

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
HIPOTEKARNI VREDNOSTNI PAPIRJI

Ljubljana, november 2005

MARJANA KORAČIN

IZJAVA

Študentka, MARJANA KORAČIN, izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom MAG. ALEŠA BERKA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 11. november 2005

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. HIPOTEKA IN HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO	2
2.1. Vrste hipoteke	3
2.1.1. Tradicionalne hipoteke	4
2.1.2. Netradicionalne hipoteke	4
2.2. Hipotekarna posojila	6
2.2.1. Izdajatelji hipotekarnih posojil	6
2.2.2. Omejitve pri odobritvi hipotekarnih posojil	7
2.3. Listinjenje kot mehanizem izdajanja vrednostnih papirjev	8
2.3.1. Proces listinjenja in njegovi udeleženci	8
2.3.2. Prednosti in slabosti listinjenja	9
3. HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO V SVETU	11
3.1. Ameriški model hipotekarnega bančništva	11
3.1.1. Vloga državnih agencij in zasebnih izdajateljev	12
3.1.2. Izvedeni instrumenti na podlagi listinjenja hipotekarnih posojil	13
3.2. Modela hipotekarnih obveznic v Evropi	17
3.2.1. Specializirana hipotekarna banka	18
3.2.2. Model univerzalne banke	20
4. TVEGANJA, POVEZANA S HIPOTEKARNIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI, IN NJIHOVO OBVLADOVANJE	20
4.1. Tveganje predplačila	21
4.1.1. Dejavniki tveganja predplačila	21
5. STANOVANJSKO FINANCIRANJE V SLOVENIJI	23
5.1. Nacionalna stanovanjska varčevalna shema	23
5.1.1. Odziv prebivalstva na NSVS	25
5.2. Razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji	29
5.2.1. Hipotekarna posojila v Sloveniji	30
5.2.2. Temelji hipotekarnega bančništva v Sloveniji	31
5.3. Financiranje stanovanjske gradnje v Sloveniji	39
6. SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	44
SLOVAR UPORABLJENIH PREVODOV	
SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC	

1. UVOD

Reševanje stanovanjskega problema je ena od značilnosti, ki družijo vse ljudi po svetu. Stanovanjske nepremičnine so navadno največja posamezna naložba v sestavi celotnega premoženja posameznega gospodinjstva. S stanovanjsko problematiko se soočajo vse države, ki na različne načine prispevajo k lažji rešitvi stanovanjskega problema svojih državljanov.

Potreba po ureditvi trga nepremičnin je v Sloveniji vedno večja, tako na strani ponudbe kot na strani povpraševanja. Dosedanji načini reševanja stanovanjske problematike v Sloveniji rezultirajo v nastali situaciji, ki smo ji priča v današnjih dneh. Ponudba in povpraševanje sta že dolgo neusklajena. Soočamo se s premajhno kupno močjo in previsokimi cenami stanovanj. Visoke cene stanovanj predvsem mladim, prvim iskalcem zaposlitve, zaradi premajhne kupne moči otežujejo pot do lastnega stanovanja. Stanovanjsko problematiko je potrebno pričeti reševati konsistentno. Razvitost nepremičninskega trga ima namreč pozitiven vpliv ne le na blaginjo prebivalstva zaradi lažje rešitve stanovanjskega problema, temveč v povezavi z drugimi segmenti finančnega trga tudi na razvoj gospodarstva kot celote. Investicije na trgu nepremičnin predstavljajo nove naložbe za gradbena podjetja, odprejo se nova delovna mesta, kar zmanjša brezposelnost in ima pozitiven vpliv na nacionalni blagor.

K reševanju stanovanjske problematike v ZDA in drugih evropskih državah občutno pripomorejo hipotekarni vrednostni papirji. Gre za s hipoteko zavarovane vrednostne papirje, ki poleg reševanja stanovanjske problematike prebivalstva pripomorejo k razvoju sekundarnega finančnega trga posamezne države. Uvedba listinjenja je na primer pripomogla Finski državi, da je prebivalstvu ponudila ugodnejša stanovanjska posojila in tako vplivala na zmanjšanje stanovanjske stiske prebivalstva. Z uvedbo listinjenja stanovanjskih posojil so namreč padle tržne obrestne mere posojil, breme financiranja pa je država prenesla na privatni sektor. Zanimanje za listinjenje vodi tudi ostale evropske države v urejanje zakonskih okvirov in institucionalnih dejavnikov. Zakonodajno na tem področju imata urejeno Francija in Španija, medtem ko je bilo listinjenje izvedeno že v Danski, Belgiji, Finski, Irski in na Švedskem. Izjemo v razvoju listinjenja v Evropi predstavljata Velika Britanija, ki je prevzela ameriški zgled, in Nemčija, kjer je razvit trg zastavnih pisem (Zajec, 1997, str. 33).

Namen diplomskega dela je proučiti ustreznost obstoječe stanovanjske politike v Sloveniji in pokazati na primernost razvoja hipotekarnega bančništva za naše okolje. V ta namen je vsebina diplomskega dela razdeljena na štiri sklope. Uvodu sledi predstavitev hipoteke kot oblike zavarovanja za bančna posojila. Ta predstavlja osnovo za proces listinjenja, na osnovi katerega finančne institucije izdajo hipotekarne vrednostne papirje. Konec prvega sklopa je namenjen predvsem temu procesu ter njegovim prednostim in slabostim.

V drugem sklopu je pozornost namenjena različnim oblikam hipotekarnega bančništva, ki so znane po svetu. Razvit finančni sistem in trg nepremičnin je vplival na hitri razvoj hipotekarnega bančništva predvsem v ZDA, kjer so pomembno vlogo odigrale tudi države

institucije. V Evropi pa sta poznana dva modela bank, ki sta se razvila v okviru hipotekarnega bančništva. Ključnim dejavnikom, ki vplivajo na višino tveganja investitorjev v hipotekarne vrednostne papirje, pa je namenjen tretji sklop diplomskega dela.

Glede na namen diplomskega dela je najboljšežnejši, četrti sklop, namenjen stanovanjskemu financiranju v Sloveniji. Država je državljanke spodbujala k varčevanju predvsem v okviru Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme, katere rezultati ne ustrezajo pričakovanjem ob oblikovanju. V oziru na uspešnost hipotekarnega bančništva v svetu se v Sloveniji že nekaj časa postavljajo temelji za razvoj nove oblike reševanja stanovanjskega problema. V sklopu je predstavljen razvoj posameznih, za enostavno in učinkovito financiranje stanovanjske gradnje, ključnih elementov. Diplomsko delo se zaključuje s sklepom, kjer so izpostavljene temeljne ugotovitve.

2. HIPOTEKA IN HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO

Rešitev stanovanjskega vprašanja predstavlja za večino posameznikov enega največjih finančnih problemov v življenju, zato je pred odločitvijo potrebno pretehtati vse alternative, ki so na voljo. Prva odločitev najpogosteje zahteva premislek, ali naj posameznik investira v nakup nepremičnine ali naj se morda raje odloči za njen najem. Vsaka od možnosti ima svoje prednosti in slabosti. Z nakupom nepremičnine si posameznik zagotovi varnost in neodvisnost pri urejanju stanovanja. Vendar je pri nakupu nepremičnine soočen z veliko finančno investicijo, izpostavljen je tveganju zmanjšanja vrednosti nepremičnine, zmanjša se posameznikova mobilnost, poleg tega pa so z lastništvom nepremičnine povezani tudi višji stroški vzdrževanja. Na drugi strani je z najemniškim statusom povezana večja mobilnost najemnika in manjši stroški vzdrževanja, poveča pa se odvisnost od najemodajalca.

Za Slovenijo je kljub večji investiciji za lastno stanovanje v primerjavi z najemniškim ter glede na ostale prednosti in slabosti obeh alternativ značilen visok odstotek lastniških stanovanj. Le-ta je v zadnjem desetletju vztrajal na visoki ravni, kar bi morda lahko vodilo do sklepa, da Slovenci zelo cenimo lastništvo. Popisni podatki prikazujejo razmerje v korist lastnikov stanovanj, le-ti predstavljajo 82 %, medtem ko je le 9 % najemnikov stanovanj (Cirman, 2004, str. 20). Visoko razmerje v prid lastnikom stanovanj, je predvsem posledica preteklih razmer na stanovanjskem področju. V letih osamosvojitve izpeljana privatizacija stanovanj je prebivalcem omogočila ugodne nakupe nepremičnin, kar je pomembno prispevalo k prevladujočemu deležu lastniških stanovanj (Hribar, 2002, str. 31).

Glede na to, da predstavlja investicija v nepremičnino za večino posameznikov relativno velik finančni zalogaj, je ključnega pomena predvsem odločitev o načinu financiranja nepremičnine. Pri tem ločimo financiranje z lastniškim ali dolžniškim kapitalom. Najpogosteje pa se za financiranje nakupa nepremičnine uporablja kombinacija lastniškega in dolžniškega kapitala.

Relativna stabilnost in življenjska doba nepremičnin omogočata, da se velik del nepremičnin financira s pomočjo dolžniških virov sredstev. Pri posojilih, ki jih je moč dobiti za financiranje nepremičnin, ločimo zavarovana in nezavarovana posojila. Za nezavarovana posojila posojilodajalec za posojeni znesek ne zahteva posebnega zavarovanja. V primeru oblikovanja zavarovanega posojila pa dodatno zavarovanje predstavljajo posebne police, sklenjene z zavarovalnico, ustrezno plačilno sposobni poroki, vrednostni papirji, bančne vloge in menice. Pogosto pa se zaradi svojih značilnosti vzame v zavarovanje kar sama nepremičnina. V tem primeru gre za posebno vrsto posojila, tako imenovano hipotekarno posojilo.

Hipoteka (ang. *mortgage*) je z nepremičnim premoženjem zavarovana terjatev in predstavlja eno od oblik zastavne pravice. Upravičenec oziroma zastavni upnik ima na osnovi hipoteke pravico zahtevati poplačilo zapadle terjatve iz vrednosti zastavljene nepremičnine. Osnovna funkcija hipoteke je varstvo upnika, da bo njegova, s hipoteko zavarovana terjatev, poplačana. V primeru, da dolžnik ob zapadlosti terjatve ne plača, lahko upnik s hipotekarno tožbo od sodišča zahteva, da se nepremičnina proda, sam pa se nato poplača iz kupnine (Cirman et al., 1999, str. 52).

Uporabnost hipoteke v praksi zelo narašča, ker postaja hipotekarno zavarovanje najučinkovitejša oblika stvarnih zavarovanj. Vsakdo načeloma za svoje dolgove odgovarja s celotnim svojim premoženjem, vendar to ni zagotovilo, da bo upniku terjatev poplačana, saj dolžnik lahko s premoženjem slabo gospodari, ga odsvaja ali kako drugače zmanjšuje. Pri hipoteki pa zastavljena stvar jamči za terjatev celo takrat, kadar jo lastnik odsvoji in preide v last tretje osebe (Juhart, 1995, str. 91).

Glede na to, da je hipoteka visoko razvit instrument, ki predstavlja osnovo za delovanje hipotekarnega bančništva v posamezni državi, so v nadaljevanju predstavljene vrste hipotek in na njihovi osnovi oblikovana posojila. Za razumevanje sistema hipotekarnega bančništva je ključnega pomena poznavanje procesa listinjenja kot mehanizma za izdajanje vrednostnih papirjev, kateremu je več pozornosti namenjene v zadnjemu delu sklopa.

2.1. Vrste hipoteke

Skozi razvojna obdobja je trg oblikoval različne načine amortizacije in oblike obrestovanja. Raznolikost produktov omogoča posojilojemalcem številne različne instrumente, ki zadostijo njihovim specifičnim potrebam. Hipoteko sestavljata dva ključna dela, ki pomembno¹ vplivata na učinkovitost hipotekarnega zavarovanja (Davidson et al., 2003, str. 51):

¹ Za razvoj hipotekarnega bančništva je ključnega pomena zaupanje investitorjev v hipotekarne vrednostne papirje. V primeru, ko za investitorjem pripadajoče zneske jamči prvovrstno zavarovanje (hipoteka), le-ti naložbo tretirajo kot varno in dostopno širšemu krogu investitorjev.

- hipotekarni dolg (ang. *mortgage deed*) - predstavlja vrednost nepremičnine, s katero se izplačilo dolga zavaruje in poplača upnika v primeru neizpolnjevanja obveznosti dolžnika;
- zadolžnica (ang. *promissory note*) - predstavlja dolžnikovo obljubo oziroma dolžnost, da bo poplačal obveznosti na dogovorjeni način.

Najpogosteje ločimo hipoteke glede na način obrestovanja in velikost posojila. V splošnem je večina hipotekarnih posojil oblikovana po enakem postopku, t. j. s fiksno obrestno mero in z enakomernimi mesečnimi odplačili. V nadaljevanju so hipoteke ločene na tradicionalne in netradicionalne.

2.1.1. Tradicionalne hipoteke

Tradicionalne hipoteke so klasična hipotekarna posojila, za katere je značilna fiksna obrestna mera in obročno odplačevanje. Mesečno anuiteto sestavljajo obresti in odplačilo deleža neplačanega dolga iz naslova glavnice. Klasična hipotekarna posojila se tako skozi odplačilno dobo v celoti amortizirajo.

V sklopu hipotekarnih posojil ločimo tri načine amortiziranja (Davidson et al., 2003, str. 54):

- Posojilu z enakomernimi mesečnimi obroki CPM (ang. *constant payment mortgage*) se skozi odplačilno dobo spreminja delež obresti in glavnice v anuiteti. V začetku odplačevanja posojila je obrok sestavljen v večji meri iz odplačila obresti, skozi odplačilno dobo pa se v anuiteti zmanjšuje delež obresti in povečuje znesek glavnice. Omenjeni način je najpogosteje uporabljen v ZDA.
- Za posojila z enakomerno amortizacijo CAM (ang. *constant amortizing mortgage*) pa je značilno, da je vrednost glavnice v anuiteti enakomerna. Skozi odplačilno obdobje anuiteto sestavlja enak znesek glavnice in vedno manjši znesek obresti. Anuitete so namreč na začetku odplačilnega obdobja višje in se proti zapadlosti zmanjšujejo. V tem primeru je na dolgi rok amortizacija najhitrejša, kar predstavlja manjše tveganje spremembe obrestne mere za udeležence.
- Pri posojilu z enakomerno obrestno mero CIM (ang. *constant interest mortgage*) posojilojemalec skozi celotno obdobje plačuje le obresti ter ob dospelosti poravna vrednost glavnice. Posojilojemalec je izpostavljen visokemu tveganju spremembe obrestne mere ter tveganju nepoplačila v primeru finančnih težav posojilojemalca.

Za posojila s fiksno obrestno mero je v večini primerov značilno, da imajo nekoliko višjo obrestno mero, saj je posojilodajalec izpostavljen tveganju spremembe obrestne mere. Omenjeno tveganje je glavni razlog za razvoj posojil s spremenljivo obrestno mero, ki posojilodajalcu omogočajo prilagajanje posojilne obrestne glede na spremembe na trgu.

