski model (dan. *Realkreditobligation*), v zadnjem času pa jima vse bolj konkurirata nova modela v Franciji (fr. *Obligation fonciere*) in Luksemburgu (fr. *Lettre de gage*) ter nekoliko starejši španski model (špan. *Cedula hipotecaria*). Skupna značilnost tovrstnega modela je zagotavljanje izjemno varnega in poceni finančnega posredništva ter zelo dolgoročnih kreditov. Z vidika teh elementov model hipotekarne obveznice močno presega tradicionalni enonivojski model hipotekarnega

bančništva. Zahteva bolj razvito finančno okolje (predvsem trg obveznic) ter obstoj in razvitost institucionalnih investitorjev. Številne evropske države pripravljajo oziroma so že sprejele novo hipotekarno-bančno zakonodajo, iz česar je razviden izjemen pomen, ki ga Evropa pripisuje temu področju. Z razvojem hipotekarnega bančništva se namreč zasleduje več ciljev, ne le financiranje stanovanjske gradnje. Hipotekarne obveznice so izjemno varen finančni instrument, ki lahko igra zelo pomembno vlogo tudi na področju razvoja denarnih trgov (More, 2001, str. 4-5).

Ureditve hipotekarne obveznice se torej po posameznih državah razlikujejo. Najpomembnejša razlika je v principu univerzalnosti oziroma specializiranosti. Hipotekarne obveznice lahko izdaja vsaka poslovna oziroma komercialna banka (model univerzalnega bančništva) ali pa le specializirane hipotekarne banke (model specializiranega bančništva).

3.6.1. Model univerzalnega bančništva

V hipotekarnem bančništvu se model univerzalnega bančništva lahko pojavlja v treh oblikah (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 84):

- (i) Popolnoma integrirana univerzalna banka, ki financira hipotekarna posojila z depoziti in/ali bančnimi obveznicami brez nadaljnjih predpisov o hipotekarnem bančništvu.
- (ii) Univerzalna banka, ki pridobiva finančne vire za hipotekarne kredite preko izdaje in prodaje bančnih obveznic zavarovanih s hipoteko. Pri tem mora upoštevati določene standarde glede kvalitete kritnega premoženja (npr. španska *Cedula hipotecaria*).
- (iii) Univerzalna banka, ki refinancira hipotekarne kredite s pomočjo izdaje in prodaje bančnih obveznic, zavarovanih s hipoteko. Pri tem morajo biti hipotekarna posojila, ki predstavljajo kritno premoženje, vpisana v poseben kritni register, hkrati pa je potrebno upoštevati tudi določene standarde glede kvalitete kritnega premoženja (npr. mešane hipotekarne banke v Avstriji).

Univerzalna banka opravlja spekter aktivnosti: posluje s prebivalstvom oziroma s fizičnimi osebami; posluje z malimi in srednjimi podjetji ter velikimi korporacijami; opravlja različne mednarodne transakcije; zavaruje izvoz; obvladuje svoje valutne pozicije; organizira posojilne sindikate itd. Za opravljanje vseh omenjenih aktivnosti mora imeti sklenjene stalne posojilne in depositne pogodbe z drugimi mednarodnimi bankami. V teh pogodbah sta standardno navedeni dve klavzuli, t.i. *pari passu clause* (načelo enake obravnave upnikov) in t.i. *negative pledge clause* (načelo neobremenitve svojega premoženja v prid upnika). S klavzulo *pari passu* se univerzalna banka zaveže obravnavati novega upnika enakovredno prejšnjim in bodočim upnikom, hkrati pa nihče od njih nima nikakršne prednostne pravice pred ostalimi za poplačilo svojih terjatev.²² *Negative pledge clause* je logično nadaljevanje *pari passu clause*, pri čimer se

²² Zaveza velja tudi za bančno povezane osebe.

banka zaveže, da ne bo obremenjevala svojega premoženja in tako dajala prednost kateremukoli upniku. V primeru ugotovitve kršitve vsaj ene od omenjenih klavzul lahko bančni upnik nemudoma odpokliče celoten aranžma sklenjen z banko ter o tem obvesti tudi druge upnike. Razkritju bi potencialno sledil masovni odpoklic depozitov varčevalcev in banka bi se posledično nezadržno približevala stečaju (Držanič, 2004, str. 29).

Univerzalna banka, ki je sprejela zaveze iz mednarodnega finančnega prava, načeloma ne more oblikovati kritnega registra. Zakaj načeloma? Na tem mestu bi lahko sledila dolga diskusija o tem, ali je oblikovanje kritnega registra že samo po sebi kršitev klavzule *negative pledge*. Vsekakor pa univerzalna banka ne more zagotoviti prednostnega poplačila pred ostalimi upniki, saj bi že samo zagotovilo pomenilo kršitev klavzule *pari passu* (Držanič, 2004, str. 29). Iz tega razloga se je velika večina evropskih držav, z Dansko in Nemčijo na čelu, odločila uzakoniti načelo specializacije. Univerzalne banke so namreč bolj primerne za (pogojno rečeno) ameriški način izdajanja obveznic (*MBS*). Kljub temu so se nekatere evropske države²³ vseeno odločile za model univerzalnega bančništva, zakonodajo pa malce priredile za potrebe nacionalnega hipotekarnega bančništva²⁴ (Lassen, 2002, str. 33).

Glavne prednosti pooblaščenih univerzalnih banke pri izdajanju hipotekarnih obveznic pred specializirano hipotekarno banko so (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 85-87):

- Model univerzalnega bančništva je preprostejša oblika modela hipotekarne obveznice.
- Zavoljo vključitve hipotekarnega bančništva v obstoječe strukture poslovne oziroma komercialne banke ni potrebno ustanavljati novih kreditnih institucij. Dejavnost hipotekarnega bančništva se namreč od ostalih dejavnosti univerzalne banke enostavno loči s t.i. kitajskim zidom. Posledično so stroški ustanavljanja manjši, saj vsi pomembni sektorji oziroma oddelki (npr. kreditni oddelek, poslovalnice za opravljanje storitev komitentom, notranja revizija, sektor zakladništva) že obstajajo in ni potrebno zaposliti novih kadrov oziroma le minimalno.
- Univerzalna banka ima priložnost tržiti dolgoročnim posojilojemalcem tudi druge bančne storitve in produkte.
- Univerzalna banka lahko brez večjih težav uporabi obstoječa hipotekarna posojila kot kritno premoženje za izdajo hipotekarnih obveznic.
- V anglosaških državah prevladuje prepričanje, da diverzifikacija poslovanja univerzalne banke zmanjšuje njeno možnost stečaja, medtem ko v državah kontinentalne Evrope gojijo nasprotno prepričanje.

Po drugi strani pa obstajajo tudi določene pomanjkljivosti modela univerzalne banke v primerjavi z modelom specializiranega bančništva (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 85-87):

²³ Češka, Bolgarija, Latvija, Španija, Slovaška in Portugalska.

²⁴ Npr. češka, slovaška in latvijska zakonodaja dovoljujejo znotraj modela univerzalnega bančništva razvoj specializirane hipotekarne banke.

- Po mnenju nekaterih strokovnjakov je v univerzalni banki težje doseči specializirana znanja, na osnovi katerih je med drugim mogoče izboljšati kvaliteto hipotekarnega (kritnega) premoženja.
- V primeru, da večje število bank pridobi pravico za izdajanje hipotekarnih obveznic, so mogoče le majhne, razdrobljene izdaje. Velika razpršenost izdaj pa vpliva na slabšo likvidnost hipotekarnih obveznic.
- Zavrholo sorazmerno visokih stroškov izdaje hipotekarnih obveznic s strani univerzalne banke so le-te za investitorje cenovno neprilvalčne.
- Univerzalna banka težje zagotovi cenovno ugodne finančne vire, saj je rating obveznice običajno enak ratingu banke.
- Univerzalna banka slabše pozna trg, tako posojilojemalce kot investitorje, in je iz tega vidika bolj izpostavljena tveganju.

V zadnjih desetletjih so komercialne banke po vsej Evropi postale osrednji ponudnik financiranja stanovanjske gradnje. Stanovanjska posojila so namreč z vidika bank prilvalčne naložbe zaradi nizke stopnje tveganja in možnosti trženja različnih finančnih proizvodov dolgoročnim posojilojemalcem. Naraščajočo vlogo komercialnih bank pri financiranju stanovanjske gradnje potrjuje tudi dejstvo, da le-te po vsej Evropi pridobivajo nadzor nad specializiranimi posojilodajalci, specializiranimi hipotekarnimi bankami, stanovanjskimi zadrugami (angl. *building societies*) ter stanovanjskimi hranilnicami (nem. *bausparkassen*).²⁵

3.6.2. Model specializiranega bančništva

Na osnovi sprejete zakonodaje predvideva model specializiranega bančništva obstoj specializiranih hipotekarnih bank kot edinih finančnih institucij za izdajanje hipotekarnih obveznic. Specializirane banke se v največji meri ukvarjajo le z eno vrsto poslov: na pasivi z izdajanjem hipotekarnih obveznic ter na aktivih z dajanjem hipotekarnih kreditov. Sredstva za odobravanje hipotekarnih kreditov zbirajo izključno z izdajanjem hipotekarnih obveznic. To omogoča visoko varnost teh institucij in s tem potrebno zaupanje investitorjev ter drugih finančnih posrednikov, ki jim z nakupom hipotekarnih obveznic zagotavljajo finančne vire za hipotekarna posojila. Ustanavljanje in delovanje tovrstnih institucij je urejeno s posebno zakonodajo in je strogo nadzorovano s strani države. Zakonodaja zelo restriktivno določa obseg dovoljenih poslov, stopnjo pokritja izdanih hipotekarnih obveznic s hipotekarnimi krediti, postopke cenitve nepremičnin ipd., kar vse prispeva k varnosti poslovanja omenjenih ustanov. Visoka stopnja varnosti ter specializacije omogočata veliko učinkovitost tovrstnih bank in posledično tudi majhen obrestni razmik (More, 2001, str. 4).

Glavne prednosti modela specializiranega hipotekarnega bančništva pred modelom univerzalne banke so (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 91-92; Lassen, 2002, str. 44-45; Votrubeč, 2002, str. 20-21):

²⁵ Termina *building societies* in *bausparkassen* v slovenščini nimata ustreznega prevoda. Navedena prevoda sta delo avtorja.

- Primerna in lahko obvladljiva velikost ter preprosta in sploščena struktura specializirane banke omogoča hitrejši pretok informacij, večjo prilagodljivost, hitrejšo odzivnost na potrebe trga in hitro sprejemanje odločitev.
- Osredotočenost specializirane banke le na en bančni proizvod pozitivno vpliva na cenovno učinkovitost (nizko razmerje strošek-dohodek).
- Bilanca stanja specializirane banke je ločena od bilance stanja lastnika, običajno je to poslovna banka, in tako enostavnejša za nadzor.
- Zaradi zakonske omejitve opravljanja dejavnosti specializirane hipotekarne banke in strogega državnega nadzora je varnost tovrstne ustanove visoka in s tem tudi zaupanje investitorjev večje.
- Zaradi lažje in hitrejše implementacije novih tehnologij je tveganje informacijske tehnologije v specializirani instituciji manjše.
- Specializirani izdajatelji hipotekarnih obveznic lažje zagotovijo elemente varnosti notranjega zaščitnega zidu.
- Kadrovske resursi s specifičnimi znanji povečujejo varnost poslovanja in znižujejo možnost nastopa stečaja specializirane ustanove, hkrati pa zaradi specializacije kadra tovrstna ustanova potrebuje manj zaposlenih in posluje z nižjimi stroški.
- Zaradi manjše možnosti stečaja specializirane banke je rating hipotekarne obveznice višji, kar vpliva na odobravanje hipotekarnih posojil po nižjih obrestnih merah.

Slabosti izdajanja hipotekarnih obveznic s strani specializirane hipotekarne banke v primerjavi z univerzalno banko so predvsem naslednje (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 91-92; Votrubeč, 2002, str. 22-23):

- Zaradi specializiranosti oziroma omejenosti trženja različnih bančnih produktov ustvarja specializirana banka dohodek le s prodajo enega produkta, ki pa v začetni fazi poslovanja ne zadošča za pokrivanje visokih zagonskih stroškov. Specializirana institucija realizira dobiček šele nekaj let kasneje. Zavrlo navedenega je diverzifikacija dohodka na osnovi prodaje različnih vrst produktov zelo pomembna, predvsem v začetni fazi poslovanja.
- Majhno finančno okolje ne upravičuje ustanovitve oziroma obstoja specializirane hipotekarne banke. Iz tega vidika je model specializiranega bančništva bolj primeren za države z velikim finančnim trgom.
- Po mnenju strokovnjakov iz anglosaških držav je zaradi pomanjkanja raznolikosti bančnih produktov v specializiranih hipotekarnih bankah prisotno večje tveganje nastanka stečaja, medtem ko v državah kontinentalne Evrope prevladuje nasprotno prepričanje.

Kot že omenjeno, sta najbolj znana primera specializiranih hipotekarnih bank v Evropi nemški in danski model. Njuna vsestranska uspešnost je spodbudila tako vzhodne (Madžarska, Poljska, Rusija, Estonija, Grčija) kot zahodne (Luksemburg, Finska, Irska, Francija, Belgija, Norveška, Avstrija) evropske države k pripravi oziroma sprejetju zakonodaje, ki z določenimi odstopanji sledi nemško-danskemu modelu (Lassen, 2002, str. 33). Vse nove zakonodaje stremijo k

minimizaciji bančnih funkcij. Specializirane hipotekarne banke naj bi tako izvajale le bistvene funkcije hipotekarnega bančništva.

3.6.3. Model centralne izdajateljske enote

Obstaja tudi možnost centralizacije izdaje hipotekarnih obveznic. Model osrednje izdajateljske enote predstavlja neke vrste kompromis med predhodno omenjenima modeloma. Ustanovi se posebna agencija (centralna izdajateljska enota), ki od vseh bank odkupuje hipotekarne kredite in na tej osnovi izdaja hipotekarne obveznice ali *MBS* ter jih nato prodaja investitorjem. Model centraliziranega izdajatelja lahko funkcionira tako v okviru modela hipotekarne obveznice²⁶ kot v okviru modela sekuritizacije oziroma listinjenja (npr. ZDA, Hong Kong). Ločimo tri različice modela centralizacije (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 110-111):

- (i) *Javna družba* (angl. *government sponsored corporation* ali *public corporation*).
Značilnost tovrstnega modela je prisotnost državnega pokroviteljstva. Javne družbe so večinoma vsaj v začetni fazi sponzorirane s strani države, poleg tega pa obstaja tudi določena trajna povezanost družb z državo (npr. imenovanje članov upravnih odborov s strani države). Najbolj znana primera državnih agencij sta ameriški agenciji *FNMA* in *FHLMC*, a le v svoji začetni fazi²⁷. Novejše primere vladnih agencij zasledimo v Maleziji, Singapurju in Hong Kongu.
- (ii) *Zakonsko določena skupna izdajateljska enota* (angl. *legislatively mandated membership corporation*).
Tovrsten način centralizacije izdaje hipotekarnih obveznic je najmanj razširjen ter vsebuje svojevrstne zakonitosti. Običajno predvideva zakonsko določeno obvezno članstvo in skupno lastništvo hipotekarnih bank v izdajateljski enoti. Poglavitna vloga tovrstne centralne institucije se nanaša na zagotavljanje likvidnostnih posojil bankam članicam, zavarovanih z njihovimi hipotekami ter na refinanciranje posojil z izdajo obveznic. Na ta način hipotekarne banke pridobijo likvidna sredstva za svoje delovanje. Najboljši primer obravnavane oblike so ameriške zvezne banke za stanovanjska posojila (angl. *federal home loan banks*) ter centralizirani izdajatelji v Švici.
- (iii) *Prostovoljna skupna izdajateljska enota* (angl. *voluntary cooperative entities*).
Centralizirani subjekti se lahko ob sodelovanju bank oblikujejo tudi na prostovoljni bazi. Te imajo za ustanovitev tovrstnih izdajateljskih enot različne interese, vključno z dostopom do kapitalskih trgov. Tovrstne pobude so lahko stalne ali *ad hoc* narave. Relativno nerazširjen model poznajo npr. v Avstriji.

Centralizacija izdaje omogoča bankam zavarovanje svojega kreditnega portfelja in posledično omilitev pogojev za zavarovanje odobrenih posojil. Takšen model je idealen z vidika omejitev,

²⁶ Znotraj modela hipotekarne obveznice lahko model centralne izdajateljske enote deluje bodisi samostojno (npr. Švica, Malezija) bodisi v kombinaciji z modelom specializiranega bančništva (npr. Avstrija, Francija).

²⁷ Danes sta namreč obe v zasebni lasti.

ki jih postavlja ekonomija obsega, poleg tega pa zagotavlja tudi homogenost in velikost izdaj ter posledično likvidnost obveznic. Problem tovrstnega modela predstavlja predvsem prenos portfelja na izdajateljsko enoto. Na tem mestu se zastavljata vprašanji standardizacije in stroškov (More, 2002, str. 27).

4. Hipotekarno bančništvo v EU

4.1. Pojavne oblike hipotekarne obveznice v EU

Hipotekarna obveznica predstavlja krovno ime za skupino zelo podobnih, a vseeno različnih vrednostnih papirjev z značilnimi nacionalnimi karakteristikami. V Tabeli 1 predstavljam najrazvitejše države v EU na področju hipotekarnega bančništva na osnovi hipotekarne obveznice ter njihove značilnosti.

Tabela 1: Hipotekarne obveznice, njihovi izdajatelji in tržni deleži po posameznih izbranih državah EU konec leta 2001

Država	Vrsta hipotekarne obveznice	Vrsta izdajatelja	Tržni delež (v %)*
Avstrija	Pfandbrief	Mešana hipotekarna banka**, deželna hipotekarna banka*** in centralna izdajateljska enota	0,7
Danska	Realkreditobligation	Hipotekarna banka	13,2
Finska	Hypoteekkilania	Hipotekarna banka	0,003
Francija	Obligation fonciere	Specializirana banka (societes de credit foncier) in centralna izdajateljska enota	4,2
Luksemburg	Lettre de gage	Hipotekarna banka	0,7
Nemčija	Pfandbrief	Hipotekarna banka in deželna banka****	72,8
Španija	Cedula hipotecaria	Katerakoli banka	0,9
Švedska	Bostadsobligation	Hipotekarna družba	4,3

Opombe:

* Tržni delež predstavlja delež posamezne vrste hipotekarne obveznice v celotni kapitalizaciji hipotekarnih obveznic EU konec leta 2001.

** Mešane hipotekarne banke so značilne za države, kjer se načeli specializacije in univerzalnosti prepletata. Mešana hipotekarna banka je specializirana hipotekarna banka znotraj obstoječe komercialne oziroma poslovne banke, ki za svoje delovanje oziroma izdajanje hipotekarnih obveznic potrebuje licenco centralne banke.

*** Hipotekarna banka v javni lasti.

**** Banka v javni lasti. Z uveljavitvijo novih predpisov glede nemških bank v javni lasti se postavlja vprašanje, ali bodo deželne banke izgubile prednost pred navadnimi komercialnimi bankami, ki ne smejo izdajati hipotekarnih obveznic.

Vir: Lambert, 2002, str. 18; Lassen, 2002a, str. 9, 26, 27, 28 in opombe avtorja.

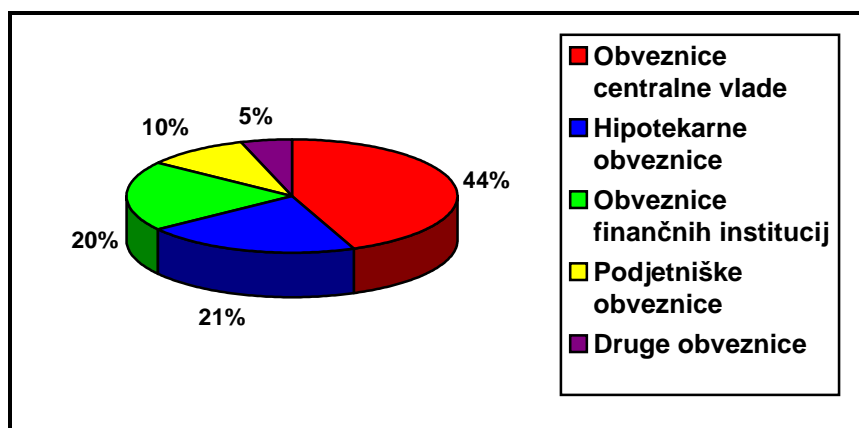
Z izjemo Španije, so vse vodilne države na področju hipotekarnega bančništva uzakonile princip specializacije. Najrazvitejši državi na tem področju, z več kot stoletno tradicijo, sta Nemčija in Danska. Zaradi velike privlačnosti hipotekarnih obveznic za investitorje, predvsem

institucionalne, je veliko evropskih držav v zadnjih letih posodobilo svojo zakonodajo o hipotekarnih obveznicah (npr. Luksemburg 1997, Francija 1999, Finska 2000, Irska 2002). Vzor novim oziroma posodobljenim zakonodajam je bil predvsem nemški *Pfandbriefe* model, čeprav so ga nekatere države v marsičem spremenile, izpopolnile ali celo presegle. V nekaterih državah postopek sprejema nove zakonodaje še poteka (npr. Belgija, Italija, Švedska). Na tem mestu je potrebno omeniti, da je tudi večina tranzicijskih držav že sprejela novo zakonodajo glede hipotekarnih obveznic (Češka 1995, Slovaška 1996, Madžarska 1997, Poljska 1998, Latvija 1998, Romunija 1999, Bolgarija 2000) (More, 2003, str. 3).

4.2. Trg hipotekarnih obveznic v EU

Trg hipotekarnih obveznic v EU je konec leta 2001 znašal 1.518 milijard evrov, kar predstavlja 18,4 % celotnega trga obveznic v EU (Lassen, 2002a, str. 8). Na Sliki 4 predstavljam trg obveznic v EU, strukturiran po posameznih izdajateljih.

Slika 4: Struktura trga obveznic v EU po izdajateljih leta 1999



Vir: Lambert, 2002, str. 20.

Glede na ostale vrste obveznic predstavljajo hipotekarne obveznice drugi največji segment za državnimi dolžniškimi vrednostnimi papirji, izdanimi s strani centralnih vlad. Trg hipotekarnih obveznic je malenkostno večji od trga obveznic, izdanih s strani finančnih institucij in kar dvakrat močnejši od trga podjetniških obveznic (glej Sliko 4).

Trg hipotekarnih obveznic je izjemno velik in propulziven segment trga obveznic. Med državami z velikim naskokom prednjači Nemčija (glej Tabelo 1), katere *Pfandbriefe* predstavljajo kar 72,8 % celotnega trga hipotekarnih obveznic v EU. Nemški trg hipotekarnih obveznic je tudi največji posamični trg v Evropi. Po velikosti presega celo trg nemških državnih vrednostnih papirjev, čeprav je le-ta največji trg državnih vrednostnih papirjev v Evropi.

Med investitorji v hipotekarne obveznice prevladujejo predvsem institucionalni investitorji in banke. Leta 1999 so bile pokojninske družbe in zavarovalnice imetnice 34 % vseh hipotekarnih

obveznic na Danskem, 43 % na Švedskem in 23 % v Nemčiji, medtem ko so si banke v omenjenih državah lastile 27, 19 in 26 % vseh hipotekarnih obveznic. Te so za institucionalne investitorje zanimive predvsem zaradi njihove visoke kreditne kvalitete, ki predstavlja visoko varnost za investitorje. Poleg tega pa hipotekarne obveznice zagotavljajo tudi relativno dober donos. Za investicijske sklade je pomembna tudi dobra likvidnost, saj tovrstni skladi s stalnim prilagajanjem portfelja iščejo čim boljše donose. Za zavarovalnice, ki so poznane kot »kupi in drži« (angl. *buy-and-hold*) investitorji, likvidnost ni odločujočega pomena (More, 2003, str. 4, 7).

Zaradi njenih izjemnih kvalitete je hipotekarni obveznici v evropskih direktivah podeljen privilegiran položaj glede investicijskih pravil, veljavnih za naložbe zavarovalnic, investicijskih skladov in bank ter izračunavanja bančne solventnosti oziroma solventnostnega količnika²⁸. Prav tako velja omeniti, da ECB²⁹ zagotavlja hipotekarni obveznici vlogo prvovrstne kolaterale³⁰ v likvidnostnih transakcijah z ESCB³¹ (Stöcker, 2004, str. 19).

4.3. Hipotekarno bančništvo v izbranih državah EU

V nadaljevanju poglavja bom podrobneje predstavil osnovne značilnosti hipotekarnega bančništva v posameznih izbranih državah EU. Zavrlo prostorske omejitve se bom osredotočil na predstavitev hipotekarnega bančništva le v nekaj tistih državah, ki so za Slovenijo zanimive in relevantne z vidika razvoja hipotekarnega bančništva pri nas. Pod drobnogled bom vzel Veliko Britanijo kot posebnost Evrope zaradi razvitosti stanovanjskih zadrug in modela sekuritizacije, Dansko in Nemčijo kot zgled uspešnega in učinkovitega sistema hipotekarnega bančništva ter države v tranziciji oziroma nove članice EU zaradi primerljivosti s Slovenijo z vidika novega članstva v EU.