2.1.2. Netradicionalne hipoteke

V 1970.-ih letih so se pojavile vrste t. i. netradicionalnih hipotek kot posledica sprememb na trgu hipotekarnih posojil, saj so rastoče obrestne mere vplivale na rast cen stanovanj. Visoka

inflacija in razmere na trgu posojil so predstavljale veliko tveganje, tako za posojilodajalce kot tudi za posojilojemalce. Kot odgovor na nastale razmere so se oblikovala hipotekarna posojila s spremenljivo obrestno mero ARM (angl. *adjustable rate mortgages*), ki so ugodnejša za okolje z visokimi obrestnimi merami.

Obrestna mera hipotekarnih posojil s spremenljivo obrestno mero v določenih intervalih variira v odvisnosti od indeksa, na katerega je vezana. Najpogosteje indeks predstavlja donosnost sorodnih vrednostnih papirjev. V določenih primerih pa indeks odraža tržne razmere, kot na primer pri upoštevanju zunanega indeksa LIBOR (ang. *London InterBank Offer Rate*) (Davidson et al., 2003, str. 62).

2.1.2.1. Hipoteka s postopno naraščajočimi odplačili

Za mlajšo populacijo na začetku delovne dobe, ki pričakuje višje prihodke v prihodnosti, je oblikovana t. i. hipoteka s postopno naraščajočimi odplačili GPM (ang. *graduated payment mortgages*). Za GPM so namreč značilni nizki odplačilni obroki v začetku odplačilnega obdobja, ki pa se postopno povečujejo do konca odplačilnega obdobja. V posameznih primerih so obroki na začetku tako nizki, da ne pokrijejo niti zneska obresti (Davidson et al., 2003, str. 65).

2.1.2.2. Hipoteka z deljeno vrednostjo

Ob sklenitvi posojilne pogodbe se posojilojemalec in posojilodajalec dogovorita o obrestni meri (ang. *contingent interest*) oziroma o posojilodajalcu pripadajočem deležu prihodnje vrednosti nepremičnine. V določenih primerih posojilojemalec prejeme do 40 % vrednosti nepremičnine, v obdobju 10-ih let od sklenitve posojilne pogodbe. Posojilojemalec je dolžan v primeru prodaje nepremičnine pred dospelostjo posojilodajalcu poravnati pripadajoči delež vrednosti nepremičnine ob prodaji.

V primeru hipoteke z deljeno vrednostjo SAM (ang. *shared appreciation mortgages*) je namreč tudi posojilodajalec zainteresiran, da vrednost nepremičnine raste. Posojilojemalec je namreč deležen deleža vrednosti nepremičnine v prihodnosti, kar prispeva k nižji posojilni obrestni meri (Davidson et al., 2003, str. 66).

2.1.2.3. Hipoteka z obratnimi anuitetami (Reverse-Annuity Mortgages)

Na podlagi hipoteke z obratnimi anuitetami RAM (ang. *reverse annuity mortgages*) lastnik nepremičnine vrednost le-te preoblikuje v redne mesečne prihodke. Omenjeni način je v prvi vrsti oblikovan za starejšo populacijo, ki večji delež svojega premoženja drži v nepremičninah. V tem primeru posojilodajalec izplačuje mesečne anuitete posojilojemalcu, skupaj z natečenimi obrestmi na glavnico. Skozi dogovorjeno odplačilno obdobje se mesečno povečuje dolg posojilojemalca, ki se ob dospelosti obratnega hipotekarnega posojila poravna z refinanciranjem ali prodajo nepremičnine (Davidson et al., 2003, str. 67).

2.2. Hipotekarna posojila

Hipotekarno posojilo, ki ga najame fizična oseba, je dolgoročno posojilo, namenjeno za nakup, gradnjo ali prenovo nepremičnine. Posojilo je zavarovano z zastavo nepremičnine, vpisane v zemljiško knjigo, s katero posojilojemalec razpolaga ali jo s sredstvi posojila kupuje (Mejač Krassnig, 1998, str. 9).

Nove oblike hipotekarnih posojil predstavljajo nove možnosti reševanja stanovanjskega problema prebivalstva, za investitorje v vrednostne papirje pa izboljšanje strukture premoženja. Za preišljene naložbene aktivnosti je pomembno poznavanje trga hipotekarnih posojil in z njimi povezanega tveganja, o čemer bo več zapisanega v nadaljevanju.

2.2.1. Izdajatelji hipotekarnih posojil

Poslovanje s hipotekarnimi posojili se odvija na primarnem in sekundarnem trgu hipotekarnih posojil. Na primarnem trgu hipotekarna posojila nastajajo. Povpraševanje predstavljajo osebe, ki želijo kupiti, graditi ali obnoviti nepremičnine, ponudniki pa so različne finančne institucije (poslovne banke, hranilnice, posojilnice ter investicijske družbe). Omenjene institucije pa na sekundarnem trgu odobrena hipotekarna posojila prodajajo. Namen sekundarnega trga je povečanje likvidnosti hipotekarnega poslovanja, saj posojilodajalcu posojil ni potrebno držati v svojem premoženju do poplačila. Izdajatelj namreč posojila proda na sekundarnem trgu in tako dobi likvidna sredstva. Sekundarni trg omogoča tudi pretok sredstev iz geografskih področji s presežnimi finančnimi sredstvi na področja, kjer sredstev primanjkuje. S povečanjem likvidnosti se zmanjšuje tudi obrestna mera.

Na primarnem trgu predstavljajo največji del poslovanja s strani ponudbe hipotekarni bankirji (ang. *mortgage bankers*). Le-ti si izposojajo denar od poslovnih bank in nato iz izbranih sredstev odobrijo hipotekarna posojila. Na trgu se pojavljajo še hipotekarni posredniki, ki sredstev ne posojajo, temveč zgolj posredujejo med posojilojemalci in posojilodajalci. Na zmanjšanje tveganja posojilodajalcev bistveno vplivajo zavarovalnice in država. Le-ti prispevajo k zmanjšanju tveganja posojilodajalcev. Zavarovalnice odobrena posojila zavarujejo, medtem ko država stoji za institucijami, ki izdajajo garancije za plačila zapadlih neplačanih obveznosti (Jaš, 2002, str. 20).

Poslovne banke na podlagi depozitov fizičnih oseb odobravajo posojila. Sredstva, ki jih te banke zberejo na trgu, uporabljajo tako na primarnem kot na sekundarnem trgu. Na primarnem trgu se pojavljajo kot ponudniki, na sekundarnem pa predvsem kot kupci posojil. Tudi na slovenskem postaja pomemben delež hipotekarnih posojil v celotni masi posojil poslovnih bank. V letu 1998 je bilo zabeleženih zgolj 14% s hipoteko zavarovanih stanovanjskih posojil, medtem ko se je v letu 2003 ta delež povzpел na 51 % (Weiss, 2004, str. 16).

Izdajatelji oblikujejo hipotekarna posojila katerih višina se giblje od 50 do 75 % zastavljene nepremičnine, lahko pa tudi manj. Višina kredita se določi sporazumno med upnikom in

dolžnikom, saj ni nobenih zakonskih omejitev glede višine kredita. Običajni rok vračila posojila je od 1 leta do 30 let. Pogodba o hipotekarnem posojilu mora vsebovati določilo, ki določa, da je za prenos hipoteke potrebno soglasje hipotekarnega dolžnika. V pogodbi morajo biti navedeni tudi pogoji za začetek postopka poplačila zapadlega posojila iz naslova zastavne pravice na nepremičnini, sicer se mora opraviti z javno licitacijo (Furlani, 1998, str. 23).

2.2.2. Omejitve pri odobritvi hipotekarnih posojil

Za eno najbolj cenjenih vrednosti v bančnem svetu velja zaupanje. Kljub temu pa so pri kreditnih poslih ponavadi potrebna dodatna zagotovila posojilojemalcev, da bo posojeni denar zagotovo vrnjen v dogovorjenem času. Prva stvar, ki jo je potrebno preveriti, je, ali že ima potencialni posojilojemalec obveznosti iz naslova neplačanih dolgov, ki vplivajo na manjšo sposobnost odplačevanja obveznosti hipotekarnega posojila. Poleg tega pa mora posojilodajalec preveriti tudi dohodek in premoženje posojilojemalca. Na podlagi različnih meril banke razvrščajo posojilojemalce v različne bonitetne skupine.

Pri ocenjevanju pri nas odločajo merila, ki jih je predpisala Banka Slovenije v sklepu o razvrstitvi bilančnih in zunajbilančnih postavk bank in hranilnic iz leta 1999. Na podlagi tako dobljenih rezultatov so terjatve in posojilojemalci razvrščeni v pet bonitetnih skupin od A do E. V prvo skupino A so razporejeni krediti podjetij, kjer terjatve niso v nevarnosti in uživajo največ zaupanja bankirjev, do skupine E, kjer so podjetja, v katerih je denar banke najbolj izpostavljen tveganju pravočasne poravnave (Toni, 2000, str. 42).

2.2.2.1. Kreditno tveganje posojilodajalcev

Z vidika posojilodajalca je ena pomembnejših vprašanj določanje verjetnosti plačilne nesposobnosti posojilojemalca. Pomembno je poznavanje vzrokov plačilne nesposobnosti, saj se le tako lahko oblikujejo primerni načini za zavarovanje kreditnega tveganja.

Kreditno tveganje (ang. *mortgage default*) predstavlja posojilodajalčevo tveganje, da posojilojemalec ne bo izpolnjeval obveznosti, ki izhajajo iz posojilne pogodbe. Najpogostejše kršitve so v obliki neplačevanja mesečnih anuitet zaradi manjšega obsega prihodkov v gospodinjstvu (npr. izguba zaposlitve in s tem rednega vira dohodka). V najmanj ugodnem položaju pride do postopka zaplenitve in prodaje premoženja (ang. *foreclosure*), iz česar se na to poplača upnik in razreši posojilojemalca dolga. Omenjeni zaključek ni zaželen niti s strani posojilodajalca. Slednji pogosteje, v primeru kratkoročnih likvidnostnih težav, predlaga za obdobje premostitve manjše anuitete, da se tako ohrani posojilno razmerje.

Zgoraj navedeno razvrščanje potencialnih posojilojemalcev v bonitetne razrede je zelo pomembno z vidika posojilodajalca, ki želi vplivati na zmanjšanje svojega kreditnega tveganja. Vrednost danih posojil namreč izdajatelj drži kot terjatve, ki pa niso likvidna sredstva. V nadaljevanju predstavljeno listinjenje pozitivno vpliva na kreditno tveganje posojilodajalca. Le-ti imajo namreč možnost prodati nelikvidne terjatve za namen izdaje

hipotekarnih vrednostnih papirjev in tako pridobiti nova likvidna sredstva (npr. za izdajo novih hipotekarnih posojil) (Davidson et al., 2003, str. 69).

2.3. Listinjenje kot mehanizem izdajanja vrednostnih papirjev

Listinjenje (ang. *securitization*) predstavlja novo obliko financiranja, ki omogoča preoblikovanje terjatev. Na osnovi danih in neodplačanih posojil banke razpolagajo s terjatvami, ki jih združijo v pakete (ang. *pooling*) glede na njihove lastnosti in jih prodajo državnim ali privatnim institucijam. Le-ta izda vrednostne papirje, katerih denarni tok je odvisen od denarnega toka posojil v paketu. Izdajatelj plača odkupljene terjatve z gotovino, ki jo pridobi s prodajo vrednostnih papirjev. Gre za t. i. pretočne obveznice MBS (ang. *mortgage backed securities*).

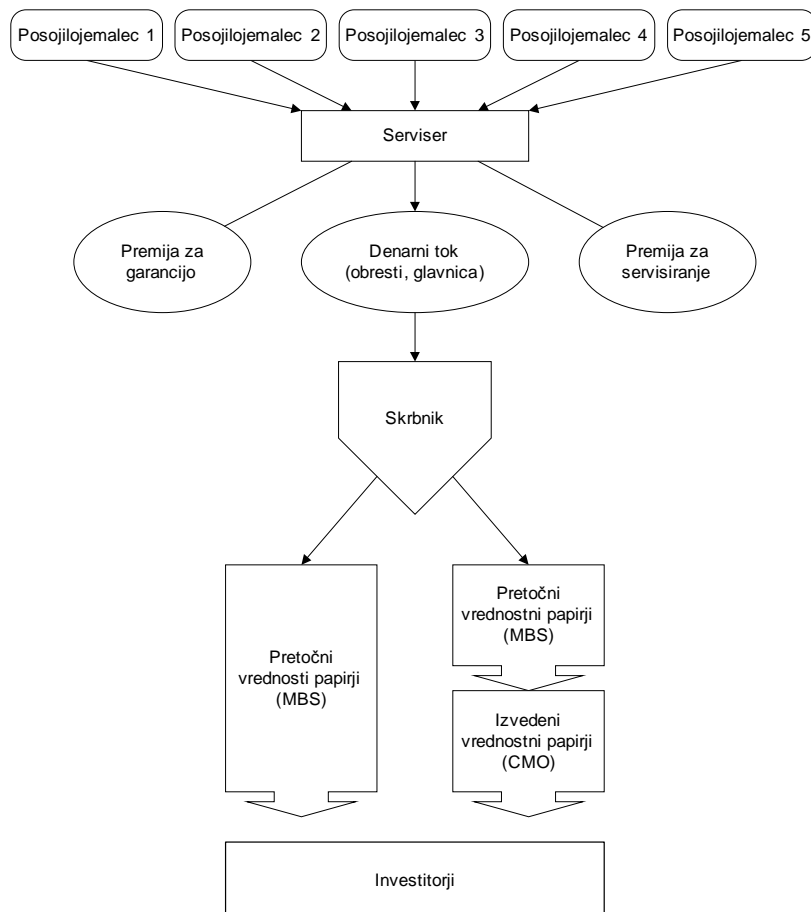
2.3.1. Proces listinjenja in njegovi udeleženci

V primeru pretočnih hipotekarnih obveznic, ki jih izdaja ameriška vladna agencija Ginnie Mae, se proces listinjenja prične s komercialno banko, ki odobri hipotekarno posojilo, ki ga posojilojemalec nameni za nakup nepremičnine. Komercialna banka si pridobi zavarovanje državne agencije Ginnie Mae. Ko se posojilojemalec in posojilodajalec obojestransko strinjata s pogoji in se dogovorita za posojilno razmerje, posojilodajalec vključi hipotekarno posojilo v paket sorodnih hipotekarnih posojil (ang. *mortgage pool*). Komercialna banka proda paket hipotekarnih posojil izdajatelju, ki bo na podlagi paketa hipotekarnih posojil izdal hipotekarne pretočne obveznice. Izdajatelj prodaja investitorjem hipotekarne pretočne obveznice z jamstvom Ginnie Mae o pravočasnem izplačilu obresti in glavnice. O prodaji vrednostnih papirjev izdajatelj poroča Ginnie Mae, medtem ko komercialna banka ostane serviser hipotekarnih posojil. Komercialna banka zbira in nadzira mesečna plačila obresti in glavnice posojilojemalcev in jih posreduje agenciji Ginnie Mae. Ginnie Mae nato posreduje oziroma pretoči plačila investitorjem v pretočne obveznice.

Za paket hipotekarnih posojil je značilna določena pretočna obrestna mera, ki je mesečno posredovana investitorjem. Pretočna obrestna mera je nekoliko nižja, kot pa znaša obrestna mera na hipotekarna posojila. Razlika v obrestnih merah je namenjena za poplačilo garancije agenciji in storitev servisiranja komercialne banke (Davidson et al., 2003, str. 80).

Slika 1 (na str. 9) prikazuje potek denarnega toka v prej opisanem modelu listinjenja z njegovimi udeleženci. Iz drugega dela slike je razvidno, da hipotekarni vrednostni papirji, izdani na osnovi paketa hipotekarnih posojil (v nadaljevanju pretočne obveznice), niso nujno končni rezultat v procesu listinjenja. Na podlagi slednjih se razvijajo nove oblike izvedenih vrednostnih papirjev CMO (ang. *collateralised mortgage obligations*), oblikovanih glede na specifične potrebe investitorjev, z različnimi nagnjenji k tveganju.

Slika 1: Potek denarnega toka v procesu listinjenja



Vir: Davidson et al., 2003, str. 264.

V ZDA je pomembna tudi funkcija hipotekarnih bank, katerih namen ni pridobivanje dohodka na podlagi investiranja v hipotekarne kredite, ampak zgolj na podlagi servisiranja hipotekarnih posojil institucionalnim investitorjem. Hipotekarna banka namreč za prodani paket posojil še vedno vodi evidenco o plačilih, komunicira s posojiljemalcem, preverja in spremlja stanje in kvaliteto zastavljenih nepremičnin, pa tudi začne postopke predčasne prodaje zastavljenih nepremičnin, za tista posojila, ki do pogodbenega roka niso bila poravnana. Hipotekarna banka v ta namen lastniku kredita zaračunava določeno provizijo. V času servisiranja si mora banka, z namenom omogočanja iniciranja novih kreditov, zagotoviti kratkoročno financiranje pri komercialnih bankah (Furlani, 1998, str. 41).

2.3.2. Prednosti in slabosti listinjenja

Najpomembnejši pozitivni vpliv procesa listinjenja premoženja se kaže v premoženjski bilanci banke. V trenutku, ko banka proda posojila, prikazana na aktivni premoženjske bilance, le-te nadomesti z gotovino in spremeni strukturo aktive svoje premoženjske bilance. Gotovina, ki jo je pridobila s prodajo terjatev izdajatelju, predstavlja premoženje banke, ki ni izpostavljeno kreditnemu in obrestnemu tveganju, kakor to velja za neodplačana posojila. V nadaljevanju so predstavljeni poglobljeni razlogi, ki banke vodijo v preoblikovanje aktive:

- Zavarovanje pred obrestnim tveganjem. Banke namreč odobravajo dolgoročna posojila na osnovi kratkoročnih vlog in depozitov, za katere izplačujejo obresti, ki so podvržene tržnim tveganjem. V primeru rasti tržnih obrestnih mer mora namreč banka povišati pasivne obrestne mere, ki jih izplačuje za vloge in depozite, ob nespremenjenih aktivnih obrestnih merah, ki jih prejema za odobrena posojila. Izpostavljenost obrestnemu tveganju v navedeni situaciji vodi banko v izgube. S prodajo posojil se banka zavaruje pred obrestnim tveganje, saj si tako pridobi sveža sredstva za odobravanje posojil po tržnih obrestnih merah.
- Povečanje likvidnosti. S prodajo terjatev banka v premoženjski bilanci nelikvidne terjatve nadomesti z likvidnimi sredstvi (gotovino) in tako poveča svojo likvidnost;
- Spremembe kapitalske ustreznosti, ki je dejavnik ocenjevanja poslovanja bank. S prodajo posojil banka zmanjša svojo aktivo in posledično tudi znesek potrebnega jamstvenega kapitala.
- Znižanje izpostavljenosti banke. V primeru velikega obsega naložb nasproti enemu komitentu banka zmanjša visoko stopnjo izpostavljenosti nasproti komitentu s prodajo dela terjatev in si tako ustvari večjo razpršenost kreditnega tveganja.
- Kvalitetni in donosni vrednostni papirji. Namen listinjenja je oblikovati kvalitetne in likvidne vrednostne papirje. Investitorjem prinašajo višji donos, kot podobne manj tvegane naložbe v državne vrednostne papirje, saj so zavarovani s premoženjem. Gre za prinosniške vrednostne papirje, ki omogočajo enostavno trgovanje.

Proces listinjenja je povezan tudi z določenim tveganjem:

- Odpoved dohodku. V primeru padanja tržnih obrestnih mer, bi banka realizirala dodaten zaslužek iz obrestne marže, če bi še razpolagala s posojili, za katera prejema obresti po nespremenljivi obrestni meri.
- Tveganje predčasnega odplačila posojil. Imetnik vrednostnega papirja je izpostavljen tveganju, da bo posojilojemalec odplačal višji znesek mesečnih obveznosti v enkratnem znesku ali da bo posojilojemalec predčasno odplačal preostalo glavnico v celoti. Za investitorja to pomeni, da je dejanska zapadlost vrednostnega papirja krajša od zapadlosti, določene ob izdaji. Investitor je tako izpostavljen tveganju reinvestiranja, saj svojega denarja ne bo mogel naložiti pod vsaj enakimi pogoji.
- Donosnost. Dejansko donosnost vrednostnega papirja določa višina obrestne mere, nakupna in prodajna cena, zapadlost in predčasna odplačila posojil. Slednjega ni mogoče natančno predvideti, zato upoštevamo donosnost do dospelosti, ob predvideni stopnji predčasnih odplačil.

Diplomsko delo temelji predvsem na vrednostnih papirjih, ki nastajajo v procesu listinjenja in so zavarovani s hipotekami MBS (ang. *mortgage backed securities*), saj hipoteka predstavlja prvovrstno zavarovanje posojila. Pomembno je, da razumemo, da v procesu listinjenja nastajajo tudi s premoženjem zavarovani vrednostni papirji (ang. *asset backed securities*). Osnova za izdajo slednjih so terjatve do imetnikov kreditnih kartic in avtomobilskih posojil.

Hipoteka predstavlja prvovrstno zavarovanje posojila, saj so lastnosti hipotekarnih posojil relativno enotne. Primernejša so drobna hipotekarna posojila (npr. za nakup ali gradnjo stanovanj dana stanovanjska posojila) ter posamezna večja posojila (npr. dolgoročna posojila, dana večjim podjetjem in zavarovana s hipoteko na nepremičnini). Obstoj statističnih podatkov o neplačilih, stopnji iztržljivosti in predčasnih odplačilih posojil pripomorejo k obvladovanju tveganj in kvalitetnemu strukturiranju vrednostnih papirjev. Bančniki ocenjujejo, da so tovrstna posojila manj tvegana kot druga posojila, zaradi močnega motiva za odplačevanje, ki je povezan z življenjsko eksistenco posojilojemalca (Mejač Krassnig, 1966, str. 20).

3. HIPOTEKARNO BANČNIŠTVO V SVETU

Sistemi hipotekarnega kreditiranja in hipotekarnega bančništva so v svetu poznani in uspešni modeli financiranja stanovanjske gradnje. Hipotekarna posojila so v praksi tujih bančnikov prisotna že vrsto desetletij in v različnih državah se različno vgrajujejo v finančni sistem. Upniku omogočajo varen in hiter dostop do lastništva nepremičnine, na drugi strani pa izvršba na nepremičnini za banko predstavlja preprost in učinkovit način poplčila denarne terjatve.

Glede na raznolikost hipotekarnega bančništva po svetu je pozornost drugega sklopa diplomskega dela v nadaljevanju namenjena predvsem dvema modeloma hipotekarnega bančništva, in sicer evropskemu in sistemu ZDA. Kljub posebnostim posameznih držav je za omenjeni sistem pomembna urejena in zelo razvita pravna in regulatorna infrastruktura (Petavs, 2002, str. 51):

- Potrebna je urejena in ažurna zemljiška knjiga, kot učinkovit registacijski sistem lastnine in hipoteke nad nepremičnino;
- Potrebna je urejena zakonodaja o izvršbi in njena učinkovita implementacija v praksi, ki omogoča upniku dostop do zastavljene nepremičnine in njeno prodajo v razumnem času;
- Na razvitih sekundarnih hipotekarnih trgih je treba zagotoviti tudi urejen prenos hipotekarnega upništva z ene osebe na drugo;
- Stečajna zakonodaja mora hipotekarnim upnikom (investitorjem) nameniti ustrezno prednost pred drugimi upniki;
- Potrebna je ustrezna finančna zakonodaja, ki hipotekarne kredite in obveznice primerno obravnava, predvsem z vidika tveganja.

3.1. Ameriški model hipotekarnega bančništva

V ZDA je hipotekarno bančništvo doživelo svoj največji razcvet. Finančne institucije, ki se v ZDA ukvarjajo s hipotekarnim kreditiranjem so predvsem hipotekarne banke, hranilnice, zavarovalnice za življenjska zavarovanja in pokojninski skladi. Za dolgoročne stanovanjske kredite si banke zagotovijo dolgoročne vire sredstev z izdajo hipotekarnih obveznic.

Vloga države predstavlja ključni dejavnik za razvoj hipotekarnega bančništva v ZDA. Pomembni so pozitivni vplivi sodelovanja države pri nastajanju in razvoju primarnega in sekundarnega trga hipotekarnih posojil. Ameriška vlada je v interesu, da bi državljanom zagotovila ugodne stanovanjske in bivanjske pogoje, pričela posegati v primarni trg. V času depresije je pričela vzpodbujati uvajanje hipotekarnih posojil z nespremenljivo obrestno mero, mesečnim odplačevanjem in z zavarovanjem posojil pri državnih ustanovah (Mejač Krassnig, 1996, str. 16).

3.1.1. Vloga državnih agencij in zasebnih izdajateljev

Vlada Združenih držav Amerike je oblikovala tri hipotekarne agencije: Ginnie Mae GNMA (Government National Mortgage Association), Fannie Mae FNMA (Federal National Mortgage Association) in Freddie Mac FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Agencije so oblikovane z namenom, da pripomorejo k oblikovanju posojil, ki so dostopna širšemu krogu gospodinjstev, in s tem ključno pripomorejo k oblikovanju sekundarnega hipotekarnega trga. Glavna prednost agencij je v garanciji, ki jo nudijo za odobrena posojila (Davidson et al., 2003, str. 75).

3.1.1.1. Government National Mortgage Association

V ZDA imajo pomembno vlogo na sekundarnem trgu tudi zavarovalnice, ki z zavarovanjem odobrenih posojil prispevajo k zmanjšanju tveganja posojilodajalcev. V ZDA se z zavarovanjem posojil ukvarjajo Federal Housing Administration (FHA), Vladna služba za veterane (VA) in zasebne zavarovalnice. Ginnie Mae se ukvarja le z listinjenjem hipotekarnih posojil z najkvalitetnejšim zavarovanjem, in sicer gre za posojila, zavarovana s strani FHA in VA.

Leta 1968 je bila ustanovljena agencija Ginnie Mae z namenom oblikovanja sekundarnega trga za hipotekarna posojila z državnim zavarovanjem. S tem namenom je agencija v letu 1970 oblikovala prvi hipotekarni vrednostni papir. Skozi razvojna obdobja je Ginnie Mae oblikovala štiri različne programe: Ginnie Mae I, Ginnie Mae II, Ginnie Mae III, in Ginnie Mae Platinum, za katere plačila obresti in glavnice v celoti jamči vlada ZDA (Davidson et al., 2003, str. 82).

3.1.1.2. The Federal National Mortgage Association

V ZDA, kjer je razvitost hipotekarnih trgov najvišja, je kongres ustanovil institucijo Fannie Mae, ki je kupovala hipotekarna posojila od izdajateljev in s tem igrala vlogo klirinške hiše na sekundarnem trgu. Njena vloga je bila predvsem v zagotavljanju trga za posojila, zavarovana pri Federal Housing Association (FHA). Kasneje pa se je FNMA preoblikovala v institucijo v lasti zasebnih investitorjev (Jaš, 2002, str. 21).

Agencija Fannie Mae nudi programe, pri katerih sama jamči za pravočasno poplačilo obresti in glavnice, vsakega 25. v mesecu. Donos vrednostnih papirjev je nekoliko nižji od obrestne

mere na hipotekarna posojila v paketu, saj je iz razlike potrebno pokriti stroške garancije in servisiranja (Davidson et al., 2003, str. 84).

3.1.1.3. The Federal Home Loan Mortgage Corporation

Agencija Freddie Mac nudi programe, pri katerih sama jamči za pravočasno poplačilo obresti in glavnice. Oblikovala je tudi Freddie Mac Gold program, ki konkurira programu Fannie Mae in izplačuje obresti 15. v mesecu. Oblikovali pa so tudi "Giant program", ki je po značilnostih soroden z Ginnie Mae Platinum.

Največje aktivnosti pri prodaji dostopnejših hipotekarnih posojil in listinjenju predstavljajo dejavnosti agencij Fannie Mae in Freddie Mac, medtem ko se Ginnie Mae ukvarja le z listinjenjem najkvalitetnejših hipotekarnih posojil z državnim zavarovanjem. Kljub temu da vrednostni papirji Fannie Mae in Freddie Mac niso direktno zavarovani s strani države, nudijo nižjo donosnost kot komercialne banke. Raziskave so namreč potrdile, da je na trgu uveljavljeno prepričanje, da bo vlada agencijam priskočila na pomoč v primeru morebitnih finančnih težav.

3.1.1.4. Vrednostni papirji zasebnih izdajateljev

Kot je že bilo omenjeno, se državna agencija Fannie Mae ukvarja z listinjenjem hipotekarnih posojil z najkvalitetnejšim zavarovanjem. Agenciji Freddie Mac in Fannie Mae omejujeta tveganje tako, da listinijo le hipotekarna posojila, ki izpolnjujejo določene pogoje (meja je določena z vrednostjo in lastnostmi, ki jih morajo posojila izpolnjevati). Ostala hipotekarna posojila, ki ne nosijo zavarovanja pred kreditnim tveganjem, so listinjena s strani zasebnih izdajateljev (Davidson et al., 2003, str. 75).