4.3.1. Velika Britanija

Financiranje stanovanjskih nepremičnin v Veliki Britaniji je verjetno najmanj reguliran in najbolj tržno usmerjen sistem v Evropi. Hipotekarna posojila odobravajo tako stanovanjske zadruge (angl. *building societies*) kot poslovne banke.

Prevladujejo stanovanjske zadruge. Nekoč so bile to vzajemne hranilno-kreditne ustanove, danes jih pojmujejo kot bančne institucije, ki v odprtem sistemu sprejemajo hranilne vloge in dajejo hipotekarna posojila. Vendar pa vloge in posojila niso v medsebojni zvezi, zato ni nujno, da so varčevalci in posojilojemalci iste osebe. Stanovanjske zadruge delujejo skladno s posebnim zakonom in se pretežno omejujejo na financiranje stanovanjskih nepremičnin. V preteklosti so bile deležne številnih sprememb tako na vsebinskem, kapitalskem in organizacijskem področju kot tudi pri financiranju svoje posojilne dejavnosti. Značilnost tovrstnega modela so

²⁸ Za hipotekarne obveznice je dovoljena uporaba nižjih uteži kot za navadne delnice.

²⁹ Evropska centralna banka.

³⁰ Substitut, nadomestek.

³¹ Evropski sistem centralnih bank.

spremenljive obrestne mere, in sicer za posojila in depozite. Le-te se prilagajajo tržni ceni denarja (Oven, 1998, str. 7). Tovrstni model hipotekarnega financiranja lahko uvrstimo med klasične oblike depozitnega financiranja v okviru tradicionalnega enonivojskega modela hipotekarnega bančništva.

Najbolj priljubljen produkt omenjenih zadrug je petindvajsetletno posojilo, pri katerem posojiljemalec odplačuje le obresti, za odplačilo glavnice pa ob zapadlosti nameni sredstva iz police življenjskega zavarovanja. Tovrstnih posojil je približno 75 %. Razlogi za njihovo izjemno priljubljenost so predvsem davčna spodbuda (obresti za posojilo predstavljajo davčno olajšavo), povezovanje bank z zavarovalnicami ter plačevanje le čistih obresti s strani posojiljemalca (razliko subvencionira država). Tradicionalnih hipotekarnih posojil, kjer se ob vsakokratnem plačilu obresti odplača tudi del glavnice, je le okoli 20 % (Mejač-Krassnig, 1998, str. 9).

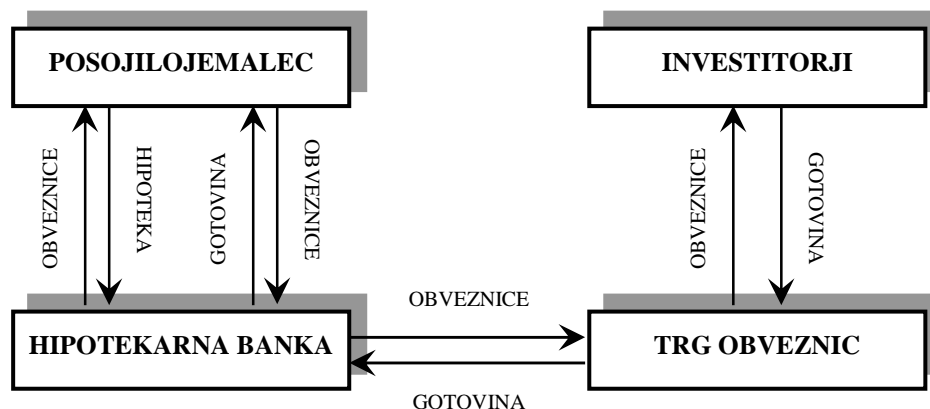
Velika Britanija je v začetku osemdesetih let kot prva evropska država sledila ameriškemu zgledu izdajanja hipotekarnih vrednostnih papirjev na osnovi listinjenja (*MBS*). Razvoj je veliko obetal, dokler ni zaradi zakonodajnih in regulativnih ovir zanimanje institucionalnih investitorjev (predvsem poslovnih bank) upadlo. Hipotekarna posojila z nespremenljivo obrestno mero, odobrena s strani poslovnih bank, ki se po metodi sekuritizacije refinancirajo na kapitalskem trgu, predstavljajo ostalih 5 % vseh hipotekarnih posojil. Vendar se po odpravi omenjenih ovir pričakuje ponoven razmah listinjenja (Mejač-Krassnig, 1999, str. 5).

4.3.2. Danska

Danski sistem hipotekarnega bančništva izhaja iz istih korenin kot nemški, a se od slednjega kljub temu razlikuje v marsikaterem elementu. Začetki hipotekarnega bančništva na Danskem segajo v leto 1850, ko so se z namenom odobravanja kreditov srednjim in nižjim slojem prebivalstva ter kmetom začele oblikovati prve hipotekarne kreditne institucije. Statusno so organizirane kot združenja posojiljemalcev, ki jamčijo solidarno skupaj s hipotekarno kreditno ustanovo. To je danska posebnost, saj so drugod po svetu hipotekarne ustanove praviloma organizirane kot kapitalske družbe, ki jih ustanavljajo prihodnji kreditodajalci. Posebnost danskega modela je tudi neposredna povezanost med aktivnim in pasivnim poslom hipotekarne banke. Posojila se namreč izplačujejo neposredno v obveznicah (zapis serijskih števil obveznic v kreditno pogodbo), kreditjemalci pa nato obveznice prodajajo na kapitalskem trgu investitorjem³² za gotovino (Strnad, 1995, str. 588; Urskov, 2002, 6-7). Omenjena posebnost je prikazana na Sliki 5 na naslednji strani.

³² V nasprotju z nemškimi zastavnimi pismi je v danskem modelu investitor izpostavljen tveganju predčasnega odplačila (kreditjemalec ima namreč pravico predčasnega odplačila) (Mejač-Krassnig, 1999, str. 4).

Slika 5: Poenostavljen prikaz danskega modela hipotekarne obveznice



Vir: Urskov, 2002, str. 13.

Velik premik na področju danskega hipotekarnega bančništva je bil dosežen z novo zakonodajo leta 1970. Zaradi številnih emisij majhnih vrednosti in posledično nelikvidnosti in nepreglednosti trga je nanj posegla država ter skrčila število hipotekarnih bank iz 25 na le 5 večjih (Mejač-Krassnig, 1999, str. 3). Višina in odplačilna doba kreditov, ki jih odobravajo, sta odvisni od namena kredita in sta z vidika posojiljemalca najbolj ugodni v Evropi. Posojilo, namenjeno financiranju gradnje ali nakupa industrijskega, komercialnega ali kmetijskega objekta znaša do 70 % vrednosti zastavljene nepremičnine z zapadlostjo do 30 let, posojilo, namenjeno družini za gradnjo ali nakup nepremičnine ali plačilo najemnine znaša do 80 % vrednosti zastavljene nepremičnine z zapadlostjo do 30 let, posojila iz naslova socialnih stanovanj pa lahko dosežejo celo 93 % vrednosti zastavljene nepremičnine,³³ odplačilna doba teh kreditov pa lahko znaša tudi 35 let (Urskov, 2002, str. 17).

Hipotekarno bančništvo oziroma kreditiranje ima na Danskem zaradi dolgoletne zgodovine in tradicije izjemno pomembno vlogo. Obseg odobrenih stanovanjskih hipotekarnih posojil je zadnja leta konstanten in ekvivalenten kar 70 % vrednosti BDP-ja (Lambert, 2002, str. 11),³⁴ poleg tega pa hipotekarne obveznice določajo osnovno obrestno mero oziroma donos (praviloma imajo to vlogo državni vrednostni papirji) (Mejač-Krassnig, 1999, str. 4).

4.3.3. Nemčija

Nemčijo lahko obravnavamo kot zibelko hipotekarnega bančništva v Evropi, saj se je ideja o financiranju gradnje ali nakupa nepremičnine z izdajo vrednostnih papirjev porodila v drugi polovici 18. stoletja ravno v Nemčiji oziroma takratni Prusiji. Glavni nosilci financiranja nepremičnin so poleg hipotekarnih bank še stanovanjske hranilnice.³⁵

³³ Posojila, ki presegajo 80 % vrednosti zastavljene nepremičnine, potrebujejo za odobritev javno garancijo.

³⁴ Za primerjavo, v Nemčiji je leta 2001 obseg odobrenih stanovanjskih hipotekarnih posojil znašal 55 % vrednosti BDP-ja (Lambert, 2002, str. 11), v Sloveniji pa je istega leta, kljub naraščajoči vlogi hipoteke, obseg odobrenih stanovanjskih hipotekarnih kreditov predstavljal le 2 % vrednosti BDP-ja (Menih-Mihalič, 2002, str. 14).

³⁵ V letu 2001 so si največji tržni delež na področju financiranja nepremičnin lastile stanovanjske hranilnice (26,7 %) in hipotekarne banke (22,6 %), sledile so banke iz bančne skupine (15 %), univerzalne banke (14,8 %), banke v državni lasti (11,2 %) ter stanovanjski skladi (9,7 %) (Lassen, 2002, str. 23).

V nemškem sistemu *bausparkassen*³⁶ stanovanjske hranilnice sprejemajo depozite bodočih posojilojemalcev in jim kasneje dodeljujejo posojila za nakup ali gradnjo nepremičnin. Za pridobitev posojila je bodoči posojiljemalec sprva dolžan določen čas varčevati.³⁷ V tem času prejema obresti po obrestni meri, ki je nižja od tržne. Po prenehanju varčevanja se uvrsti na t.i. čakalni seznam. Vrstni red posojil se določa po posebnem točkovnem sistemu, ki upošteva trajanje varčevanja ter razmerje med višino vloge in višino posojila. Pomembna značilnost tovrstnega sistema je fiksna posojilna obrestna mera, ki je neodvisna od tržne vrednosti denarja. Takšna fiksna in nizka obrestna mera je mogoča zaradi vira sredstev, ki je obrestovan po prav tako nizki obrestni meri. Spodbude za vlaganje sredstev v stanovanjske hranilnice namreč ne predstavlja zaslužek iz naslova obresti, temveč pričakovano kasnejše posojilo (Oven, 1998, str. 7). Odplačilna doba tovrstnega posojila se giblje od 6 do 18 let, njegova višina pa lahko znaša do 80 % vrednosti nepremičnine. Kljub 2 % obrestni marži je posojilna obrestna mera še vedno nižja od tržne obrestne mere, krediti pa so pretežno zavarovani z drugo hipoteko na nepremičnini (Mejač-Krassnig, 1998, str. 10). Omenjeni sistem lahko kot obliko namenskega varčevanja uvrstimo v tradicionalni enonivojski model hipotekarnega bančništva.

Nemški *Pfandbriefe* model je vzor mnogim evropskim zakonodajam s področja hipotekarnega bančništva in predstavlja največji segment evropskega trga hipotekarnih obveznic. *Pfandbriefe* se izdajajo bodisi kot tradicionalni *Pfandbriefe* bodisi kot t.i. *Jumbo Pfandbriefe*. Razlika se nanaša predvsem na velikost izdaj in standarde, ki so jim izdajatelji zavezani pri zagotavljanju likvidnosti na sekundarnem hipotekarnem trgu.³⁸ Velikost tradicionalnih izdaj znaša do 500 milijonov evrov (najpogostejša velikost se giblje med 25 in 150 milijoni evrov), *Jumbo* izdaje pa predstavljajo večje izdaje, z velikostjo od 500 milijonov do 2,5 milijard evrov (najpogostejša velikost se giblje med 750 milijoni in 1 milijardo evrov). Poleg omenjenih dveh vrst izdaj obstajajo tudi globalni *Pfandbriefe*, ki se kot bolj sporadične izdaje ponudijo le večjim svetovnim finančnim centrom (More, 2003, str. 7).

Pfandbriefe kot vrednostni papirji se glede pravne oblike delijo na prinosniške (75 %) in imenske (25 %) obveznice, glede oblike kritja pa na hipotekarne (kritno premoženje predstavljajo hipotekarna posojila) in komunalne obveznice (kritno premoženje predstavljajo posojila, dana javnemu sektorju). Obrestna mera za zastavna pisma je najpogosteje fiksna, možna pa je tudi plavajoča oziroma spremenljiva obrestna mera. V primeru fiksne obrestne mere se obresti investitorjem izplačujejo letno. Polletno ali četrletno plačilo obresti pa je značilno za plavajočo obrestno mero. Glavnica se izplača ob zapadlosti. Ta se giblje od 2 do 30 let (prevladuje 3,5 in 10 letna odplačilna doba), predčasno odplačilo pa ni možno (More, 2001, str. 5).