Najpogostejša oblika posojil, na podlagi katerih zasebni izdajatelji izdajajo vrednostne papirje, so posojila v visokih zneskih (ang. *jumbo loans*), ki so izdana posojilojemalcem z visoko boniteto. Pogosta so tudi gospodinjska posojila HEL (ang. *home equity loans*), na podlagi katerih se oblikuje paket za izdajo privatnih vrednostnih papirjev. Trg omenjenih posojil je zelo heterogen, saj ga sestavljajo hipotekarna posojila z visokim razmerjem vrednosti posojila glede na vrednost zastavljene nepremičnine LTV (ang. *loan-to-value ratio*), hipotekarna posojila, katerih posojilodajalec ima drugotno pravico do zaplembe, posojila, namenjena za oplemenitenje nepremičnine HIL (ang. *home improvement loans*) ter hipotekarna posojila drugotnega pomena. Trg HEL je predvsem osredotočen na posojila z višjo stopnjo tveganja, saj paket hipotekarnih posojil sestavljajo posojilojemalci z nižjo kreditno boniteto, najpogosteje označeno z oceno B, C, ali D (Davidson et al., 2003, str. 288).

3.1.2. Izvedeni instrumenti na podlagi listinjenja hipotekarnih posojil

V razvitem finančnem sistemu se pojavljajo potencialni investitorji, za katere ponudba ne zadostuje glede na njihove specifične potrebe tveganja in donosa obstoječega vrednostnega papirja. Z namenom razvoja trga hipotekarnih vrednostnih papirjev so ponudniki oblikovali

izvedene instrumente, ki približajo investiranje investitorjem s specifičnimi potrebami. CMO obveznice so odločilne v preoblikovanju denarnega toka iz hipotekarnih posojil v številne različice izvedenih instrumentov. Gre za idejo, da je mogoče vsak vrednostni papir oblikovati povsem v skladu z željeno strukturo denarnih tokov, ki naj bi jih ta instrument prinašal.

3.1.2.1. Sekundarno zavarovane hipotekarne obveznice

Finančniki z Wall Street-a so želeli ponuditi dodatno storitev in s tem možnost izbire investitorjem. S tem namenom je leta 1983 Freddie Mac izdal prve sekundarno zavarovane hipotekarne obveznice CMO (ang. *collateralised mortgage obligations*). CMO obveznico definiramo kot obveznico, katere donos je zavarovan z denarnim tokom paketa hipotekarnih posojil. Oblikovali so kratkoročne, srednjeročne in dolgoročne obveznice iz denarnega toka paketa (ang. *pool*) hipotekarnih posojil.

Denarni tok CMO obveznice sestavlja znesek izplačanih obresti in glavnice, zato poznamo določila o izplačilu glavnice (ang. *principal-pay type*) in obresti (ang. *interest-pay type*). Lastnosti posamezne CMO obveznice pa določajo dejanski denarni tok, ki je izplačan investitorju. Oblikovani so vrednostni papirji, katerih lastniki prejemajo le obresti ali le glavnico, ter vrednostni papirji, katerih lastniki prejemajo tako obresti kot glavnico (Davidson et al., 2003, str. 185).

Prav dejstvo, da imajo investitorji zelo različne potrebne in so pripravljeni plačati več za vrednostni papir, ki izpolnjuje njihove potrebe, botruje veliki uspešnosti CMO obveznic. To pa je tudi glavni razlog, ki ustvarja dodano vrednost CMO obveznicam.

3.1.2.1.1. Principal – pay types

Določila o izplačilu glavnice določajo, na kakšen način bo znesek glavnice razdeljen med različne razrede CMO obveznic. Za t. i. zaporedne obveznice (ang. *sequential bonds*) je značilno, da je lastnikom le-teh najprej izplačan znesek glavnice, pred poplačilom glavnice lastnikom drugih razredov obveznic. Sorazmerne obveznice (ang. *pro rata bonds*) so izplačane sočasno v fiksnem znesku (Davidson et al., 2003, str. 196).

3.1.2.1.1.1. Zaporedne obveznice

Prva oblika izdanih CMO obveznic so bile t. i. zaporedne obveznice (ang. *sequential bonds*), ki so bile oblikovane z namenom približati hipotekarne vrednostne papirje širšemu krogu investitorjev. Namen zaporednih obveznic je zmanjšati obdobje, v katerem se investitorju povrne glavnica.

Oblikovani so štiri razredi zaporednih obveznic, razred A, B, C in razred Z. Imetniki vrednostnih papirjev razreda A so prvi, ki jim je v celoti izplačan znesek glavnice. Ko so imetniki razreda A v celoti izplačani, se pričnejo izplačila investitorjem v obveznice razreda B, in ko so slednji v celoti izplačani, se pričnejo izplačila razredu C, ter za tem še izplačila

imetnikom obveznic Z. Glede na izplačila tako ločimo kratkoročne (razred A), srednjeročne in dolgoročne vrednostne papirje (razred C).

Za Z obveznice (ang. *accrual bonds*) je značilno, da investitor v začetnem obdobju ne prejema obresti, saj so le-te dodane k vrednosti glavnice, katere vrednost v začetnem obdobju zato narašča. V nasprotnem primeru pa vrednost glavnice razreda A pada od začetka, saj se najprej poplačajo imetniki obveznic razreda A. Zatem pričnejo padati vrednosti glavnice razredov B in C, po izplačilu denarnih tokov imetnikom obveznic predhodnega razreda.

Za kratkoročne vrednostne papirje je značilna nižja donosnost do dospelosti. Večji kot je znesek glavnice, ki ga prejmejo imetniki v kratkem časovnem obdobju, večja je tudi vrednost samega vrednostnega papirja. Omenjeni način doseganja dodane vrednosti je značilen za CMO obveznico razreda A (Davidson et al., 2003, str. 196).

3.1.2.1.1.2. Sorazmerne obveznice

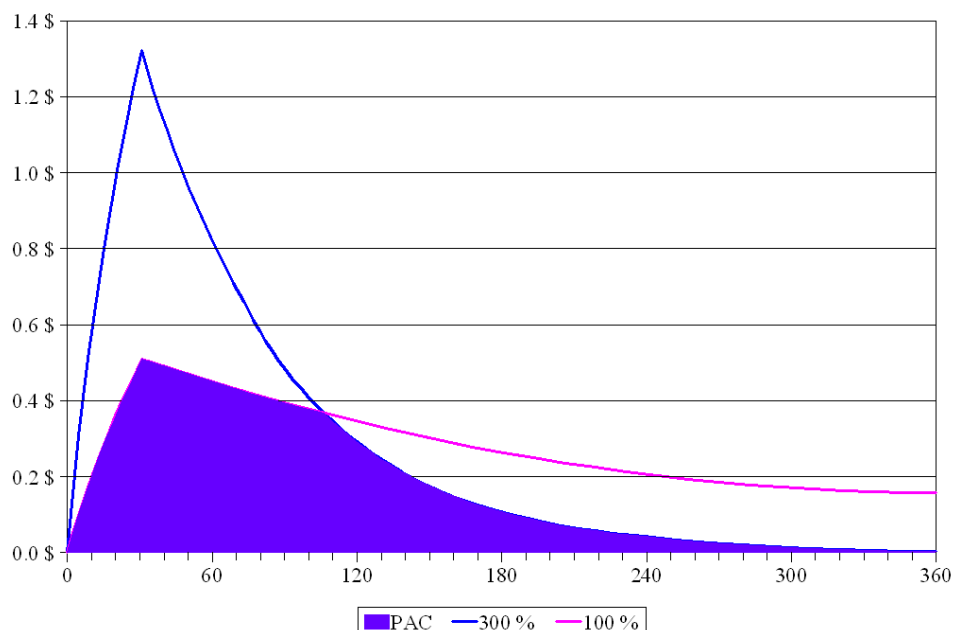
Lastniki sorazmernih (ang. *pro rata bonds*) obveznic prejemajo proporcionalne zneske izplačila glavnice. Tveganje uravnavajo z obrestno mero, ki je za posamezne vrednostne papirje različna. Kljub proporcionalnemu izplačilu glavnice so z različnimi obrestnimi merami oblikovani vrednostni papirji z različnimi lastnostmi, ki pritegnejo investitorje z različnimi potrebami (Davidson et al., 2003, str. 199).

3.1.2.1.1.3. Razporejene obveznice

Razporejene obveznice (ang. *scheduled bonds*) nudijo največjo gotovost prihodnjih denarnih tokov. Ena od oblik razporejenih obveznic so obveznice z načrtovano amortizacijo PACs (ang. *planned amortization classes*), ki investitorju prinašajo trajne denarne tokove v razponu stopenj tveganja predplačila. Značilnosti denarnega toka omogočajo visoko razpršenost tveganja predplačila ter stanovitne denarne tokove glede na ostale izvedene instrumente. Za doseganje trajnega denarnega toka PACs obveznic so bile oblikovane oporne obveznice (ang. *support bonds*), ki nosijo tveganje sprememb denarnega toka.

Razred PAC obveznic sestavlja t.i. razporejena in oporna obveznica. Denarni tok slednje se izplačuje istočasno z denarnim tokom PAC obveznice, vendar znesek izplačil variira v odvisnosti od hitrosti poplačila ter določil PAC obveznice. Tako v razmerah nizke hitrosti poplačila (PSA = 100 %) le PAC obveznice prejemajo izplačila glavnice, medtem ko so izplačila glavnice opornim obveznicam odložene, kar pa podaljša izplačilno obdobje oporne obveznice. Imetnikom opornih obveznic so izplačani višji zneski obresti.

Slika 2: Denarni tok (v mio \$) PAC obveznic skozi mesece 3-letnega obdobja



Vir: Davidson et al., 2003, str. 201.

PACs obveznice so izpostavljene tveganju v primeru zelo hitrih ali zelo upočasnenih predplačil. Iz slike 2 (na str. 16) je razvidno, da je za razmere hitrega poplačila (PSA = 300 %) za začetna obdobja značilen visok denarni tok iz paketa hipotekarnih posojil. Medtem ko je v primeru počasnega poplačila (PSA = 100 %) v istem obdobju na razpolago manjši denarni tok, ki pa nudi višji denarni tok v kasnejših obdobjih do dospelosti (Davidson et al., 2003, str. 201).

3.1.2.1.2. Interest – pay types

Določila o izplačilu obresti določajo znesek obresti, ki bo v določenem obdobju izplačan lastniku CMO obveznice. Omenjena določila so tesno povezana z določili o izplačilu glavnice, saj tako skupaj tvorijo številne različice vrednostnih papirjev.

Najpogostejša oblika so fiksna izplačila obresti. Investitor prejme fiksni odstotek obresti od razpoložljive glavnice. V primeru Z obveznice (ang. *accrual bond*) investitor v določenem začetnem obdobju ne prejema obresti. Obresti začetnega obdobja so namreč dodane k vrednosti glavnice, katere vrednost v začetnem obdobju tako narašča. Obresti s spremenljivo obrestno mero lastniku prinašajo donos, ki variira v odvisnosti na določen index (npr. LIBOR) in povečan za določen odstotek. Poznamo tudi obveznice z obratno spremenljivo obrestno mero (ang. *inverse floating rate bonds*), ki investitorju prinašajo donos glede na obratno vrednost indeksa (Davidson et al., 2003, str. 196).

3.1.2.1.3. PO in IO obveznice

Obveznice, ki imetnikom izplačujejo zgolj zneske glavnice PO (ang. *Principal Only*) ali le zneske obresti IO (*Interest Only*), so zelo občutljive, saj na njihovo vrednost pomembno vpliva tveganje predplačila.

Lastniki PO obveznic so ob nakupu vrednostnega papirja seznanjeni z vrednostjo denarnega toka, ki ga bodo prejeli. Tveganje se pojavlja skozi celotno obdobje do zapadlosti PO obveznice, saj izplačani denarni tok PO obveznice glede na predplačila variira. V primeru hitrega predplačila je tudi imetnik PO obveznice izplačan v začetnem obdobju. Glede na to, da PO obveznice imetniku ne doprinesejo dohodka v obliki obresti, je tržna vrednost omenjenih instrumentov nizka. V primeru, da se denarni tok investitru hitro povrne, pa tržna vrednost PO obveznice naraste. Na vrednost PO obveznice bistveno vpliva višina tržnih obrestnih mer ter obdobje predplačila, saj razmere nizkih obrestnih mer vodijo v predčasno poplačilo posojil in njihovo refinanciranje, kar pa pozitivno vpliva na vrednost PO obveznic.

Omenjene spremembe v finančnem okolju pa imajo drugačne učinke na IO vrednostne papirje. Imetniki IO obveznic namreč nimajo zagotovljenega denarnega toka. Znesek izplačanih obresti se oblikuje v odvisnosti od preostale glavnice. V obdobju predplačil se znesek glavnice zmanjšuje, s tem pa pada tudi znesek obresti, ki so jih deležni imetniki IO obveznic. Rastoče obrestne mere, ki upočasnijo predplačila, imajo pozitiven vpliv na vrednost IO obveznic, saj tako lastniki IO obveznic beležijo višji denarni pritok (Davidson et al., 2003, str. 206).

V obdobju razmeroma stabilnih obrestnih mer se pokaže posebnost IO in PO obveznic. Za obveznice, na vrednost katerih pozitivno vplivajo razmere naraščajočih obrestnih mer, je namreč značilen manjši donos. Nasproten učinek je razviden pri PO obveznicah, ki imajo v razmerah stabilnih obrestnih mer večji donos (Davidson et al., 2003, str. 278).

3.2. Modela hipotekarnih obveznic v Evropi

Hipotekarno bančništvo se je v Evropi razvilo v drugačni obliki, kot pa je to značilno za trg v ZDA. V Evropi večinoma ne poznajo državnih jamstev za izdane vrednostne papirje v okviru listinjenja. Za evropske države je tudi značilen vse prej ko sistematičen in zelo raznolik razvoj listinjenja, kar je po svoje razumljivo, saj v Evropi v nasprotju z ZDA ni nikakršne skupne zakonske podlage, ki bi pospeševala prodajo vrednostnih papirjev po celem kontinentu.

Razvila sta se dva modela, in sicer t. i. Model univerzalne banke ter Model specializirane hipotekarne banke. Ureditve se med seboj razlikujejo. Ena pomembnejših razlik temelji na načelu specialnosti, ki dovoljuje izdajo obveznic le hipotekarni banki. Najbolj znana primera specializiranih bank sta nemški in danski model, kjer je zakonodaja zelo stroga in ne dopušča, da bi kdor koli izdajal obveznice.

3.2.1. Specializirana hipotekarna banka

Hipotekarne banke so specializirane bančne kreditne ustanove s podeljenim privilegijem izdajanja hipotekarnih obveznic in dodeljevanja zavarovanih kreditov. Opravljajo posredniško vlogo med povpraševanjem po dolgoročnih kreditih na eni strani in na drugi ponudbo kapitala zasebnih vlagateljev, ki želijo svoj denar dolgoročno in varno naložiti.

Specializirane hipotekarne banke opravljajo dve vrsti glavnih poslov. Prvi glavni posel je sestavljen iz dodelitve kredita, ki je zavarovan z zemljiško zastavno pravico (aktivni posel), in izdaje obveznic na podlagi pridobljenih zemljiških zavarovanj (pasivni posel). Pasivni posel hipotekarne banke je opredeljen z izdajanjem obveznic na podlagi pridobljenih hipotek. Hipotekarne obveznice predstavljajo najpomembnejši instrument refinanciranja hipotekarnih bank. Z njihovo pomočjo se izvrši transformacija denarja, naložb iskanega kapitala malih varčevalcev v dolgoročne vire financiranja, predvsem v stanovanjske gradnje. Zaradi strogih določb veljajo hipotekarne obveznice kot ena izmed najvarnejših naložb.

Drugi glavni posel hipotekarnih bank je dodeljevanje kreditov domačim javno pravnim osebam in zavodom oziroma dodeljevanje kreditov drugim subjektom, za katere jamčijo javno pravne osebe ali zavodi, in na podlagi pridobljenih terjatev izdajanje obveznic. Terjatev zoper javno pravne subjekte je zavarovana s statusnim položajem tovrstnih subjektov, saj zanje jamči država. Razen navedenih poslov lahko hipotekarne banke opravljajo samo še nekatere posle, ki veljajo za manj rizične.

Pomembno je poznati načelo specialnosti, ki je značilno za hipotekarno banko pri opravljanju hipotekarnih poslov. Bistvo načela specialnosti je v tem, da naj upnik hipotekarne banke (investitor) nosi samo tista tveganja, ki izhajajo iz zakonsko dovoljenih poslov. Načelo ne zmanjšuje tveganja samo zaradi splošne prepovedi opravljanja poslov izven zakonsko določenega okvira, temveč tudi pri opravljanju poslov, ki jih zakon sicer dovoljuje.

Kredit namreč lahko banka dodeli le v primeru, ko so izpolnjeni vsi zakonsko določeni pogoji o zavarovanju kredita. Pogoji za dodelitev posojila morajo biti natančno opredeljeni. V večini držav so vsaj okvirno določeni v zakonih o hipotekarnih bankah. V nemški zakonodaji pa zakon vsebinsko ne določa pogojev za dodelitev posojila, zato so le-ti opredeljeni v posebni listini, ki se imenuje Zadolžnica. Za dodelitev posojila se mora dolžnik obvezno strinjati s pogoji, navedenimi v Zadolžnici. Zakonodaja zelo strogo določa posle, ki jih take institucije lahko opravljajo, stopnjo pokritja izdanih obveznic s hipotekarnimi krediti, postopke cenitve nepremičnin in druge dejavnike, ki vplivajo na varnost poslovanja ustanov (Petavs, 2002, str. 51).

Kljub trendu, ki prevladuje v evropskih državah o univerzalističnemu poslovanju bank, so hipotekarne banke ostale specializirane. Temeljni razlogi, s katerimi se utemeljuje upravičenost ločevanja hipotekarnih bank od drugih institucij, so:

- Narava dodeljevanja hipotekarnih kreditov je bistveno drugačna od dodeljevanja kreditov, ki so zavarovani s nepremičninami;

- Opravljanja drugih bančnih poslov bi lahko ogrozilo poslovanje hipotekarnih bank (omejevanje tveganja);
- Hipotekarne banke so pomemben del trga denarja in kapitala, zato obstoji javni interes nemotenega razvoja tega segmenta trga.

Z namenom zaščite investitorjev so hipotekarne banke omejene glede višine dodeljenega kredita. Skupna vsota v promet danih obveznic mora biti neprestano krita s hipotekami v najmanj enaki višini ter ne sme preseči šestdesetkratnega zneska jamstvenega kapitala banke. Ta del premoženja je v primeru stečaja rezerviran izključno za zahtevke imetnikov hipotekarnih obveznic. Le-ti imajo prednostno pravico do poplačila iz kritnega dela hipotekarne banke. Poleg tega pa banke potrebujejo še posebno dovoljenje pristojnega organa za izdajo hipotekarnih obveznic.

Za hipotekarne banke je značilno, da praviloma ne dajejo posojilojemalcu možnosti predčasne razveze posojilne pogodbe, imetniku hipotekarne obveznice pa ne možnosti zahtevati predčasne izpolnitve pravice iz hipotekarne obveznice. Z omenjenim načelom se poizkuša vzpostaviti skladnost med obema posloma. Za hipotekarno banko je namreč ključnega pomena, da ima ves čas na voljo ustrezna sredstva (likvidnost). Hipotekarna obveznica je obligacijski vrednostni papir, ki lastniku zagotavlja povrnitev sredstev vnaprej določenih rokov ali višini. Razen navedenega zahtevka lastnik obveznice praviloma nima nobenih drugih pravic do izdajatelja. Glavni pomen obveznic je njena prenosljivost.

Najbolj znani državi, ki sta oblikovali Specializirano hipotekarno banko sta Nemčija in Danska. V nemškem in avstrijskem sistemu "kolektivnega stanovanjskega varčevanja" so posojila neposredno vezana na hranilne vloge. Gradbene hranilnice sprejemajo depozite graditeljev ter jim kasneje dodelijo kredite za gradnjo, vendar datum odobritve ni vnaprej določen. Znesek terjatve, za katero jamči nepremičnina, ne sme presegati treh petin vrednosti nepremičnine. Druga značilnost pa je fiksna obrestna mera, neodvisna od tržne vrednosti denarja. Spodbujanje vlaganja sredstev ne pomeni zaslužka od obresti, temveč pričakovano kasnejše posojilo. Francoski sistem se od navedenega razlikuje le po tem, da omogoča vnaprejšnjo določitev datuma, ko bo posojilo varčevalcu na voljo.

Sistem, ki deluje na Danskem, je podeljevanje kreditov v naravi, kar pomeni, da kreditojemalec dobi obveznice, ki jih na svoj riziko s pomočjo borznega posrednika proda. V posamezni kreditni pogodbi je navedeno, s katerimi obveznicami je kredit financiran. Danska ureditev ne pozna posebnega kreditnega registra ali zaupnika, kontrola nad poslovanjem pa je vzpostavljena tako, da so predstavniki imetnikov obveznic člani nadzornega sveta. Ker se hipotekarno združenje ukvarja izključno z opisanimi posli, nima drugih upnikov kot imetnike obveznic. Terjatve imetnikov obveznic pa so zavarovane z lastnimi sredstvi združenja in garancijskega kapitala. Poleg tega pa je vzpostavljena tudi solidarna odgovornost kreditojemalcev in združenja za dolgove članov združenja.

Financiranje stanovanjskih nepremičnin v Veliki Britaniji je verjetno najmanj reguliran in najbolj tržno usmerjen finančni sistem (Mejač Krassnig, 1998, str. 9). Leta 1928 je bil pod vplivom države ustanovljen hipotekarnim bankam podoben institut Agricultural Mortgage Corporation. Posebna finančna organizacija podeljuje dolgoročne kmetijske kredite, ki se refinancirajo z izdajanjem obveznic. Gre za imenske obveznice z nespremenljivo obrestno mero, ki kotirajo na borzi. Izdani krediti pa se dodeljujejo za dobo do 40 let (Jaš, 2002, str. 24).

3.2.2. Model univerzalne banke

Poleg širše sprejetega Modela specializirane hipotekarne banke je poznan tudi Model univerzalne banke. V okviru slednjega lahko vse univerzalne banke zaprosijo za licenco za izdajo hipotekarnih obveznic. Potrebna so določila v okviru oblikovanega zakona, ki natančno določa pogoje za pridobitev licence in omogoča izdajanje hipotekarnih obveznic vsem univerzalnim bankam.

Univerzalna banka oblikuje posebni kritni sklad, katerega višina je enaka najmanj vsoti izdanih obveznic. Kritni sklad, ki je pod nadzorn skrbnika, je ločen od ostalega premoženja banke. Ločenost kritnega sklada od ostalega premoženja banke nudi varnost in zmanjšuje tveganje investitorjev v izdane obveznice. Tveganje, ki ga banka utрпи iz drugi bančnih poslov, tako ne vpliva na tveganje investitorjev v hipotekarne vrednostne papirje. Univerzalna banka loči standardne bančne posle od poslov hipotekarnega bančništva.

Kritni sklad nudi investitorjem v hipotekarne vrednostni papirje prednostni položaj. V primeru stečaja banke bodo imeli upniki hipotekarne obveznice prednost pri plačilu terjatev iz kritnega sklada. Glede na to, da so jamstva za poplačilo terjatev iz obveznice visoka in gre za razmeroma nizko tveganje, imajo hipotekarne obveznice relativno nižjo obrestno mero. Za banke predstavlja hipotekarna obveznica ugoden vir financiranja, zato lahko nudijo tudi ugodnejša stanovanjska posojila.

4. TVEGANJA, POVEZANA S HIPOTEKARNIMI VREDNOSTNIMI PAPIRJI, IN NJIHOVO OBVLADOVANJE

Kupci hipotekarnih vrednostnih papirjev so lastniki dolgorčnih vrednostnih papirjev, za katere poplačilo obresti in glavnice najpogosteje, predvsem v ZDA, jamčijo državne agencije. Poleg državnega jamstva pa zagotovilo za izplačilo pripadajočih obresti in glavnice investitorjem predstavljajo hipoteke. Kljub kakovostnemu zavarovanju so investitorji izpostavljeni določenim tveganjem, ki izvirajo predvsem iz sprememb v gospodarskem okolju. V četrtem sklopu je pozornost namenjena predvsem tveganju predplačila, ki so mu izpostavljeni investitorji, in dejavnikom, ki vplivajo nanj.

4.1. Tveganje predplačila

Vzroke za predplačila najpogosteje najdemo v spremenjenih okoliščinah posojilojemalca, v refinanciranju ali v nezmožnosti posojilojemalca poravnati svoje obveznosti. Posojilojemalec se namreč odloči za predplačilo, ko zamenja službo, zaradi poroke ali ločitve.

V razmerah padanja obrestnih mer se posojilojemalci pogosto odločijo za refinanciranje obstoječega kredita. Prvotni kredit predčasno poplačajo z najemom novega kredita po ugodnejši, nižji obrestni meri. Posojilojemalčeva nezmožnost poravnavanja obveznosti tehnično ni predplačilo, vendar ima za investitorja enake učinke. Investitorju v omenjenem primeru pripadajoči znesek izplača porok, ki je najpogosteje ena od državnih agencij Ginnie Mae, Fannie Mae ali Freddie Mac. Tudi v tem primeru je investitor izpostavljen tveganju, zato je ključnega pomena, da investira v vrednosti papir z državnim jamstvom. Investitor v hipotekarne vrednostne papirje zasebnih izdajateljev namreč ni deležen jamstva državne agencije (Davidson et al., 2003, str. 132).

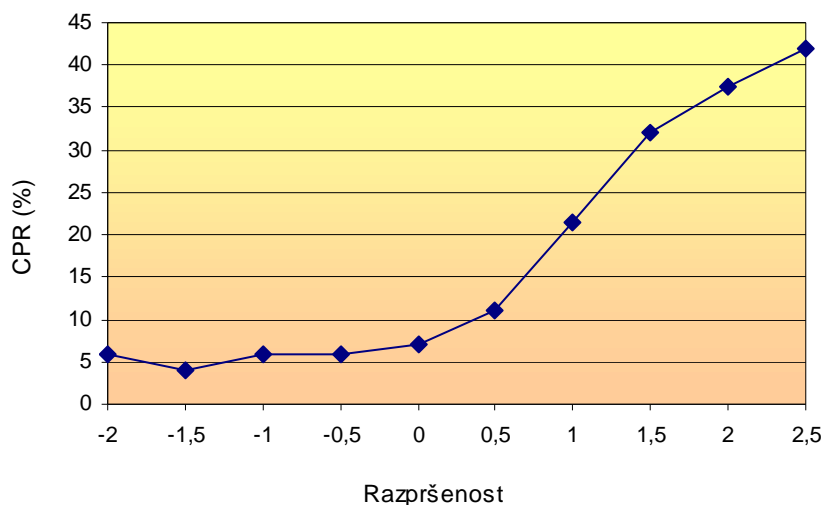
4.1.1. Dejavniki tveganja predplačila

CPR (Conditional prepayment rate) je kazalnik, ki v odstotkih odraža delež predplačanega zneska hipotekarnega kredita v enem letu. Vrednost kazalnika CPR ni možno predvideti le na osnovi izkušenj iz preteklosti, saj je le-ta odvisna od števila dejavnikov, ki so omenjeni v nadaljevanju.

4.1.1.1. Višina obrestnih mer (Interest-rate levels)

Višina tržnih obrestnih mer najpomembneje vpliva na verjetnost predplačila. V primeru padanja tržnih obrestnih mer se posojilojemalci pogosto odločijo za refinanciranje posojila. Za posojilojemalce je ugodnje predčasno poplačati obstoječe posojilo in najeti novo posojilo po nižji obrestni meri.

Slika 3: Vpliv spremembe obrestne mere na predplačilo (CPR)



Vir: Davidson et al., 2003, str. 137.

Iz slike 3 (na str. 21) je razviden omenjeni učinek. V primeru, ko obstaja pozitivna razlika med kuponsko obrestno mero posojila in trenutno ravniyo obrestnih mer, se veliko posojiljemalcev odloči za refinanciranje posojila, kar prikazuje tudi rast kazalnika predplačila. Z naraščanjem razlike med obrestnima merama, tudi kazalnik CPR vse hitreje raste. Nasprotno je v primeru, ko je razlika med obrestnima merama negativna in so za okolje značilne visoke obrestne mere ter je odstotek predplačanega zneska posojil relativno konstanten.

4.1.1.2. Dozorevanje

Dozorevanje (ang. *aging*) vpliva na gibanja kazalnika CPR, saj je predplačani delež v različnih obdobjih do dospelosti različen. Zanimivo je, da je delež predplačanega zneska v začetnih obdobjih trajanja posojil nizek in počasi narašča. Delež predplačanih posojil postopno narašča, vse dokler ne doseže najvišje točke kazalnika CPR, na kateri do dospelosti posojila stagnira. Opazna pa je razlika med posojili z nizko in visoko kuponsko obrestno mero, saj slednji hitreje dosežejo točko najvišjega deleža predplačanega zneska (ang. *peak CPR*), na kateri relativno stagnirajo do dospelosti posojila.

4.1.1.3. Iztrošenost

Pojav iztrošenosti (ang. *burnout*) se pojavi v razmerah padanja obrestnih mer. Na pojav iztrošenosti vplivajo poleg trenutno nizkih obrestnih mer tudi razmere v preteklosti, ki jih zaznamujejo nizke obrestne mere in visok kazalnik predplačil. Pojav odraža razmere nizkih obrestnih mer, kar posledično pomeni rast kazalnika predplačil in nato njegov padec, kljub temu da je raven obrestnih mer ostala konstantna. V primeru, da obrestne mere zopet padejo, se kazalnik predplačil ne bo povzpел na prvotno raven, zaradi pojava iztrošenosti.