³⁶ *Bausparkassen* sistem poznajo tudi v Avstriji.

³⁷ Bodoči kreditojemalec varčuje v povprečju 7 let preden dejansko postane kreditojemalec.

³⁸ Npr. za kvalifikacijo posamezne *Jumbo* izdaje so potrebni vsaj trije t.i. *market makerji* (borzni posredniki), ki neprestano kalkulirajo cene *bid* in *ask* in jamčijo, da ne presežejo 5 do 10 točk (Glogovšek, 1999, str. 14).

Pfandbriefe, predvsem *Jumbo Pfandbriefe* izdaje so vrednostni papirji z zelo visoko boniteto. Vodilne bonitetne agencije³⁹ velikemu odstotku *Jumbo* izdaj pripisujejo trojni A,⁴⁰ kar je najvišja bonitetna ocena, ki je ne dosegajo niti vsi državni papirji držav članic EU. Praviloma je boniteta hipotekarne obveznice vedno boljša ali celo bistveno boljša od bonitete banke kot izdajatelja (More, 2003, str. 7-8).

Trg *Pfandbriefe* je najbolj obsežen in likviden trg vrednostnih papirjev v Nemčiji. Izstopa predvsem *Jumbo Pfandbriefe* trg, ki ima zaradi visoko standardizirane strukture, velikosti izdaj in posebnih zahtev glede zagotavljanja sekundarne likvidnosti, likvidnost primerljivo s trgom državnih vrednostnih papirjev v EU. Nemška hipotekarna banka je leta 1995 uvedla tudi *Price-Index (PEX)* in *Performance-Index (PEX-P)* in na ta način še dodatno izboljšala likvidnost in preglednost trga hipotekarnih obveznic (Glogovšek, 1999, str. 14).

Najbolj pogosto odobreno hipotekarno posojilo s strani hipotekarne banke je posojilo z odplačilno dobo od 25 do 30 let, s stalno mesečno stopnjo amortizacije dolga v mesečni anuiteti in z za določeno obdobje (5 do 10 let) nespremenljivo obrestno mero. Po izteku tega obdobja se banka in posojiljemalec ponovno dogovorita o višini obrestne mere, ki je prilagojena trenutnim tržnim razmeram. Obrestna marža hipotekarne banke znaša praviloma 0,5 %. Posojilo je zavarovano s prvo hipoteko, njegova višina pa znaša do 60 % (ob določenih pogojih tudi do 80 %) ocenjene vrednosti zadevne nepremičnine. V nasprotju z danskim modelom v nemškem kreditujemalcem nima pravice predčasnega odplačila posojila (Mejač-Krassnig, 1998, str. 9-10).

4.3.4. Države v tranziciji oziroma nove članice EU

Države v prehodu so predvsem ob pomoči nemških bank in hranilnic razvile potrebne pogoje za uvajanje primarnega hipotekarnega trga in posledično za prenovo stanovanjskih razmer ter oživitev nepremičninskega trga. Nepremičnine na teh območjih so namreč slabo vzdrževane in so potrebne prenove, poleg tega pa je na poglobljanje pripravljen tudi kapitalski trg, ki je željan novih, kakovostnih in varnih vrednostnih papirjev. Za vzpostavitev normalnega stanja na nepremičninskem področju so hipotekarni krediti, refinancirani s hipotekarnimi obveznicami, idealen finančni instrument (Mejač-Krassnig, 1999, str. 4).

Vzpostavitev učinkovitega sistema hipotekarnega bančništva je odločujočega pomena za rešitev stanovanjske problematike. Tranzicijske države oziroma nove članice EU so različno rešile vprašanje izbora modela hipotekarnega bančništva. Nekatere (npr. Češka, Slovaška, Latvija) so uzakonile model univerzalnega bančništva, druge (npr. Madžarska, Poljska, Estonija) pa so se raje odločile za sistem specializiranega hipotekarnega bančništva (glej Tabelo 2 na naslednji strani). Za uresničitev zastavljenega cilja namreč ne obstaja neka enovita formula. Vsaka država zase je specifičen primer. Zato je potrebno pri razvoju hipotekarnega bančništva upoštevati

³⁹ *Moody's* pri ocenjevanju bonitete hipotekarnih obveznic uporablja fundamentalni pristop (pri presoji kvalitete hipotekarne obveznice izhaja predvsem iz bonitete izdajatelja, ki jo izboljšuje glede na kvaliteto kritnega premoženja), medtem ko se *Standard & Poor's* poslužuje strukturnega pristopa (ocena hipotekarne obveznice skoraj izključno temelji na osnovi kvalitete premoženja, ki služi kot jamstvo za zagotavljanje denarnega toka obveznice).

⁴⁰ Npr. januarja leta 2003 je *Standard & Poor's* kar 90 % *Jumbo Pfandbriefe* označil s trojnim A.

številne dejavnike in model prilagoditi novemu okolju. Šele čas bo pokazal, ali se bodo odločitve vlad posameznih novih članic EU izkazale za pravilne.

Tabela 2: Primerjava zakonodaje o hipotekarnem bančništvu po novih članicah EU

	Češka	Slovaška	Madžarska	Poljska
Veljavnost zakonodaje	1.7. 1995	1.3. 1996	7.6. 1997	1.1. 1998
Princip / načelo	Univerzalnost	Univerzalnost*	Specializiranost	Specializiranost
Kritno premoženje izdanih obveznic	Hipotekarni krediti**	Hipotekarni in hipotekarni javni krediti	Hipotekarni in javni krediti***	Hipotekarni in javni krediti
Kritni register	Ne	Da	Da	Ne
Nadzor neodvisnega skrbnika	Ne	Da	Da	Da
Prednostni položaj imetnika hipotekarne obveznice	Da	Da	Da	Da
Stečajna oddaljenost kritnega premoženja	Ne	Ne	Ne	Ne
Predpisi za ocenjevanje nepremičnin****	Ne	Da	Da	Da
Zavarovanost imena »hipotekarna obveznica«	Da	Da	Da	Da
LTV razmerje (v %)	70	60	60	60
Možnost predčasnega odplačila kredita	Ne	Ne	Ne	Ne

Opombe:

- * Češka in Slovaška dovoljujeta znotraj modela univerzalnega bančništva razvoj specializirane hipotekarne banke (mešana hipotekarna banka) in iz tega vidika ne predstavljata značilnega modela univerzalnega bančništva (npr. Bolgarija, Španija, Portugalska).
- ** Posledično je možna le izdaja hipotekarnih obveznic.
- *** Posledično je možna izdaja tako hipotekarnih kot komunalnih obveznic.
- **** Posledično Češka pri LTV razmerju upošteva tržno vrednost nepremičnine, Slovaška, Madžarska in Poljska pa trajno hipotekarno posojilno vrednost (angl. *sustainable mortgage lending value*) nepremičnine (glej poglavje 6.4.).

Vir: Lassen 2002, str. 33-34, 36 in opombe avtorja.

5. Hipotekarno kreditiranje v Sloveniji

5.1. Zavarovanje posojil v Sloveniji

Hipoteka oziroma zastavna pravica je v razvitem svetu najpogostejša, skoraj izključna oblika zavarovanja posojil za stanovanjsko gradnjo. Zavarovanje pri zavarovalnici služi le za tisti del, ki presega maksimalno možno hipotekarno posojilo. V Sloveniji je vloga hipoteke zaenkrat še zanemarljiva. Po rezultatih ankete Ministrstva za finance je bilo leta 2001 le 18 % vseh dolgoročnih stanovanjskih posojil zavarovanih s hipoteko, 56 % z zavarovalno premijo pri

zavarovalnici in 26 % z drugo obliko zavarovanja (predvsem s poroki⁴¹). Vendar se zadeve izboljšujejo. Vedno več bančnih stanovanjskih posojil je namreč zavarovanih s hipoteko. Leta 1998 je bilo le 14 % stanovanjskih posojil bank zavarovanih s hipoteko, leta 2001 pa je ta delež znašal že 33 % (More, 2002, str. 6-7). Njihov delež naj bi še naraščal in se približal številkam, ki veljajo za razvite evropske države.

Glede na svetovne razmere je v Sloveniji prisotna anomalija, saj prebivalstvo posojila raje zavaruje pri zavarovalnici. Zakaj? Kljub temu, da so stroški zavarovanja manjših zneskov posojil s hipoteko v primerjavi z zavarovanjem z zavarovalno premijo približno enaki,⁴² je zavarovanje posojila pri zavarovalnici ugodno predvsem zaradi časovne in izvedbene komponente; torej zaradi kratkega časa, ki ga potrebujemo za odobritev posojila ter hitrega in preprostega postopka.⁴³ Nasprotno posojila, zavarovana s hipoteko, zahtevajo bolj zapleten postopek (cenitve, notarski posli, vknjižbe v zemljiško knjigo, plombe in zaznambe itd.). Poleg tega se pri hipotekarnem kreditiranju srečujemo še z vrsto drugih problemov, predvsem z neurejeno zemljiško knjigo, dolgotrajnimi postopki izvršbe, visokimi stroški vpisa hipoteke na nepremičnino v zemljiško knjigo, izpraznitvijo stanovanja itd. (Vagaja, 2003, str. 21).⁴⁴

V tujini so stanovanjska posojila večinoma zavarovana s hipoteko, saj v sistemih z urejeno zemljiško knjigo in dobro delujočim sistemom izvršbe predstavlja najcenejše in najučinkovitejše zavarovanje. V Sloveniji pa je zaradi navedenih razlogov zavarovanje s hipoteko relativno drago. To velja predvsem za manjša posojila in krajše ročnosti, ki jih je pri nas daleč največ. Z rastjo vrednosti posojila in odplačilne dobe pa je zavarovanje s hipoteko cenejše od zavarovanja pri zavarovalnici. Za stranko je pri izpolnjevanju pogodbenih obveznosti ceneje zastaviti nepremičnino, če je znesek naložbe višji od petih milijonov tolarjev. Poleg tega pa tudi redko katera zavarovalnica zavaruje posojila nad štiri milijone tolarjev in nad deset let (Križnik, 2002, str. 15).

5.2. Stanovanjsko kreditiranje v Sloveniji

Slovenske banke stanovanjska posojila uvrščajo med dolgoročna posojila. Zato uporabljajo zanje enake vire financiranja kot za preostale dolgoročne kredite. Ravno pomanjkanje domačih dolgoročnih virov po sprejemljivih obrestnih merah pa je eden od razlogov za manjšo aktivnost slovenskih bank na področju stanovanjskega kreditiranja. Zaradi tega razloga so namreč stanovanjska posojila večine naših bank neustrezna glede ročnosti, višine in cene in iz tega vidika neprimerna za nakup »strehe nad glavo« (Petrič, 2004, str. 32).

⁴¹ Biti porok pomeni biti enako posojilno sposoben in imeti obveznost, zato so poroki redki.

⁴² Drugod po svetu je zavarovanje posojila pri zavarovalnici bistveno dražje v primerjavi z zavarovanjem s hipoteko. V ZDA so zavarovalne premije v primerjavi s premijami naših zavarovalnic dva do trikrat višje. Po mnenju tujih svetovalcev slovenske zavarovalnice prenizko vrednotijo tveganje (Kruhar, 2001, str. 26).

⁴³ Posojila, zavarovana pri zavarovalnici, so z vidika banke tudi varnejša. Če namreč posojilojemalec ne more poravnati svojih obveznosti, banka nemudoma dobi denar povrnjen od zavarovalnice, ki nato sama poskrbi za izterjavo (Kruhar, 2001, str. 26).

⁴⁴ Ovire za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji bom podrobneje obravnaval v poglavju 6.3.

Leta 1998 so slovenske banke odobrile prebivalstvu 44,1 milijard SIT dolgoročnih kreditov za stanovanjsko gradnjo. Če k temu prištejemo še posojila Stanovanjskega sklada RS (32,9 milijard SIT) ter zanemarljivo vlogo hranilno kreditnih služb (63,5 milijonov SIT) in hranilnic (2 milijona SIT), je bilo v Sloveniji leta 1998 fizičnim osebam odobrenih približno 77,1 milijard SIT stanovanjskih posojil.⁴⁵ Skozi leta je aktivnost bank in hranilnic na področju stanovanjskega kreditiranja rasla, Stanovanjski sklad RS ni bistveno povečal obsega danih stanovanjskih posojil, hranilno kreditne službe pa so stanovanjske kredite umaknile iz svoje ponudbe. Posledično je bilo leta 2004 prebivalstvu odobrenih 214,6 milijard SIT dolgoročnih posojil za stanovanjsko gradnjo. Pretežni del v vrednosti 175,2 milijard SIT so predstavljali bančni krediti, Stanovanjski sklad RS (39,2 milijard SIT) in hranilnice (254,1 milijonov SIT) pa so solidno dopolnili ponudbo (More, 2001, str. 8; Banka Slovenije, 2005; Stanovanjski sklad RS, 2005).