Ko pride do prvega padca obrestnih mer, se najprej odločijo za refinanciranje posojiljemalci, ki so najbolj nagnjeni k refinanciranju. Ostali posojiljemalci bodo v primeru odločitve o refinanciranju soočeni z višjimi stroški refinanciranja, zato bo do predplačila prišlo počasneje, kot pa je značilno za prvo skupino posojiljemalcev. Za zadnjo skupino posojiljemalcev, ki ostanejo v paketu hipotekarnih posojil, je značilen visok prag predplačila. V takem primeru rečemo, da je paket hipotekarnih posojil iztrošen.

4.1.1.4. Sezonska komponenta

Zadnji dejavnik prikazuje tesno povezavo kazalca predplačil z dogajanjem na nepremičninskem trgu. Za predplačila je namreč značilna sezonska komponenta (ang. *seasonality*), saj je hitrost predplačil v poletnih mesecih bistveno večja kot v zimskih mesecih. Kazalec predplačil namreč hitro narašča v prvi polovici posameznega leta, predvsem v mesecu maju in juniju, in upade v drugi polovici leta. Sezonska komponenta pa ni značilna za odločitve o refinanciranju hipotekarnih posojil (Davidson et al., 2003, str. 136).

Poleg že navedenih dejavnikov na predplačila vpliva tudi dogajanje na trgu nepremičnin in krivulja donosnosti. Slabe ekonomske razmere, padanje cen nepremičnin in nezaposlenost so pomembni dejavniki, ki vplivajo na predplačila in jih zatirajo.

5. STANOVANJSKO FINANCIRANJE V SLOVENIJI

V svetu poznan sistem hipotekarnega bančništva v Sloveniji še ni doživel svojega razmaha. Na področju financiranja stanovanjske gradnje je država svojim državljanom priskočila na pomoč v okviru Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (v nadaljnjem besedilu NSVS). V nadaljevanju je predstavljen sistem varčevanja v okviru NSVS in možnost oblikovanja stanovanjskega posojila.

V svetu uveljavljen sistem hipotekarnega bančništva predstavlja kvalitetno reševanje stanovanjskega problema posamezne države. Osnova, ki je potrebna za uvedbo hipotekarnega bančništva pri nas kot dolgoročno rešitev stanovanjskega problema prebivalstva, se postopoma vzpostavlja. Gre za ureditev zemljiške knjige, ki naj bi predstavljala dejansko lastniško stanje nepremičnin, pri čemer veliko neskladje z dejanskimi razmerami predstavlja predsem v zemljiško knjigo nevpisana etažna lastnina. Potrebna je zakonska opredelitev hipotekarnih vrednostih papirjev ter pravic udeležencev sistema hipotekarnega bančništva. Poleg zakonske opredelitve samega posotopka pa so potrebne prilagoditve Zakona o izvršbi in zavarovanju, ki bi nudil varnost za investitorje v hipotekarne vrednostne papirje in posojilodajalcem omogočal učinkovitejše poplačilo v primeru neizpolnjevanja obveznosti posojilojemalca. Navedenim temeljem za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji je več pozornosti namenjene v drugem delu sklopa.

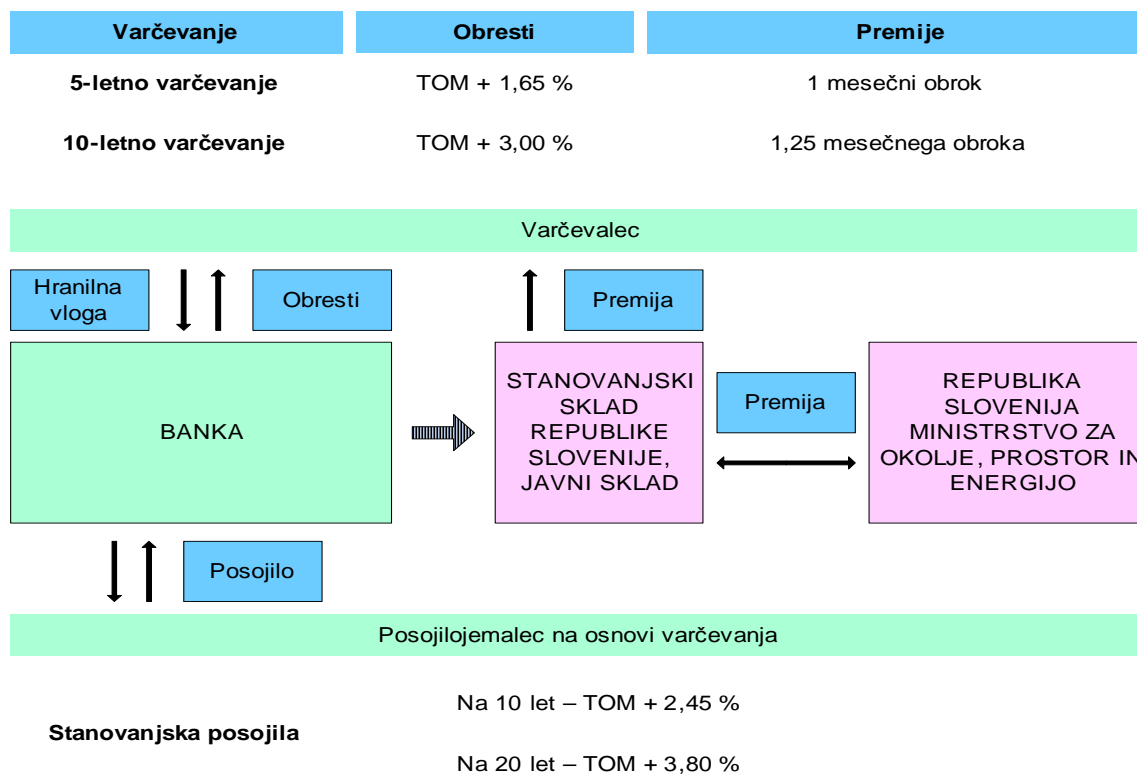
5.1. Nacionalna stanovanjska varčevalna shema

Z namenom spodbujanja varčevanja in oblikovanja dolgoročnih posojil, ki bodo pripomogla k reševanju stanovanjskega problema državljanov Slovenije, je država v sodelovanju s Stanovanjskim skladom Republike Slovenije (v nadaljnjem besedilu SSRS) oblikovala NSVS. V letu 1999 oblikovana shema ima namreč dvojno funkcijo. Po eni strani spodbuja varčevalce z dodeljevanjem državnih premij in po drugi strani nudi pravico do nizko obrestovanih bančnih dolgoročnih stanovanjskih posojil.

15. septembra 2000 je bil sprejet Zakon o nacionalni stanovanjski varčevalni shemi (v nadaljnjem besedilu ZNSVS), ki predpisuje obseg in pogoje varčevanja ter pravice do dolgoročnih stanovanjskih posojil. ZNSVS določa (ZNSVS, 2000, 2. člen):

- obseg varčevanja,
- pogoje varčevanja,
- višino in pogoje za premijo kot državno vzpodbudo za varčevanje,
- pogoje za uporabo pridobljenih posojil in premij iz prejšnje točke in
- pogoje stanovanjskega kreditiranja.

Slika 4: Nacionalna stanovanjska varčevalna shema



Vir: Spletna stran Stanovanjskega sklada Republike Slovenije, 2005.

Na podlagi javnega razpisa Stanovanjskega sklada Republike Slovenije banke pridobijo pravico za sklepanje varčevalnih pogodb. Pravice so razdeljene na 5-letne in 10-letne lote. Banke v dogovoru z varčevalcem oblikujejo 5- ali 10-letne pogodbe o varčevanju in opredelijo število lotov, ki bodo sestavljali mesečno vplačilo varčevalca. Banke imajo možnost preoblikovati pridobljene lote glede na povpraševanje varčevalcev. Loti so namreč med seboj zamenljivi v razmerju desetletni lot za petletni lot 1:1,25 oziroma petletni lot za desetletni lot v razmerju 1:0,8.

Zvestemu varčevalcu po preteku enega leta pripada premija. V okviru petletne varčevalne sheme predstavlja premija višino enega pogodbenega mesečnega obroka varčevanja oziroma v primeru desetletnega varčevanja višino 1,25 pogodbenega mesečnega obroka. V okviru ZNSVS premija predstavlja znesek, ki letno pripada varčevalcu v NSVS kot vzpodbuda za redno dolgoročno varčevanje. Gre za vzpodbudo s strani države, saj se sredstva za premije zagotavljajo iz Stanovanjskega sklada Republike Slovenije in državnega proračuna.

Poleg vzpodbude s strani države pa je varčevalec deležen še vzpodbude s strani banke v kateri varčuje. Banka varčevalcu mesečno obrestuje vplačila, in sicer po obrestni meri 1,65 % letno za petletno varčevanje oziroma po 3,00 % letni obrestni meri za desetletno varčevanje. Obresti so obračunane glede na zneske vplačil in pripisane premije. Po izteku varčevalne

pogodbe varčevalec prosto razpolaga s privarčevanimi sredstvi, ki poleg vplačil in pripadajočih premij vključujejo tudi pripisano revalorizacijo in obresti.

Po izteku varčevalne pogodbe nastopi druga pomembna funkcija NSVS, ki predstavlja možnost rednih varčevalcev v okviru NSVS, da oblikujejo ugodna dolgoročna stanovanjska posojila. Stanovanjski sklad Republike Slovenije varčevalcu, ki je redno varčeval in pridobil vse premije, izda potrdilo o izpolnitvi pogojev za pridobitev posojila. Varčevalec ima možnost v roku enega leta oblikovati posojilo v višini najmanj dvojnega zneska privarčevanih sredstev. Glede na obdobje varčevanja, je odplačilna doba za posojilo enaka dvojnemu številu let, to je 10 oziroma 20 let. Poleg ugodnosti dolgoročnega odplačevanja posojila so snovalci sheme oblikovali ugodnejše obrestne mere, kot so jih deležni ostali komitenti banke (nevarčevalci v okviru NSVS). Realna letna obrestna mera za posojilo na 10 let je določena na višino 2,45 % , ter 3,80 % za posojilo na 20 let.

Stanovanjska posojila v okviru NSVS so namenska posojila. Varčevalec mora zahtevati za pridobitev posojila priložiti dokaz, da bo sredstva iz posojila uporabil zgolj za navedene stanovanjske potrebe (ZNSVS, 2000, 34. člen):

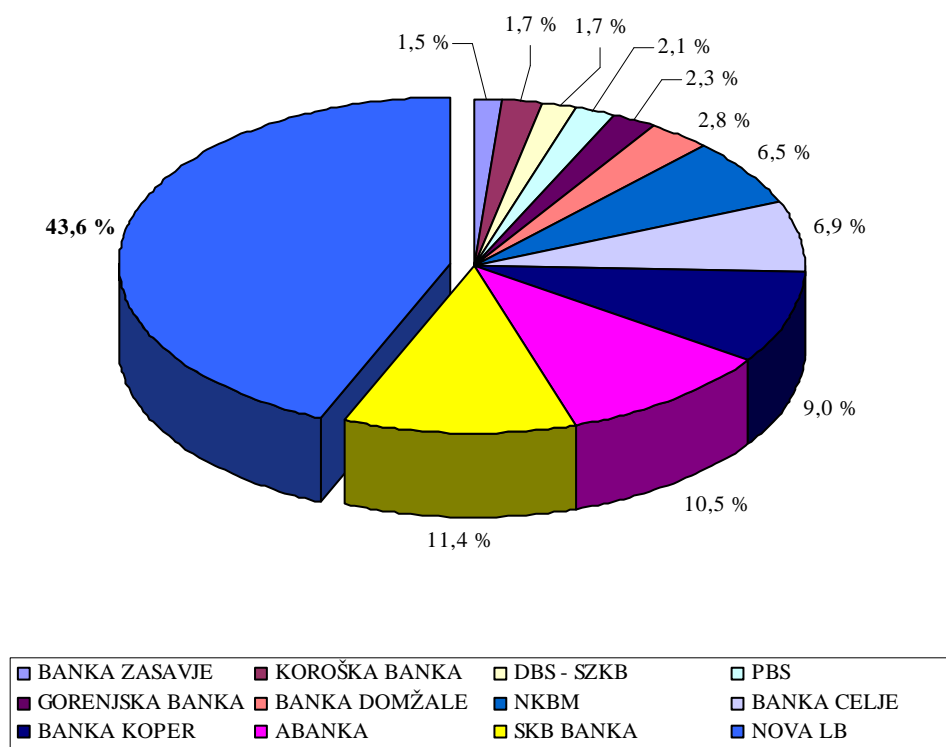
- nakup stanovanja ali stanovanjske hiše,
- gradnjo individualne stanovanjske hiše (tudi nadomestno gradnjo, nadzidavo ali dozidavo, izgradnjo podstrešnega stanovanja),
- rekonstrukcijo ali adaptacijo lastnega stanovanja ali stanovanjske hiše,
- nakup stavbnega zemljišča za gradnjo stanovanjske hiše,
- plačilo stroškov za opremljanje stavbnega zemljišča,
- plačilo odškodnine za spremembo namembnosti kmetijskega zemljišča v stavbno zemljišče,
- plačilo projektne dokumentacije,
- poplačilo že najetih posojil za namene, navedene v tem členu.

V primeru, da varčevalec po izteku varčevalne pogodbe ne izkoristi pravice do posojila, je banka dolžna Stanovanjskemu skladu Republike Slovenije vrniti znesek sredstev v višini plačanih premij. Banka za vsako leto izdela poročilo o izvajanju NSVS in ga posreduje Banki Slovenije. Stanovanjski sklad Republike Slovenije v sodelovanju z bankami vsako leto oblikuje poročilo o izvajanju NSVS in ga posreduje Vladi Republike Slovenije.

5.1.1. Odziv prebivalstva na NSVS

Banke in prebivalstvo so se z zanimanjem odzvali na novo obliko varčevanja. Prva varčevalna shema se je pričela v juliju leta 1999. Vrednost enega leta varčevanja je bila v prvem letu 10.000,00 SIT. Z vsakim novim varčevalnim letom se je vrednost leta revalorizirala, tako da je v petem letu znašal 13.700,00 SIT. Ob sklenitvi varčevalne pogodbe sta se banka in varčevalec dogovorila o številu lotov, ki bodo predstavljali mesečno vplačilo varčevalca, ter o varčevalni dobi.

Slika 5: Prikaz deleža (%) sklenjenih varčevalnih pogodb po bankah na dan 31.12.2004



Vir: Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 5.

Banke v Sloveniji so svoje komitente spodbudile k varčevanju v okviru nove sheme. Iz slike 5 (na str. 26) je namreč razvidno, da so številne banke na Slovenskem sodelovale pri sklepanju varčevalnih pogodb v okviru NSVS, razlikujejo pa se po deležu sklenjenih pogodb. Največji delež pripada Novi Ljubljanski banki, vendar je zanimiva tudi primerjava med sklenjenimi 5-letnimi in 10-letnimi varčevalnimi pogodbami. V NLB je bilo v obdobju petih varčevalnih shem oblikovanih 90,5 % varčevalnih pogodb za obdobje petih let in le 9,5 % desetletnih varčevalnih pogodb. Tudi gledano v celoti, je kar 88,6 % varčevalnih pogodb v NSVS sklenjenih za dobo 5 let (Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 5).

V okviru NSVS je bilo oblikovanih pet shem, prva julija 1999 in zadnja v letu 2003. Prva varčevalna shema je doživela največje zanimanje, saj je bilo oblikovanih 22.038 varčevalnih pogodb in razdeljenih 51.428 lotov. Iz tabele 1 (na str. 27) je razviden zanimiv trend upadanja povprečnega števila lotov na pogodbo. Varčevalci so namreč racionalni in se pogosteje odločajo za sklepanje večih varčevalnih pogodb z manjšimi zneski, kot pa za oblikovanje ene same pogodbe z višjim mesečnim vplačilom. V primeru nezmožnosti plačevanja celotnega zneska varčevanja lahko zmanjšajo mesečno obveznost s tem, da prekinijo eno izmed pogodb, na ostalih pa nadaljujejo z varčevanjem (Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 2).

Tabela 1: Število oblikovanih pogodb in dodeljenih lotov v NSVS po letih

Shema	Število pogodb	Število lotov	Povprečno število lotov na pogodbo
1999	22.038	51.428	2,3
2000	13.372	26.251	2,0
2001	14.093	25.639	1,8
2002	15.179	26.255	1,7
2003	16.521	28.210	1,7
Skupaj	81.203	157.783	1,9

Vir: Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 2.

5.1.1.1. Raziskava o varčevanju v NSVS

Prve petletne varčevalne pogodbe, ki so bile oblikovane v juliju 1999, so se iztekle v juliju 2004. Na osnovi varčevalcev iz prve iztečene petletne sheme lahko sklepamo na primernost varčevanja v NSVS za rešitev stanovanjskega problema. Povprečna varčevalna pogodba v prvi petletni shemi je bila sklenjena za 2,4 lota. Ob tej predpostavki in najemu posojila do katerega je varčevalec upravičen, je ob koncu varčevanja v juliju 2004, varčevalec razpolagal z zneskom v višini 6.882.00,00 SIT. Iz spodnje tabele pa je razvidno, koliko kvadratnih metrov stanovanja je lahko v juliju 2004 povprečni varčevalec kupil glede na ponujene cene stanovanj na trgu (Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 2).

Tabela 2: Kakšno velikost stanovanja lahko s privarčevanimi sredstvi in posojilom iz naslova NSVS kupi povprečni varčevalec, ki je julija 2004 zaključil petletno varčevanje v NSVS in izpolnil pogoje za pridobitev posojila

Lokacija	Cena v EVR na m ²	Velikost v m ² za privarčevana sredstva in posojilo
Ljubljana	1300	22,0
mestne občine	1150	25,0
izven mest	850	33,8

Vir: Poročilo o izvajanju NSVS v letu 2004, 2005, str. 2.

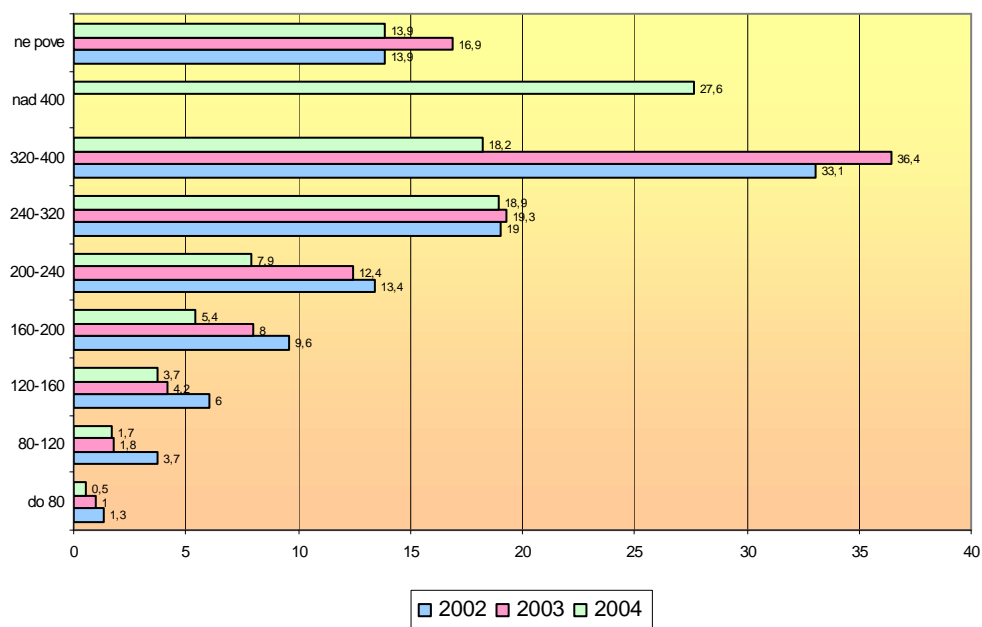
Skoraj polovica, in sicer 46,3 % varčevalcev v NSVS namerava kupiti, adaptirati oziroma graditi stanovanjske objekte v ljubljanski regiji. Dobra polovica varčevalcev (59,4 %) namerava kupiti nova stanovanja (Raziskava o varčevanju v NSVS, 2004, str. 3). Na podlagi načrtov varčevalcev in tabele 2 (na str. 27) sklepam, da povprečni varčevalec ne more rešiti stanovanjskega problema zgolj v okviru NSVS. Omenjeni sklep potrjuje tudi ugotovitev raziskave, da 78 % varčevalcev poleg varčevanja v NSVS še dodatno varčuje (Raziskava o varčevanju v NSVS, 2004, str. 13).

Prvotno funkcijo NSVS, povečanje dolgoročnega varčevanja, je država izvedla pozitivno. S strani države oblikovana shema je pozitivno vplivala na varčevanje državljanov Slovenije.

Varčevalna shema je dosegla komercialni uspeh in predstavlja priljubljeno obliko varčevanja, v okviru katere varčuje 70 tisoč varčevalcev. Sklep potrjuje tudi dejstvo, da je bilo v petih shemah oblikovanih 81.203 pogodb, loti pa so bili hitro razdeljeni. Vendar se je za varčevanje v okviru NSVS odločilo predvsem prebivalstvo, nagnjeno k varčevanju, saj je kar 70 % varčevalcev v NSVS varčevalo že pred pristopom k NSVS (Raziskava o varčevanju v NSVS, 2004, str. 14). Na podlagi rezultatov raziskave sklepam, da NSVS predstavlja obstoječim varčevalcem dodatno obliko varčevanja, medtem ko nima velikega vpliva na nevarčevalce, da bi jih privabila zgolj k varčevanju v okviru NSVS. Gospodinjstva namreč varčujejo ciljno, z namenom doseči privarčevano vsoto denarja za nakup trajnih dobrin. Obrestna mera je ključni dejavnik pri odločitvi o finančni naložbi, ne pa pri odločitvi o obsegu varčevanja.

Druga in ključna funkcija NSVS, ki naj bi reševala stanovanjski problem Slovencev, pa svoje funkcije ni opravila v zadovoljivi meri. Najprej se je izpostavila ugotovitev, da povprečnemu varčevalcu varčevanje v petletni shemi omogoča nakup skromnega stanovanja. V raziskavi se je 52 % varčevalcev opredelilo za zadovoljne s kakovostjo bivanja v času varčevanja v NSVS, kar potrjuje sklep, da v shemi prevladujejo varčevalci z že rešenim prvim stanovanjskim problemom. Varčevalci živijo v nadpovprečnih razmerah, saj jih več kot polovica (62 %) živi v trisobnem ali večsobnem stanovanju, medtem ko le 2,5 % varčevalcev živi v garsonjeri. Zanimiv pa je tudi rezultat, ki kaže, da je 60,7 % varčevalcev lastnikov ali solastnikov stanovanja, v katerem živijo (Raziskava o varčevanju v NSVS, 2004, str. 7).

Slika 6: Delež gospodinjestev v dohodkovnem razredu (v 1000 SIT) v obdobju treh let



Vir: Stanovanjski sklad Republike Slovenije, 2005.

Rezultati raziskave potrjujejo sklep, da gre v okviru NSVS za varčevalce, ki imajo prvi stanovanjski problem že rešen in nameravajo privarčevana sredstva uporabiti za obnovo stanovanja ali za nakup večjega stanovanja. Slika 6 (na str. 28) prikazuje sestavo varčevalcev

v shemi glede na dohodke gospodinjstva in potrjuje sklep, da država v okviru sheme subvencionira predvsem premožno prebivalstvo. Gre za fenomen davčnega mešanja (ang. *fiscal churning*), ki pomeni, da država hkrati jemlje in daje. Enak učinek bi država dosegla z znižanjem mejne dohodninske davčne stopnje v višjih razredih.

Za reševanje stanovanjskega problema v okviru sheme so pomembna tudi posojila, ki so ob snovanju sheme predstavljala ugodnejša posojila za varčevalce v okviru NSVS v primerjavi z drugimi posojili. V obdobju do izteka prve petletne sheme je liberalizacija finančnih tokov vplivala na znižanje realnih obrestnih mer. Bančna posojila so tako postala ugodnejša od posojil, ki jih ponuja država v okviru varčevalne sheme. Snovalci zakona očitno niso predvideli potrebe po usklajevanju posojilnih obrestnih mer s tržnimi obrestnimi merami. Neugoden vpliv na posojila v okviru NSVS predstavlja tudi dvig najvišjega zneska stanovanjskega posojila v bankah na 70 % vrednosti kupljenega stanovanja, kar je več, kot obljublajo pogoji varčevalne sheme (največ 66 %). Nekonkurenčna posojila v okviru NSVS, ki ne privabljajo varčevalcev, grede tudi v škodo bankam, ki morajo državi vrniti varčevalne premije, če se varčevalci ne odločijo za posojila (Polanec, 2004, str. 16).

Sklenem lahko, da država ne deluje uspešno pri spodbujanju varčevanja, saj nagrajuje predvsem bogate, ki bi jih lahko le davčno razbremenila. Finančna liberalizacija je spodbudila banke, da so ponudile pogoje za stanovanjska posojila, ki so blizu pogojem v Evropski uniji (EU), in s tem dokazala, da se državi ni treba vmešavati v finančne trge. Zato predlagam, da stanovanjski sklad v prihodnje svoja prizadevanja usmeri namesto v spodbujanje povpraševanja v spodbujanje ponudbe stanovanj.

Glede na dejstvo, da v tujini uspešno rešujejo stanovanjsko problematiko v okviru hipotekarnega bančništva, je smiselno, da tudi Slovenija postavi temelje za razvoj hipotekarnega bančništva. Za rešitev stanovanjskega problema je nujno potrebno povečati ponudbo stanovanj na tržni način. Poskus rešitve problema s strani države nam dokazano ni prinesel pričakovanih rezultatov. Oblikovana shema je vsekakor pozitiven prispevek k varčevanju, ne more pa zagotavljati temeljne in dolgoročne rešitve stanovanjskega financiranja v Sloveniji.

5.2. Razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji

V Sloveniji se vzpostavljajo temelji za razvoj hipotekarnega bančništva. More² izpostavlja tri glavne razloge za nerazvitost hipotekarnega bančništva v Sloveniji (Smrekar, 1998, str. 8):

- Osnovo za razvoj hipotekarnega bančništva predstavlja registracijski sistem vpisa lastnine nad nepremičnino in zastavnih pravic v zemljiško knjigo. Zemljiška knjiga ne odraža dejanskega stanja nepremičnin, še posebno ne pri etažni lastnini. Poleg tega pa

² Matej More je državni podsekretar Ministrstva za finance Republike Slovenije.

se predvsem banke pritožujejo nad dolgotrajnimi in dragimi vpisi zastavne pravice nad nepremičnino.

- Hipotekarni upnik ni primerno zaščiten za primer dolžnikove plačilne nesposobnosti. Oviro predstavlja dolgotrajen proces izvršbe na nepremičnini. Na Danskem denimo celoten proces, od začetka neplačevanja obveznosti do upnikovega poplačila iz nepremičnine, ni daljši od štirih mesecev. Postopek izvršbe nad nepremičnino je še bolj otežen v primeru, ko nepremičnina ni vpisana v zemljiško knjigo. Namreč Zakon o izvršilnem postopku, ki je začel veljati oktobra 1998, ni zahteval, da je nepremičnina, obremenjena z zastavno pravico, vpisana v zemljiški knjigi.
- Ne nazadnje nam manjka sekundarni trg hipotekarnih kreditov, ki bi omogočil uporabo dolgoročnih finančnih virov za potrebe stanovanjskega kreditiranja.

Omejitvene dejavnike razvoja lahko opredelimo kot ekonomske in zakonodajne. Ekonomski razlogi se nanašajo na obrestne mere in inflacijo. Banke so v začetku leta 1998 znižale realne obrestne mere, da bi postale primerljivejše s tujino, vendar je inflacija pomemben dejavnik, ki vpliva na višino odobrenega posojila. Glede na plačilno sposobnost prebivalstva je število komitentov, ki lahko s posojilom financirajo nepremičnino v deležu, višjem od 40 odstotkov, majhno. Banke pa niso sposobne nuditi kreditov z ugodnimi obrestnimi merami, saj nimajo na voljo dolgoročnih virov po ugodnih obrestnih merah.

Zakonodajno področje zajema bančno zakonodajo in neurejeno zemljiško knjigo. V Sloveniji potrebujemo predpise za vzpostavitev razmerij hipotekarnega bančništva, ki kupcem slovenskih hipotekarnih obveznic določajo položaj hipotekarnega upnika in zagotavljajo dodatna jamstva. Ažurna zemljiška knjiga dokazuje položaj hipotekarnega upnika, status le-te pa v Sloveniji šele pridobiva na veljavi. Za razvoj hipotekarnega bančništva je ključnega pomena zaupanje investitorjev v izplačila, ki izhajajo iz hipotekarnih vrednostnih papirjev (Mejač Krassnig, 1998, str. 9).

Kljub zakonodajnim in ekonomskim razlogom je pomembno oblikovanje varne naložbe. Izterjava zapadlih terjatev s prodajo nepremičnine predstavlja za posojilodajalca ključno tveganje, saj poleg nedorečene in dolgotrajne izvršbe zakon upniku ne nudi varosti. Dolžnik, ki ima v lasti zastavljeno in prodano nepremičnino, lahko obdrži stanovanjsko pravico in postane najemnik. Glede na dolžnikovo pravico, da postane najemnik, se zmanjša upnikova možnost ugodne prodaje nepremičnine, kar pa je tudi eden od razlogov za nezainteresiranost posojilodajalcev za zavarovanje posojil s hipoteko (Smrekar, 1998, str. 12).