Zavarovanje posojila s hipoteko odlikujeta daljša ročnost in višji znesek posojila, vendar je cena zato nemalokrat višja, postopek pridobivanja pa veliko težavnejši (Vagaja, 2003, str. 21). Hipotekarno kreditiranje v Sloveniji je v primerjavi z drugimi državami še precej skromno razvito, predvsem na področju stanovanjskega kreditiranja. Institut hipoteke se sicer pri slovenskih bankah pri kreditiranju stanovanjske gradnje vedno več uporablja, a je še vedno na zelo skromni ravni.

V preteklosti se je hipotekarno kreditiranje uporabljalo predvsem za financiranje pravnih oseb. Po rezultatih ankete Ministrstva za finance je bilo leta 1999 kar 94,6 % hipotekarnih kreditov namenjenih pravnim osebam in le borih 5,4 % fizičnim osebam (More, 2001, str. 7). Tovrstno razmerje se zadnja leta sicer spreminja v prid prebivalstva, vendar bančno stanovanjsko hipotekarno kreditiranje fizičnih oseb še zdaleč ni doseglo evropske ravni. Povprečna višina hipotekarnega kredita je namreč še vedno precej nizka v primerjavi z vrednostjo zadevne nepremičnine (od 40 do 70 %), prav tako pa je tudi ročnost hipotekarnih kreditov še vedno precej skromna. Večina jih ima ročnost med 5 in 10 let oziroma med 10 in 20 let, le redko katera banka pa ima v svoji ponudbi hipotekarno posojilo z odplačilno dobo preko 20 let⁴⁶ (Petavs, 2003, str. 46; Petrič, 2004, str. 32).

6. Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji

Pri izbiri modela hipotekarnega bančništva v Sloveniji bo potrebno upoštevati številne dejavnike. V nasprotnem primeru se namreč lahko pripeti, da sicer učinkovit model, prenesen v novo okolje, ne uresničuje zastavljenih ciljev. Z vidika učinkovitega razvoja sistema financiranja stanovanjskih nepremičnin bi bilo najbolj smotno uvesti model z razvitim sekundarnim hipotekarnim trgom, kajti le z razvojem sekundarnega hipotekarnega trga bo moč zagotoviti

⁴⁵ Pri pretvorbi podatkov iz USD v SIT sem uporabil povprečni tečaj srednjih tečajev Banke Slovenije za 1.1.1998 in 31.12.1998.

⁴⁶ Npr. NLB ponuja mlajšim od 35 let hipotekarno posojilo s 30-letno odplačilno dobo, Hypo Alpe-Adria-Bank in Abanka ponujata prebivalstvu hipotekarne kredite s 30-letno, SKB in Volksbank pa s 25-letno odplačilno dobo (Bizovičar, 2005, str. 18).

zadosten obseg finančnih virov. V tem okviru obstajata dve osnovni opciji, in sicer model hipotekarne obveznice in model sekuritizacije. Modela nista izključujoča in bosta v prihodnosti verjetno oba vzporedno uporabljena, vendar je model hipotekarne obveznice na tej stopnji razvoja slovenskega finančnega sistema realnejša in primernejša opcija (More, 2001, str. 10).

6.1. Hipotekarna obveznica

Hipotekarna obveznica pri nas še ni zakonsko urejena. Zaradi tega lahko izdajatelji po svoji poljubni presoji izdani vrednostni papir poimenujejo hipotekarni. Pridevnik *hipotekarna* kot dodatek k imenu v Sloveniji izdane obveznice še ne pomeni, da gre za zelo varen vrednostni papir. Pri nas namreč obveznice, zavarovane z nepremičnino, zaenkrat še ne moremo enačiti s hipotekarno obveznico, poznano v Evropi (More, 2003, str. 8).

V preteklosti so bile izdaje obveznic, ki so se bodisi imenovale hipotekarne bodisi so imele posebno hipotekarno zavarovanje (Stanovanjski sklad RS), zelo redke. Hipotekarno obveznico je do tega trenutka izdal le BTC, d.d., in sicer dvakrat. Konec leta 1996 je pridobil dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za organizirano trgovanje s hipotekarnimi obveznicami in leta 1998 izdal 340.000 desetletnih imenskih hipotekarnih obveznic (BTC 1) v skupni nominalni vrednosti 34 milijonov takratnih DEM, z nespremenljivo 10,5 % letno obrestno mero, linearnim obračunom in polletnim izplačilom obresti, petletnim moratorijem na izplačilo glavnice ter možnostjo predčasnega odplačila. Prva prodaja omenjenih obveznic je bila izvedena v zaprtem krogu investitorjev (nejavna prodaja) (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2005). Postopek so ponovili leta 2001, ko so z namenom finančnega prestrukturiranja (odkup lastnih delnic) in financiranja razvojnih programov izdali desetletne imenske hipotekarne obveznice (BTC 2) v skupni nominalni vrednosti 40 milijonov evrov, z nespremenljivo 7 % letno obrestno mero, linearnim obračunom in polletnim izplačilom obresti, petletnim moratorijem na izplačilo glavnice ter možnostjo predčasnega odplačila. Pri izvedbi storitev primarne nejavne prodaje obveznic je sodelovala NLB, d.d., ki je v prvi prodaji tudi sama kupila 25,4 % emisije. Ostalim vlagateljem je bila obveznica dostopna šele po uvrstitvi v borzno kotacijo (Sektor za korporativno in tržno komuniciranje NLB, 2002, str. 3 ; Pavlin, 2001, str. 7).

Razvoj finančnega instrumenta, kot je hipotekarna obveznica, je ključen za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Vendar je njen pomen veliko kompleksnejši, saj bo uvedba hipotekarne obveznice imela zelo pozitivne širše gospodarske in družbene učinke. Institucionalni investitorji bodo dobili varno naložbeno možnost tudi na domačih tleh, s čimer bo del finančnih presežkov lahko ostal doma in se uporabil za namene stanovanjskega kreditiranja, posojilojemalci pa bodo deležni dolgoročnejših in cenovno ugodnejših stanovanjskih posojil. Prav tako je njena vloga zelo pomembna tudi za razvoj kapitalskega trga oziroma trga obveznic, ki je v Sloveniji glede na število obveznic in prometa z njimi razmeroma šibek. Razvitost domačega trga obveznic predstavlja na eni strani posledico oziroma rezultat na drugi strani pa tudi predpogoj razvoja hipotekarne obveznice. Kljub slabi razvitosti kapitalskega trga v Sloveniji že razpolagamo z osnovno infrastrukturo (borza, Klirinško depotna družba oziroma KDD, nadzornik, pripravljena zakonodaja ipd.) in z vse več institucionalnimi vlagatelji kot potencialnimi investitorji v

obveznice za razvoj hipotekarne obveznice. Splošni pogoji za uvedbo hipotekarne obveznice in hipotekarnega bančništva so torej na ustrezni ravni. Zatika se le pri izdajateljih obveznic (More, 2001, str. 10; More, 2003, str. 8-9).

6.2. Dileme izbora modela hipotekarnega bančništva

Ključno vprašanje uvedbe hipotekarnega bančništva v Sloveniji se nanaša na institucionalne možnosti modela hipotekarne obveznice. Razvoj v svetu poteka v smeri specializirane hipotekarne banke, kljub temu pa so ponekod bančni lobiji opravili svoje in prevladal je sistem univerzalne banke.

6.2.1. Dilema univerzalnosti

Slovenske banke so najbolj naklonjene modelu univerzalnega bančništva. Ideja univerzalne banke je najpreprostejša rešitev, saj se sklada tudi s sedanjo urejenostjo slovenskega bančništva. Veljavni Zakon o bankah in hranilnicah (ZBH)⁴⁷ namreč ne preprečuje poslovnim bankam dodeljevanja hipotekarnih kreditov in njihovega refinanciranja z izdajo hipotekarnih obveznic (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 88). Poleg tega bančniki poudarjajo predvsem majhnost slovenskega finančnega trga, zaradi česar bi bilo neracionalno in drago ustanavljati specializirane hipotekarne banke.

Po drugi strani pa tovrstni model zaradi razdrobljenosti bančnega sektorja ne bi bil sposoben zagotoviti visoke likvidnosti in cenovne privlačnosti ter posledično tržnosti izdanih hipotekarnih obveznic za potencialne investitorje. V primeru, da bi vseh 19 bank z dovoljenjem Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev izdajalo tovrstne obveznice, bi bile namreč njihove emisije majhne, posledično bi bile takšne izdaje slabo likvidne, zaradi sorazmerno visokih stroškov izdaje pa bi bila tudi cena tovrstnih papirjev visoka in zato nepriljubljena (Križnik, 2001, str. 19). Hkrati pa obstajajo tudi določene omejitve poslovnih bank, ki so nastale s sklepanjem pogodb z mednarodnimi finančnimi institucijami. Mednarodno finančno pravo in v tem okviru *pari passu clause* (v povezavi s *negative pledge clause*) onemogoča univerzalnim bankam zagotavljanje prednostnega poplačila lastnikom hipotekarnih obveznic pred drugimi bančnimi upniki (glej poglavje 3.6.1.). Prav tako je brezpredmetno ustanavljati nove hipotekarne banke, saj se omenjena klavzula nanaša na vse prihodnje aktivnosti in velja tudi za povezane osebe (Držanič, 2004, str. 30).

Ministrstvo za finance se nagiba k specializiranemu modelu izdajanja hipotekarnih obveznic, vendar bo kljub temu upoštevalo tudi mnenje bank in poskušalo postaviti zakonske pogoje, ki bi tudi komercialnim bankam omogočali izdajo hipotekarnih obveznic in s tem razširitev njihove ponudbe (Ribič, 2002, str. 19). V primeru sprejetja univerzalnega modela bo potrebno sprva zagotoviti ločenost hipotekarnega poslovanja ter vzpostaviti zakonski mehanizem, ki bo

⁴⁷ ZBH je bil prvič objavljen v Uradnem listu RS, št 1-18/1991, 25.6.1991.

upnikom hipotekarnih obveznic zagotavljal privilegiran status ob morebitnem stečaju banke, hkrati pa bi zakon postavil še nekatere dodatne pogoje poslovanja⁴⁸ (Urbas, 2002, str. 23).

6.2.2. Dilema specializiranosti

Z vidika zagotavljanja večje likvidnosti bi bil za naše razmere koncept specializirane banke ustrežnejši. Hkrati bi bile hipotekarne obveznice takih bank varnejše, posledično pa tudi investitorji boljše zaščiteni. Zakon bi namreč omejil poslovanje tovrstnih institucij, zaradi česar se ne bi mogle »okužiti« z ostalimi, bolj tveganimi komercialnimi posli in propasti (Križnik, 2001, str. 19). Zaradi visokega ratinga hipotekarnih obveznic bi specializirane hipotekarne banke pridobivale sredstva ceneje kot poslovne banke, posledično pa bi bile nižje tudi obrestne mere posojil. Omembe vredna prednost je tudi ekonomska učinkovitost oziroma nižji stroški specializiranih ustanov (Urbas, 2002, str. 23).

Vendar ima specializirana banka tudi svojo negativno plat. Na tem mestu bi omenil možnost nastanka monopolnega položaja in predvsem nezmožnost doseganja ekonomije obsega v slovenskem prostoru (More, 2002, str. 25). Majhnost slovenskega finančnega trga in letno število kreditiranih stanovanj ne upravičuje ustanovitve institucije brez dodatnih dejavnosti.

Po ekonomski logiki bi bile na slovenskem finančnem trgu kvečjemu tri večje banke sposobne ustanoviti hčerinske družbe kot specializirane hipotekarne banke, katerih poslovanje in premoženje bi bilo popolnoma ločeno od banke matere, manjše banke pa bi verjetno svoje hipotekarne kredite odprodajale velikim ali pa bi ustanovile skupno izdajateljsko enoto, morda celo specializirano hipotekarno banko. Zakon naj ne bi omejeval števila udeleženk, postavil naj bi zgolj podrobna pravila igre. Ker pa je slovenski finančni prostor majhen, njegova omejenost pa je argument nasprotnikov specializirane hipotekarne banke, v Ministrstvu za finance razmišljajo o sistemu t.i. ozke (lahke) banke⁴⁹. V tovrstnem modelu banke ustanovijo hčerinske družbe (ozke banke), ki ne opravljajo vseh svojih funkcij, temveč le odobravajo in refinancirajo hipotekarne kredite. Ostale dejavnosti, ki niso neposredno povezane s prodajo strankam, pa zaradi racionalizacije opravlja banka mati ali druga komercialna banka, ki ima za to vso potrebno infrastrukturo (Križnik, 2001, str. 19; Križnik, 2002, str. 15).⁵⁰

6.2.3. Dilema centralizacije

Vprašanje, ki ga na tej točki ne moremo prezreti je, ali oziroma v kolikšni meri naj se v sistem vključi država. Če bi se odločili npr. za eno samo specializirano ustanovo, bi jo lahko oblikovali pod streho Stanovanjskega sklada RS. Sklad namreč že ima tradicijo, zaupanje, infrastrukturo, nekaj akumuliranih izkušenj ter dovolj jamstvenega kapitala za zagotovitev kredibilnosti izdanih obveznic. Poleg tega je preko nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS) vzpostavil

⁴⁸ Npr. potrebna pridobitev licence Banke Slovenije za izdajanje hipotekarnih obveznic.

⁴⁹ Model t.i. ozke banke je v praksi uveljavljen v Franciji, na Finskem in deloma tudi na Danskem.

⁵⁰ Potrebno je omeniti tudi potencialno izdajateljsko vlogo specializiranih hipotekarnih bank iz EU, saj jim bo po sprejetju naše zakonodaje dovoljeno izdajati hipotekarne obveznice za potrebe našega finančnega trga.

stalne poslovne odnose z vsemi bankami, ki v naši državi odobravajo posojila za nakup nepremičnin. Bistveno lažje je na obstoječih odnosih in izkušnjah oblikovati finančni instrument, kot pa ustanavljati povsem novo institucijo. Seveda bi moralo biti hipotekarno poslovanje popolnoma ločeno od ostalih poslov sklada. Nekatere države (npr. Singapur, Malezija), ki so imele razmeroma slabo razvite kapitalske trge, so uspešno vpeljale tovrsten sistem ob asistenci države in njenem poroštvu, ko je hipotekarno kreditiranje zaživelo, pa se je država navidezno umaknila (Križnik, 2001, str. 19; Držanič, 2004, str. 30).

Zavoljo potencialnega tveganja za državno blagajno ter vladne privatizacijske strategije za finančni sektor oblikovanje javnih izdajateljev z vidika države morda ni najbolj primerna rešitev. Ministrstvo za finance se v tem okviru bolj zavzema za ustanovitev enega ali morda celo dveh skupnih izdajateljev s strani bank (Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 117). Z vidika stroškov in zagotavljanja likvidnosti bi bila centralna izdajateljska enota najboljša opcija. Delovala bi lahko kot samostojni model ali pa v okviru sistema specializiranega bančništva.

6.3. *Ovire za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji*

Pravih hipotekarnih kreditov, kakršne poznajo razvite države in že tudi večina tranzicijskih držav, v Sloveniji pravzaprav nimamo. Hipotekarni krediti, ki jih na finančnem trgu oglašujejo ponudniki, so v bistvu običajna stanovanjska posojila, zavarovana s hipoteko na nepremičnini (Vagaja, 2003, str. 21). Hipotekarno kreditiranje in v tem okviru tudi hipotekarno bančništvo je v Sloveniji zelo slabo razvito. Razlogi za obstoječe stanje so različne narave. V nadaljevanju predstavljam najbolj pereče probleme hipotekarnega bančništva v Sloveniji.

6.3.1. Pomanjkljiva ureditev zemljiške knjige in njena neuskklajenost z zemljiškim katastrom ter visoki stroški vpisa hipoteke v zemljiško knjigo

Zemljiška knjiga je javna knjiga, ki evidentira podatke o stvarnih pravicah na nepremičninah, medtem ko zemljiški kataster vsebuje uradno evidenco tehničnih podatkov (lega, oblika, površina ipd.) posameznih zemljišč in lastninskih pravic na zemljiščih. Zemljiška knjiga in zemljiški kataster sta ločeni uradni nepremičninski evidenci, ki pa bi lahko bili združeni v eno samo. Zaradi medsebojne vsebinske povezanosti in »papirnatega« oziroma ročnega vodenja in prenosa podatkov je v preteklosti prihajalo do podvajanj določenih podatkov, neurejenosti, nepravilnosti, neažurnosti, neuskklajenosti in slabe povezanosti evidenc, dolgotrajnosti spreminjanja oziroma prilagajanja spremembam ter zamud in težav pri pridobivanju podatkov iz evidenc (Bevk, 1999, str. 20-22).⁵¹

Omenjeno stanje je onemogočalo učinkovito delovanje na različnih področjih, med drugim je zaviralo tudi razvoj hipotekarnega bančništva. Ker zemljiška knjiga ni bila odsev dejanskega

⁵¹ Postopek ustanovitve zastavne pravice na nepremičnino je lahko trajal celo nekaj mesecev, zavoljo reševanja zaostalih predhodnih plomb pa se je rok za izdajo sklepa o vpisu zastavne pravice mnogokrat le še podaljšal. Posodobljena zemljiška knjiga omogoča oziroma naj bi omogočala vpis hipoteke na nepremičnino v pičlih šestih dneh.

lastništva nepremičnin, hipoteka ni zagotavljala varnosti naložbe. Iz tega razloga banke niso bile zainteresirane za zavarovanje kreditov s hipoteko na nepremičnino (Mejač-Krassnig, 1998, str. 10). Posodobitev zastarele tehnologije tako zemljiške knjige kot zemljiškega katastra je bila neizbežna in nujno potrebna. Z informatizacijo, ki je bila končana konec leta 2004, sta evidenci dobili elektronsko obliko. Posledično so bile v veliki meri odpravljene omenjene težave, hkrati pa je bil dosežen prihranek časa in stroškov ter večja prijaznost pri poslovanju s strankami.

Postopki za vpis nepremičnine in vpis zastavne pravice na nepremičnino v zemljiško knjigo niso bili le dolgotrajni, temveč tudi dragi. Posledično je bila visoka tudi cena hipotekarnega kredita. Zato ne čudi dejstvo, da se je zaradi visokih stroškov vpisa in ugodnih možnosti zavarovanja posojil pri zavarovalnici prebivalstvo raje odločalo oziroma se odloča za zavarovanje posojila z zavarovalno premijo (glej poglavje 5.1.). Kljub posodobitvi zemljiške knjige in s tem skrajšanju postopka ustanovitve hipoteke na nepremičnino se namreč tovrstni stroški zavoljo dražjih sodnih taks niso bistveno spremenili.

6.3.2. Ustanavljanje hipotek na v zemljiški knjigi nevpisanih nepremičninah

Zemljiška knjiga je še posebej neurejena in problematična pri etažni lastnini. Ob koncu prejšnjega tisočletja več kot 90 % stanovanj ni bilo vknjiženih v zemljiško knjigo. Novi Zakon o izvršbi in zavarovanju (ZIZ) sicer omogoča vpis etažne lastnine v zemljiško knjigo po skrajšanem postopku, vendar drastičnih pozitivnih premikov ni opaziti. Navedeno nas pripelje do problema ustanavljanja hipotek na nevpisanih nepremičninah. ZIZ rešuje omenjeni problem, saj omogoča ustanovitev zastavne pravice tudi na nevpisani nepremičnini. Zavoljo varnosti upnika oziroma evidentiranja vrstnega reda poplačila več upnikov istega dolžnika in iz istega predmeta izvršbe, ZIZ določa vzpostavitev registra zastavnih pravic na nepremičninah, ki niso vpisane v zemljiško knjigo ali pa je bila zemljiška knjiga, v katero je bila nepremičnina vpisana, uničena. Omenjeni register je javna knjiga, ki se vodi pri Notarski zbornici Slovenije (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o izvršbi in zavarovanju, 2002). Na ta način naj bi se kratkoročno reševale težave neurejenosti zemljiške knjige.

V tem okviru se postavlja še eno vprašanje. Težave z ustanavljanjem hipotek na nevpisanih nepremičninah predstavljajo težave tudi za ustanavljanje hipotek na še nezgrajenih nepremičninah. Problem si najbolj zavzeto prizadevajo rešiti pri Stanovanjskem skladu RS. Bankam so ponudili poseben dogovor glede ustanavljanja hipotek na Skladovih nezgrajenih stanovanjih iz zadnjega razpisa⁵². In sicer, banke bi kupcem Skladovih stanovanj omogočile črpanje hipotekarnih posojil takoj, zavarovanje s hipoteko pa naknadno, ko bi bila po dograditvi nepremičnine vzpostavljena etažna lastnina. Zavoljo določenih pravnih in praktičnih problemov, banke nad predlogom niso pokazale pretiranega navdušenja (Vuković, 2004, str. 18).

⁵² Razpisa za prodajo 852 stanovanj v Ljubljani in Izoli je bil objavljen 15.9.2004 (Stanovanjski sklad RS, 2005).

6.3.3. Dolgotrajni postopki izvršbe na nepremičninah in problem izpraznitve nepremičnin

Vprašanje izterjave zapadlih terjatev s prodajo nepremičnine ostaja aktualno. Kljub spremembam zakonodaje še vedno prevladuje občutek, da je hipotekarni dolžnik boljše zaščiten kot hipotekarni upnik. ZIZ je sicer prinesel določene izboljšave, a se postopki izvršbe še vedno utegnejo vleči več let. Od vložitve predloga za izvršbo na zastavljeno nepremičnino do njene prodaje in s tem poplačila upnikove terjatve lahko poteče tudi do pet let.⁵³ Posledica dolgotrajnih postopkov izvršbe oziroma sodnih postopkov je, da vrednost zastavljene nepremičnine velikokrat ne zadošča več za poplačilo celotne terjatve, katere znesek se zaradi zamudnih obresti povečuje. Postopki izvršbe so zavaljo večletnih zaostankov še posebej dolgotrajni pri večjih sodiščih. Za hitrejšo izterjavo in unovčenje hipoteke bi bilo potrebno pospešiti predvsem odzivnost sodišč. Krajši postopki izvršbe bi verjetno pozitivno vplivali tudi na miselnost dolžnikov. Obstoječe stanje je namreč voda na njihov mlin. Dolžniki se zaradi dolgotrajnosti postopkov ne obremenjujejo preveč, saj vedo, da imajo za iskanje rešitev na razpolago več kot preveč časa (Ribič, 2002, str. 27).

Prejšnji jugoslovanski Zakon o izvršilnem postopku je predvideval, da je dolžnik oziroma lastnik zastavljene in prodane nepremičnine lahko obdržal stanovanjsko pravico in postal najemnik za nedoločen čas. S to določbo je bila vrednost hipotekarnega zavarovanja manjša, saj hipotekarnega upnika oziroma banke kot lastnice nepremičnine ne zanima vloga najemodajalca, temveč poplačilo hipotekarnega posojila. Prodaja »obremenjene« nepremičnine za poplačilo bančne terjatve pa je težje izvedljiva, saj potencialnih kupcev ne zanimajo »zidovi nepremičnine« oziroma je kupec pripravljen za tovrstno nepremičnino ponuditi bistveno manj od njene dejanske vrednosti. ZIZ je odpravil omenjeno pravico,⁵⁴ kar je pripomoglo k večji varnosti hipotekarnih kreditov (Mejač-Krassnig, 1998, str. 10).

6.3.4. Težave bank z viri sredstev in pomanjkanje ustrezne zakonodaje

Poseben problem naših bank predstavlja pomanjkanje poceni domačih dolgoročnih virov. Za odobravanje dolgoročnih kreditov banke namreč potrebujejo ustrezne dolgoročne vire, sicer so podvržene likvidnostnemu in obrestnemu tveganju, kar vpliva tudi na ceno kreditov.

Najustreznejša rešitev problema refinanciranja dolgoročnih hipotekarnih stanovanjskih posojil je hipotekarna obveznica. Predpogoj za učinkovito izkoriščanje njenih lastnosti je sprejetje ustrezne zakonodaje o hipotekarnih bankah oziroma hipotekarnih obveznicah in v tem okviru tudi razvoj sekundarnega hipotekarnega trga.

⁵³ Povprečna dolžina trajanja postopka izvršbe v Sloveniji znaša dve do tri leta, medtem ko npr. na Danskem celoten proces ni daljši od štirih mesecev.

⁵⁴ ZIZ je dolžniku pravico do najema nepremičnine omejil na dobo treh let. Izjemoma lahko obdrži pravico do najema tudi za nedoločen čas, vendar le, če v zakonskem roku vloži ustrezen predlog.

6.3.5 Nacionalna stanovanjska varčevalna shema

Leta 1999 je Vlada RS v sodelovanju s Stanovanjskim skladom RS vrzel v stanovanjskem financiranju zapolnila z nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo (NSVS). Takrat je bila zaradi slabih bančnih pogojev varčevanja in kreditiranja nujno potrebna, danes, ko država z asistenco tujih strokovnjakov poskuša vzpostaviti učinkovit sistem hipotekarnega bančništva, pa predstavlja oviro razvoju hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Zaradi subvencioniranja NSVS s strani države, so pomisleki o razvoju sistema hipotekarnega bančništva na tržnih temeljih dokaj razumljivi. Dokler priteka v bančno pasivo brez posebnega naprežanja samih bank tako poceni dolgoročni denar, banke nimajo interesa zbirati dolgoročne vire s sofisticiranimi in dražjimi hipotekarnimi obveznicami. Pri varčevalni shemi namreč država s proračunsko intervencijo banki zniža ceno virov, banka pa privoli v odobravanje kreditov iz naslova varčevanja po vnaprej določeni nizki obrestni meri in tako sprejme nizko obrestno maržo.⁵⁵ Vendar je NSVS podkrepljena z zakonom⁵⁶, zato je ni mogoče kratko malo odpraviti. Leta 2007, ko naj bi Slovenija vstopila v evropsko monetarno unijo in naj bi v polni meri zaživel tudi hipotekarno bančništvo, NSVS ne bo več potrebna, pretežni del njenih funkcij pa naj bi prevzele banke (Križnik, 2002a, str. 20).

V razvitih državah oba omenjena sistema dobro funkcionirata vzporedno: hipotekarno bančništvo na tržnih osnovah, stanovanjsko varčevanje pa z državnimi premijami. Zato bi bilo smotno še enkrat premisliti o ukinitvi NSVS, saj si tudi slovenski potrošnik želi izbirati med več različnimi konkurenčnimi oziroma dopolnjujočimi se finančnimi produkti.

6.4. *Zakon o hipotekarnih bankah oziroma hipotekarnih obveznicah*

Pobuda za zakonsko ureditev hipotekarnih poslov v Sloveniji je bila dana že leta 1993, a je hipotekarna zakonodaja kljub temu še vedno pravno nedorečena in nedodelana. Takratni pobudnik, Stanovanjski sklad RS, se je po posvetovanju s predstavniki finančnega ministrstva zavzel za pripravo zakona o hipotekarnih poslih oziroma hipotekarnih bankah ter v sodelovanju s strokovnjaki iz Inštituta za gospodarsko pravo pri Visoki pravni šoli v Mariboru pripravil strokovno podlago in teze za izdajo zakona o hipotekarnih bankah. Ta naj bi se, upoštevajoč veljavno slovensko zakonodajo in domače značilnosti, zgledoval po nemški zakonodaji (Križnik, 1993).

Leta 1999 se je v okviru Projekta posodobitve evidentiranja nepremičnin začel izvajati podprojekt Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, čigar cilj je bil priprava nove zakonodaje na področju hipotekarnega bančništva. Ministrstvo za finance je v sodelovanju s tujimi strokovnjaki pripravilo najbolj primerno strategijo razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji. In sicer, hipotekarne obveznice naj bi izdajale le specializirane

⁵⁵ Za npr. 20-letno posojilo v okviru NSVS plača banka za varčevalno vlogo realne 3 % obresti, kredit pa zaračuna po 3,8 %. Za posredovanje dobi tako 0,8 %, brez možnosti pribitka dodatnih stroškov.

⁵⁶ Državni zbor RS je Zakon o nacionalni stanovanjski varčevalni shemi sprejel 15.9.2000 (Stanovanjski sklad RS, 2005).

hipotekarne banke, medtem ko naj bi hipotekarna posojila lahko še naprej odobravale vse komercialne banke, a jih ne bi mogle refinancirati z izdajo hipotekarnih obveznic (More, 2001, str. 9-10).

Zaradi sprejemanja vrste finančnih zakonov in usklajevanja z EU je sprejetje zakonodaje o hipotekarnem bančništvu nekoliko v zamudi. Po uskladitvi z Banko Slovenije in združenjem bank bo zakon vloženi v proceduro in le upamo lahko na njegovo čimprejšnje sprejetje. Vprašanje zakona o hipotekarnih bankah (v primeru sprejetja modela specializiranega bančništva) oziroma hipotekarnih obveznicah (v primeru sprejetja modela univerzalnega bančništva) ostaja odprto. Zavaljo teže argumentov in naklonjenosti države za uvedbo modela specializiranega bančništva sem v Tabeli 3 predstavil temeljne parametre osnutka zakona o hipotekarnih bankah.

Tabela 3: Osnovne značilnosti morebitne prihodnje slovenske specializirane hipotekarne banke

Princip/načelo	Specializiranost
Podeljevalec licenc	Banka Slovenije
Kritno premoženje izdanih obveznic	Hipotekarni in javni krediti*
Kritni register	Da
Nadzor neodvisnega skrbnika	Da
Prednostni položaj imetnika hipotekarne obveznice	Da
Stečajna oddaljenost kritnega premoženja	Da
Predpisi za ocenjevanje nepremičnin	Da**
Zavarovanost imena »hipotekarna obveznica«	Da
LTV razmerje (v %)	60, 100***
Nadomestno kritje	Da (10 %, v začetni fazi 20 %)
Razširjeni račun	Da
Vloga oziroma intervencija države	Posredna (le v začetni fazi v obliki davčnih olajšav za imetnike hipotekarnih obveznic)****
Možnost predčasnega odplačila kredita	Ne

Opombe:

* Posledično je možna izdaja tako hipotekarnih kot komunalnih obveznic.

** Priporočena je bila priprava pravilnika o vrednotenju nepremičnin kot sestavni del zakona o hipotekarnih bankah, in sicer za uvedbo metode trajne hipotekarne posojilne vrednosti (angl. *sustainable mortgage lending value*). Za to vrednost lahko, v času vrednotenja in na podlagi pridobljenih znanj, z določeno stopnjo gotovosti pričakujemo, da jo bo dolgoročno gledano nepremičnina dosegla ob običajnem poslovanju. Omenjena vrednost ne sme presežati ocenjene tržne vrednosti nepremičnine, pri njenem določanju pa se upoštevajo le nespremenljive lastnosti nepremičnine in donosnost, ki jo lahko stalno zagotavlja katerikoli zakupnik ob ustreznem gospodarjenju z nepremičnino. Posledično se ta vrednost upošteva tudi pri LTV razmerju.

*** Le v primeru, ko za presežek (obseg kredita nad 60 % LTV razmerja) s polnim jamstvom jamči Vlada RS.

**** Na ta način bi hipotekarnim obveznicam pripisali enak status kot državnim obveznicam (npr. večina tranzicijskih držav je izvzela obresti iz naslova hipotekarnih obveznic iz davčne osnove).

Vir: Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 129-141 in opombe avtorja.

Neodvisno od dileme pri uvedbi modela hipotekarne obveznice ostaja cilj razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji enak, t.j. razvoj sekundarnega hipotekarnega trga. Potrebno bo zagotoviti poceni in dolgoročne vire financiranja ter na tej osnovi odobravati dolgoročne hipotekarne kredite po nizkih obrestnih merah. Ročnost hipotekarne obveznice bi znašala od 5 do 10 ali celo več let, njeni potencialni kupci pa bi bili institucionalni in tuji investitorji. S pasivnimi posli bi hipotekarna ustanova refinancirala aktivne posle oziroma odobrene kredite. Višina teh bi predstavljala do 60 % zadevne nepremičnine, njihova odplačilna doba pa bi bila do 20 let. Stroški posredništva oziroma obrestna marža hipotekarne ustanove bi znašala od 0,5 do 1% (More, 2002, str. 16).⁵⁷

Vzpostavljanje učinkovitega sistema hipotekarnega bančništva je zelo kompleksen problem. Njegovega reševanja so se v okviru podprojekta Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva lotili v Ministrstvu za finance, kjer so analizirali različne modele hipotekarnega bančništva v svetu in identificirali najprimernejši model za majhen slovenski finančni prostor. Vztrajanje na tradicionalnem hipotekarnem bančnem modelu, tudi v primeru izpopolnitve primarnega hipotekarnega trga, ne bo vodilo do uspešnega sistema nepremičninskega financiranja. Le z razvojem sekundarnega hipotekarnega trga oziroma s povezavo hipotekarnega bančništva s trgom kapitala bo namreč moč pritegniti zadosten obseg finančnih virov. Na razpolago imamo tako dve opciji, in sicer model sekuritizacije in model hipotekarne obveznice. Zaradi neprimernosti ameriškega modela za relativno nerazvit slovenski finančni sistem pri tem vprašanju ni dileme. Dilema pa se pojavi pri vprašanju uvedbe modela hipotekarne obveznice. Ministrstvo za finance je na osnovi opravljenih analiz predlagalo uvedbo modela specializiranega bančništva. Vendar je ob tem potrebno poudariti pomembno vlogo slovenskih bank in njihovo pogajalsko moč. Banke si namreč zelo želijo razširiti svojo ponudbo storitev in proizvodov in iz tega razloga izvajajo velik pritisk na vlado. Zatorej se utegne z veliko verjetnostjo zgoditi ravno nasprotno, t.j. uvedba modela univerzalnega bančništva oziroma sprejetje zakona o hipotekarnih obveznicah. Bančni lobi v Sloveniji je namreč zelo močan in njegova »zmaga« ne bi bila nikakršno presenečenje.

7. Sklep

Izgradnja, nakup ali obnova nepremičnine predstavlja velik zalogaj tako za posameznika kot za družino, zato v svetu obstajajo različni modeli nepremičninskega financiranja. Stanovanjsko problematiko zagotovo najbolj uspešno in učinkovito rešuje sistem hipotekarnega bančništva.

Hipotekarno bančništvo ni »modna muha«, temveč potreba. Ključni element tovrstnega sistema je hipoteka, ki služi kot oblika zavarovanja posojila. Zavaljo navedenega hipotekarno bančništvo zagotavlja dolgoročne, cenovno zelo ugodne in visoke zneske odobrenih kreditov za potrebe nepremičninskega financiranja.

⁵⁷ Študija iz leta 2002, opravljena v okviru podprojekta Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, je predvidevala za dolgoročne vire financiranja od 5,5 do 7 %, za dolgoročne hipotekarne kredite pa od 6 do 8 % letno obrestno mero. Zaradi tendence nenehnega zniževanja aktivnih in pasivnih obrestnih mer v Sloveniji, podatkov o obrestnih merah posebej ne navajam, saj bi bili neaktualni in zavajajoči.

V svetu obstajajo različni modeli hipotekarnega bančništva, ki se med seboj razlikujejo predvsem glede sekundarnega hipotekarnega trga oziroma zagotavljanja kreditnih virov. V Evropi prevladuje model hipotekarnega bančništva na osnovi hipotekarne obveznice.

Hipotekarna obveznica je posebna vrsta dolžniškega vrednostnega papirja. Njena visoka kreditna kvaliteta oziroma varnost je zagotovljena z zakonsko regulativo glede kvalitete in sestave kritnega premoženja, prednostnega položaja imetnika tovrstne obveznice v primeru stečaja njenega izdajatelja ter v nekaterih državah tudi glede stečajne oddaljenosti kritnega premoženja in specializacije dejavnosti izdajatelja hipotekarne obveznice.

V svetu so uveljavljeni različni modeli izdajanja hipotekarnih obveznic. Najpomembnejša razlika je v principu specializiranosti oziroma univerzalnosti, poleg tega pa obstaja še možnost centralizacije izdaje hipotekarnih obveznic. Večina evropskih držav je v svoji zakonodaji implementirala načelo specializiranosti in tako omejila izdajo hipotekarnih obveznic le na specializirane hipotekarne banke. Te se praviloma ukvarjajo le z eno vrsto poslov, in sicer izdajajo hipotekarne obveznice ter s prejeto kupnino refinancirajo odobrena hipotekarna posojila. Specializirano hipotekarno bančništvo ima najdaljšo tradicijo na Danskem in v Nemčiji, ostale države pa večinoma sledijo njunemu izjemno uspešnemu specializiranemu modelu izdajanja hipotekarnih obveznic.

Slovenija zelo potrebuje učinkovitejše nepremičninsko financiranje, kar bi lahko dosegla ravno z vzpostavitvijo ustreznega modela hipotekarnega bančništva. Hipotekarno bančništvo ter v tem okviru hipotekarno kreditiranje predstavlja potencialno tržno nišo za slovenske banke, saj večina Slovencev v nasprotju s prebivalci drugih evropskih držav živi v lastni nepremičnini. Zavaljo majhnosti in relativne nerazvitosti slovenskega finančnega sistema je za nas trenutno najprimernejši model hipotekarnega bančništva s hipotekarno obveznico. Osnovna infrastruktura in potencialni investitorji za njegov razvoj že obstajajo. »Ozko grlo« predstavlja predvsem izdajatelj hipotekarnih obveznic. Ali bo slovenski bančni lobi prevladal nad težo argumentov Ministrstva za finance oziroma vlade pa bo jasno kaj kmalu.

Literatura

1. Bevk Marinka: Trg nepremičnin v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 46 str.
2. Bizovičar Milka: Banke jurišajo na stranke. Delo, Ljubljana, 11.4.2005, str. 18.
3. Butler Stephen B., Dübel Achim, Merstallinger Peter: Policy Report: Legal and Financial Aspects of the Slovenian Mortgage Banking System. Ljubljana : Ministrstvo za finance RS, podprojekt Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, 2002. 200 str.
4. Držanič Jasmin: Kakšne spremembe naj bi prinesle hipotekarne obveznice. Bančni vestnik, Ljubljana, 2004, 4, str. 28-31.
5. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco: Mortgage and mortgage-backed securities markets. Boston : Harvard Business School Press, 1992. VIII, 341 str.
6. Gazvoda Maja: Listinjenje hipotekarnih posojil v svetu ter predvidene smernice razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta., 1996. 63 str.
7. Glogovšek Jože: O finančnih trgih in ekonomski vlogi hipotekarnih bank ter hipotekarnih obveznic. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 3, str. 12-15.
8. Gostiša Jure, Grahek Andraž: Hipotekarne obveznice bijejo bitko z računovodskimi škandali. Finance, Ljubljana, 30.9.2003, str. 21.
9. Klapš Srečko: Dilema o hipotekarni obveznici ali banki. Finance, Ljubljana, 13.4.2004, str. 24.
10. Kobal Aleš: Novejše oblike zavarovanj in utrditev obveznosti. Pravna praksa, Ljubljana, 1996, 346, str. 33-34.
11. Kocbek Marijan: Hipotekarne obveznice. Pravna praksa, Ljubljana, 1992, 251, str. 3-5.
12. Kocbek Marijan: Pravna razmerja pri hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih posojilih. Podjetje in delo, Ljubljana, 1994, 8, str. 1131-1137.
13. Košmerlj Mitja: Trg hipotekarnih obveznic v ZDA. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 46 str., 2 pril.
14. Križnik Božena: S hipoteko zavarovano posojilo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993, 45, str. 14.
15. Križnik Božena: Hipoteke nič več hipotetične. Delo, Ljubljana, 5.6.2001, str. 19.
16. Križnik Božena: Interes bank je, načelno, precejšen. Delo, Ljubljana, 19.12.2002, str. 15.
17. Križnik Božena: Čeri in čari varčevalne sheme. Delo, Ljubljana, 31.12.2002, str. 20.
18. Kruhar Simona: Načrti za ureditev stanovanjskega trga v prihodnjih letih so zelo ambiciozni. Dnevnik, Ljubljana, 7.12.2001, str. 25-26.
19. Kužet Zora: Več kot petdeset tisoč »slabo zasedenih« stanovanj. Večer, Maribor, 4.8.2004, str. 4.
20. Lambert Annik: Session 2: Funding Measures. Warsaw : 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, 2002. 27 str.
21. Lassen Tim: Mortgage Banking in Germany and Europe - Specialisation principle. Bled : Workshop on Housing Finance and Mortgage Banking in Slovenia, 2002. 54 str.

22. Lassen Tim: Development of Mortgage Bonds. Warsaw : 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies, 2002a. 29 str.
23. Lassen Tim: Covered Bond Legislation in Europe. Milan : Workshop on Mortgage Lending in Russia and the CIS, 2005. 29 str.
24. Mejač-Krassnig Alenka: Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
25. Mejač-Krassnig Alenka: Financiranje nepremičnin: hipotekarna posoja skorajda neznana. Finance, Ljubljana, 22.4.1998, str. 9-10.
26. Mejač-Krassnig Alenka: Financiranje nepremičnin v svetu in pri nas. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 1/2, str. 2-6.
27. Menih-Mihalič Kristina: Bodo nacionalno stanovanjsko varčevalno shemo nadomestili hipotekarni.... Večer, Maribor, 20.10.2002, str. 14.
28. More Matej: Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Portorož : 7. strokovno posvetovanje o bančništvu, 2001. 12 str.
29. More Matej: Dileme izbora modela hipotekarnega bančništva v Sloveniji. Bled : Delavnica stanovanjsko financiranje in hipotekarno bančništvo v Sloveniji, 2002. 28 str.
30. More Matej: Hipotekarne obveznice kot naložbena priložnost zavarovalnic. Portorož : Slovensko zavarovalno združenje, 2003. 10 str.
31. Mučkova Viktoria: Mortgage Banking in the Slovak Republic. Bled : Workshop on Housing Finance and Mortgage Banking in Slovenia, 2002. 7 str.
32. O'Rourke Eimer: An Overview of the Irish Mortgage Market. Bled : Workshop on Housing Finance and Mortgage Banking in Slovenia, 2002. 19 str.
33. Orsag Silvije: Problematika financiranja poslovanja i razvoja inkorporativnog poduzeća. Zagreb : Institut za javne financije, 1990. 132 str.
34. Oven Edvard: Prave poteze nas še le čakajo. Finance, Ljubljana, 4.2.1998, str. 7-8.
35. Pavlin Aleš: BTC: nove obveznice tudi za pivnico. Finance, Ljubljana, 24.5.2001, str. 7.
36. Petavs Stane: Hipotekarni krediti: Jalovi podvigi stanovanjskih financ. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 3, str. 51-52.
37. Petavs Stane: Večja posojila je najbolje zavarovati s hipoteko. Finance, Ljubljana, 30.6.2003, str. 46.
38. Petrič Tine: Bančna eksotika. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 33, str. 32-33.
39. Ribič Mirjana: Ni modna muha, je potreba. Dnevnik, Ljubljana, 26.7.2002, str. 19.
40. Ribič Mirjana: Kriva je zemljiška knjiga. Dnevnik, Ljubljana, 27.9.2002, str. 27.
41. Sektor za korporativno in tržno komuniciranje NLB: Preoblikovanje BTC se nevarno zapleta. Finance, Ljubljana, 4.2.2002, str. 3.
42. Stöcker Otmar: Covered Bonds in Europe. Washington D.C. : Workshop on Mortgage Banking in Europe, 2004. 54 str.
43. Strnad Igor: Hipotekarni posli. Podjetje in delo, Ljubljana, 1995, 5, str. 588-590.
44. Urbas Uroš: Hipotekarne obveznice bodo pocenile nepremičninska posojila. Finance, Ljubljana, 7.6.2002, str. 23.
45. Urskov Erik: The Danish mortgage banking system – Ideas for Slovenia. Bled : Workshop on Housing Finance and Mortgage banking in Slovenia, 2002. 27 str.

46. Vagaja Aleksandra: Pravih hipotekarnih posojil pri nas še ni. Finance, Ljubljana, 30.9.2003, str. 21.
47. Votrubeč Jiri: Mortgage system in Czech Republic and a place for a specialized mortgage bank within this system. Bled : Workshop on Housing Finance and Mortgage banking in Slovenia, 2002. 31 str.
48. Vuković Vesna: Težave bodo verjetno tudi pri skladovih stanovanjih. Finance, Ljubljana, 14.12.2004, str. 18.
49. Weiss Monika: Leto 2003: Razmah gradnje na hipoteko in rojstvo prave hipotekarne obveznice. Finance, Ljubljana, 9.4.2001, str. 18.

Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev, 6.4.2005.
2. Banka Slovenije, 29.3.2005.
3. European Mortgage Federation (EMF).
[URL: <http://www.hypo.org>], 14.2.2005.
4. Republika Slovenija, Projekt posodobitve evidentiranja nepremičnin.
[URL: <http://www.gu.gov.si/gu/projekti/nepremic/Projekt.htm>], 24.12.2004.
5. Stanovanjski sklad Republike Slovenije, javni sklad (SSRS).
[URL: <http://www.stanovanjskisklad-rs.si/index.php?location>], 19.1.2005.
5. Zakon o izvršbi in zavarovanju (Uradni list RS, št. 51-2303/1998).
6. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o izvršbi in zavarovanju (Uradni list RS, št. 75-3570/2002).

Slovar uporabljenih tujih izrazov

TUJI IZRAZ	SLOVENSKI PREVOD
<i>Asset backed securities, ABS</i> (angl.)	vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem, izdani na osnovi sekuritizacije
<i>Bankruptcy remoteness</i> (angl.)	stečajna oddaljenost
<i>Bausparkassen</i> (nem.)	stanovanjske hranilnice
<i>Blanket mortgage bond</i> ali <i>general mortgage bond</i> (angl.)	splošna hipotekarna obveznica
<i>Building societies</i> (angl.)	stanovanjske zadruge
<i>Buy-and-hold (investor)</i> (angl.)	»kupi in drži« (investitor)
<i>Closed-end mortgage bond</i> (angl.)	obveznica z zaprto hipoteko
<i>Collateralised mortgage obligation</i> (angl.)	nepretočne obveznice
<i>Cover assets</i> ali <i>mortgage assets</i> (angl.)	kritno premoženje
<i>Cover pool</i> ali <i>cover register</i> (angl.)	kritni register
<i>Covered bond</i> ali <i>mortgage bond</i> (angl.)	hipotekarna obveznica
<i>First mortgage bond</i> (angl.)	prvohipotekarna obveznica
<i>Government sponsored corporation</i> ali <i>public corporation</i> (angl.)	javna družba
<i>Hypothekengesetz</i> (nem.)	nemški zakon o hipotekarnih bankah
<i>Hypothekenbrief</i> (nem.)	hipotekarno pismo
<i>Legislatively mandated membership corporation</i> (angl.)	zakonsko določena skupna izdajateljska enota
<i>Limited open-end mortgage bond</i> (angl.)	obveznica z omejeno odprto hipoteko
<i>Loan-to-value ratio, LTV ratio</i> (angl.)	višina odobrenega hipotekarnega posojila izražena v odstotkovni vrednosti zadevne nepremičnine, <i>LTV</i> razmerje
<i>Matching principle</i> ali <i>matching rules</i> (angl.)	popolna skladnost, načelo usklajenosti
<i>Mortgage backed securities, MBS</i> (angl.)	hipotekarne obveznice izdane na osnovi sekuritizacije
<i>Negative pledge clause</i> (lat.)	klavzula oziroma načelo neobremenitve svojega premoženja v prid upnika
<i>Open-end mortgage bond</i> (angl.)	obveznica z odprto hipoteko
<i>Overcollateralization</i> (angl.)	pribitek obsega kritnega premoženja nad obsegom izdanih hipotekarnih obveznic
<i>Pari passu clause</i> (lat.)	klavzula oziroma načelo enake obravnave upnikov
<i>Pass-through</i> (angl.)	pretočna metoda posredovanja osnovnega denarnega toka investitorjem
<i>Pass-through securities</i> (angl.)	pretočne obveznice
<i>Pay-through</i> (angl.)	plačilna metoda posredovanja osnovnega denarnega toka investitorjem
<i>Pfandbrief</i> (nem.)	zastavno pismo
<i>Pool</i> (angl.)	zbir, paket, sveženj
<i>Portfolio lenders</i> (angl.)	posojilodajalci, ki odobrena posojila ohranjajo v svojem portfelju
<i>Second mortgage bond</i> (angl.)	drugohipotekarna obveznica
<i>Senior position</i> (angl.)	priviligiran oziroma prednostni položaj
<i>Special mortgage bond</i> (angl.)	posebna hipotekarna obveznica
<i>Special purpose vehicle</i> (angl.)	podjetje za prenos posojil oziroma terjatev
<i>Spread account</i> (angl.)	razširjeni račun
<i>Sub register</i> (angl.)	nadomestni, stranski register
<i>Subordinate position</i> (angl.)	podrejen položaj
<i>Substitute cover</i> (angl.)	nadomestno kritje
<i>Sustainable mortgage lending value</i> (angl.)	trajna hipotekarna posojilna vrednost
<i>Voluntary cooperative entities</i> (angl.)	prostovoljna skupna izdajateljska enota