5.2.1. Hipotekarna posojila v Sloveniji

S hipoteko zavarovana posojila predstavljajo osnovo za razvoj hipotekarnega bančništva. V Sloveniji srečujemo hipotekarno zavarovanje pri naložbah pravnih oseb in zasebnikov. Financiranje nepremičnin s hipotekarnimi posojili za prebivalstvo v Sloveniji še ni razvito, saj pravih hipotekarnih posojil, kot jih poznajo npr. v Nemčiji, še ne poznamo. V Sloveniji hipoteka predstavlja eno od oblik zavarovanja posojila, za katero veljajo enaki pogoji kot pri

drugih vrstah zavarovanj. Medtem ko v svetu banka ponudi hipotekarno posojilo v primeru, da je nepremičnina pod hipoteko toliko časa, dokler posojilojemalec ne odplača posojila (Jaš, 2002, str. 33).

Razmere v Sloveniji v preteklosti niso bile naklonjene razvoju hipotekarnega kreditiranja. Za razvitimi gospodarstvi zaostajamo, tako po deležu s hipotekami zavarovanih bančnih posojil in njihovi ročnosti (večina kreditov je z ročnostjo od pet do deset let), kot po povprečni višini kreditov (Petavs, 2002, str. 51). V EU, kjer je hipoteka najcenejše zavarovanje, je delež hipotekarnih posojil v celotni vrednosti izdanih posojil enak dvema tretjinama. V primerjavi z EU je delež hipotekarnih posojil v Sloveniji izredno majhen, kar je posledica privatizacije družbenih stanovanj, ki je bila v večini izpeljana brez posojil. Delež stanovanjskega financiranja pri nas obsega le 25 odstotkov trga posojil, medtem ko je v EU več kot 60-odstoten (Petavs, 2003, str. 46).

Hipoteka je zelo varna in priporočljiva oblika zavarovanja terjatve, vendar zahteva po zavarovanju plačila z zastavo nepremičnine v Sloveniji pomeni predvsem dobro selektivno pomagalo. Posojilojemalci se dobro zavedajo narave zastave nepremičnine, zato le-ta redko vodi do prodaje nepremičnine, saj je dolžnik postavljen pred dejstvo, zato skoraj vedno poravna zapadli dolg.

Oblikovanje hipotekanih kreditov tudi v Sloveniji pridobiva na pomenu, saj je bila do konca leta 2002 odobrena zgolj tretjina stanovanjskih posojil, zavarovanih s hipoteko, medtem ko je bila že v letu 2002 polovica na novo odobrenih posojil zavarovanih s hipoteko (Klapš, 2004, str. 24).

V obdobju priprav na hipotekarno bančno zakonodajo so bile med bankami izpeljane ankete z namenom odkriti dejansko stanje potreb po hipotekarnem kreditiranju v Sloveniji. Rezultati so pokazali na naraščajoče zanimanje komitentov slovenskih bank za hipotekarne kredite. V letu 1998 je bila v kvoti stanovanjskih posojil odobrena zgolj desetina posojil, zavarovanih z zastavo nepremičnine, medtem ko je skozi leta delež strmo naraščal. Leto pozneje so hipotekarna posojila predstavljala 16 % vseh stanovanjskih posojil, leta 2002 je delež narasel na 29,2 %, medtem ko se je delež v letu 2004 povzpел na 50 %. Ocene strokovnjakov nakazujejo, da bo delež hipotekarnih kreditov naraščal in se približal številkam, ki veljajo za razvite evropske države, kjer so stanovanjska posojila v večini primerov zavarovana zgolj s hipoteko. Gre za najcenejšo in najučinkovitejšo obliko zavarovanja v sistemih z urejeno zemljiško knjigo in dobro delujočim sistemom izvršbe (Vagaja, 2003, str. 24).

5.2.2. Temelji hipotekarnega bančništva v Sloveniji

Postopki izvršbe na nepremičninah, obremenjenih s hipoteko, so bili v preteklosti maloštevilni, kar prispeva k nedorečenosti samega postopka. Razlog za nedorečenost postopka izvršbe je moč razpoznati tudi v sistemu družbene lastnine, ki je onemogočal razvoj hipotekarnih kreditov. Hipoteka na nepremičnino v družbeni lasti namreč ni bila mogoča. Ob naraščajočem zanimanju za hipoteke kot obliki zavarovanja terjatve pa je nujno določeno

obdobje za oblikovanje sodne prakse in pridobitev izkušenj iz tega področja (Smrekar, 1998, str. 8).

Glede na naraščajoče zanimanje za oblikovanju hipotekarnih kreditov, tako s strani komitentov kot s strani bank, so v nadaljevanju predstavljeni temelji hipotekarnega bančništva, ki se v Sloveniji oblikujejo postopoma. Ključnega pomena za razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji je ažurna in dostopna zemljiška knjiga, dobro delujoč sistem izvršbe ter zakonska podlaga.

5.2.2.1. Informatizacija zemljiške knjige

Kot je bilo omenjeno v predhodnem tekstu, se pojavljajo težave predvsem zaradi neažurne zemljiške knjige, ki ne odraža dejanskega stanja nepremičnin. Največja neskladja so opažena predvsem pri vpisih etažne lastnine. Z namenom natančne opredelitve postopka vpisa v zemljiško knjigo in skrajšanja postopka vpisovanja se je oblikoval projekt modernizacije zemljiške knjige. Zahteve po vpisovanju nepremičnin v zemljiško knjigo, ki bodo vzpodbudile lastnike k vpisovanju, bodo postopoma odpravile nejasnosti glede vpisane etažne lastnine v zemljiško knjigo (Vagaja, 2003, str. 24).

Za razvoj hipotekarnega bančništva je urejena zemljiška knjiga ključnega pomena, saj le-ta ustvarja in ureja oziroma razvršča pravice na nepremičninah. Zemljiška knjiga opravlja dve vlogi. V zemljiški knjigi so pravna razmerja evidentirana, poleg tega pa vpis v zemljiško knjigo vpliva na nastanek, prenehanje ali spremembo pravic v zvezi z nepremičninami. Urejena zemljiška knjiga olajša in zavaruje promet z nepremičninami. Nepremičnina, vpisana v zemljiško knjigo, ovrže vse dvome o morebitni obremenjenosti nepremičnine s hipoteko. Morebitna hipoteka na vpisani nepremičnini je natančno zabeležena v zemljiški knjigi (list C) (Štirn, 1999, str. 16).

Projekt modernizacije zemljiške knjige vključuje tudi oblikovanje elektronske zemljiške knjige, ki vsem občanom omogoča enostaven dostop do podatkov o nepremičnini. Uporabnik lahko z oddaljenim elektronskim dostopom pridobi izpisek, na katerem je navedeno, da gre za vpogled. Vpogledni dokument nudi uporabniku ključne informacije o nepremičnini, ne more pa ga uporabljati kot uradni dokument v nepremičninskih poslih. Poleg omenjenega dokumenta lahko uporabnik poda zahtevek za izdajo overjenga izpiska iz zemljiške knjige. Overjeni izpisek predstavlja uradni dokument za sodelovanje v nepremičninskih poslih.

Storitvi se razlikujeta tudi v obliki, v kateri ju prejmemo. Pri oddaljenem elektronskem dostopu uporabnik dobi izpisek preko računalnika, medtem ko je overjeni izpisek poslan uporabniku po pošti. Pomembna je tudi dodatna storitev, ki je na voljo preko vpoglednih računalnikov na vseh slovenskih sodiščih. Gre za brezplačni elektronski vpogled, ki uporabniku omogoča pridobitev izpiska vpoglednega dokumenta brez pravnoformalne veljave (Opravili v petih minutah, 2005, str. 32).

Informatizacija zemljiške knjige je pomemben korak k postavitvi temeljev za razvoj hipotekarnega bančništva. Enostaven in hiter dostop do ključnih podatkov o stanju in obremenjenosti nepremičnine, poveča varnost in približa uporabnike k nepremičninskim poslom. Določila zemljiške knjige so povezana z Zakonom o izvršbi in zavarovanju. Pravno varnost kupcev nepremičnin povečujejo določila, ki zahtevajo, da je z zastavno pravico obremenjena nepremičnina vpisana v zemljiško knjigo.

5.2.2.2. Zakon o izvršbi in zavarovanju

Izvršilni postopek je procesno dejanje, ki s pomočjo državnih prisilnih sredstev vzpostavi med dolžnikom in upnikom takšno zunanje stanje, kakršno ima upnik pravico zahtevati na podlagi izvršilnega naslova oziroma omogoči bodočo izvršitev upnikove terjatve. Določila Zakona o izvršbi in zavarovanju ključno vplivajo na varnost upnika. Za hitrejši razvoj hipotekarnega bančništva so pomembna zakonodajna določila, ki upniku zagotavljajo izplačilo dogovorjenih zneskov, ki izhajajo iz statusa posojilodajalca ali investitorja v hipotekarni vrednostni papir (Štirn, 1999, str. 2).

Za izpolnitev obveznosti mora hipotekarni dolžnik razpolagati z nepremičnino. Dolžnik lahko izpolni svoje obveznosti iz zastavne pogodbe le, če je sam lastnik nepremičnine, ki je vpisana v zemljiško knjigo. Obveznost se poravna s prodajo stvari in zastavni upnik ne more pridobiti nepremičnine v svojo last. Slovenski zakon varuje dolžnika pred lahkomiselnimi zavezami pri sklepanju hipoteke. V tem smislu veljata dve prepovedi (Klemenec, 1998, str. 4):

- *lex commissoria* - Prepovedan je dogovor, da bo zastavljena stvar pripadala upniku, če dolžnik dolga ne bo poplačal. Obveznost se namreč lahko poravna le s prodajo stvari in zastavni upnik ne more pridobiti nepremičnine, obremenjene z zastavno pravico v svojo last. Dolžnik namreč ne dolguje nepremičnine, ampak je dolžan dopustiti, da se nepremičnina proda in poplača terjatev iz kupnine. Dogovor, v katerem bi si hipotekarni upnik v primeru neizpolnjene obveznosti izgovoril pravico prenosa lastninske pravice nase, je ničen;
- *pactum antichreticum* - Prepovedan je dogovor, da lahko upnik izkorišča dolžnikovo nepremičnino.

Zakon o izvršbi in zavarovanju določa izvršilni postopek, ki ga sestavljata dve fazi:

- Faza dovolitve izvršbe - dovolilni del se začne s predlogom za izvršbo in se praviloma konča s pravnomočnostjo sklepa o izvršbi;
- Faza oprave izvršbe - se praviloma začne takoj po izdaji sklepa o izvršbi in še pred njegovo pravnomočnostjo, vendar upnik ne more biti poplačan pred pravnomočnostjo. Ko je izvršba opravljena ali pa je iz kakršnih koli razlogov ustavljena, je končana tudi faza oprave izvršbe in s tem je konec tudi izvršilnega postopka (Volk, 2000, str. 35).

5.2.2.2.1. Dovolilni del

Za vložitev predloga za izvršbo je legitimen le upnik, označen v izvršilnem postopku. Ob vložitvi predloga za izvršbo mora upnik plačati sodno takso, saj v nasprotnem primeru sodišče ne bo nadaljevalo postopka. Sklep o izvršbi je potrebno vročiti dolžniku osebno, kar pa lahko podaljša proces. Pravne osebe so sicer zabeležene v sodnem registru, ki je javna knjiga, težje pa je pridobiti podatke o stalnem bivališču fizične osebe. Podatki fizičnih oseb so vpisani v Centralnem registru prebivalstva, ki pa omogoča dostop le zakonsko pooblaščenim uporabnikom. Upniki, ki želijo vložiti predlog za izvršbo, torej ne morejo pridobiti podatkov o prebivališču dolžnika (Volk, 2000, str. 37).

Ko sodišče odloča o predlogu za izvršbo, lahko izda sklep s katerim delno ali v celoti zavrže predlog ali pa s sklepom delno ali v celoti ugodi predlogu za izvršbo. S pravnomočnim sklepom o izvršbi se zaključi dovolilni del in prične druga faza. Med izvršilnim postopkom ima upnik pravico v celoti ali delno umakniti predlog za izvršbo in v tem obsegu sodišče tudi ustavi izvršbo. Ker sodišče izvršbo ustavi, mora hkrati razveljaviti opravljena izvršilna dejanja, v kolikor niso s tem prizadete pridobljene pravice drugih oseb. Upnik, ki je predlog za izvršbo umaknil, ga lahko kadar koli vloži ponovno.

5.2.2.2.2. Izvršilni del – izvršba

Sklep o izvršbi na podlagi verodostojne listine vsebuje poleg podatkov, ki so navedeni na predlogu za izvršbo, tudi kondemnatorni (obsodilni) del, v katerem sodišče naloži dolžniku, da v osmih dneh po vročitvi sklepa plača terjatev skupaj z odmerjenimi stroški. S poplačilom terjatve pa sodišče hkrati dovoli tudi izvršbo.

Sklep o izvršbi mora vsebovati podroben pravni poduk. Dolžnika mora poučiti o pravici do vložitve ugovora in o roku za ugovor. Pravni poduk mora vsebovati opozorilo, v katerem dolžnika poduči, da mora v ugovoru navesti dejstva s katerimi ga utemeljuje, in predložiti dokaze, sicer se ugovor šteje kot neutemeljen (Volk, 2000, str. 125).

5.2.2.2.2.1. Izvršba na nepremičnine

Upniki, ki za izterjavo svoje denarne terjatve predlagajo izvršbo na nepremičnine, lahko pričakujejo dolgotrajni proces. Bistvena novost Zakona o izvršbi in zavarovanju je nesuspendivnost sklepov sodišča, predvidenih do prodaje nepremičnine. Sodišče lahko vrednost nepremičnine ugotavlja pred pravnomočnostjo sklepa o izvršbi in takoj po ugotovitvi vrednosti nepremičnine izda odredbo o prodaji. Le ko se nepremičnina prodaja, morata biti oba sklepa pravnomočna.

Pomembno je skrajšati postopek do prodaje nepremičnine. Hipoteka predstavlja v Sloveniji dobro selektivno pomagalo, saj ko dolžnik prejme odredbo o prodaji svoje nepremičnine, najpogosteje poravna svoje obveznosti. V nekaterih primerih pa se z upnikom dogovori o obročnem odplačevanju, za ta čas pa upnik predlaga odlog izvršbe. Na ta način je postopek

zelo učinkovito in hitro končan, upnik je hitro poplačan, dolžnik pa rešen dolga. Hiter potek postopka do prodaje preprečuje možnost dolžnika, da bi med samim postopkom nepremičnino prodal dobrovernemu kupcu. Samovoljne prodaje so namreč pogoste pri nepremičninah, ki niso vpisane v zemljiško knjigo (Volk, 2000, str. 309).

Postopek izvršbe na nepremičnino se izpelje s štirimi izvršilnimi dejanji, ki so predstavljena v naslednjih točkah naloge. Gre za relativno dolg in zapleten postopek, saj mora sodišče po pravnomočnosti sklepa o izvršbi izdati še najmanj sedem sklepov. Izvršbe s prodajo nepremičnin ni mogoče opraviti prej kot v poldrugem letu, seveda ob pogoju, da (Štirn, 1999, str. 17):

- se dolžnik ne pritoži niti na en sklep,
- se ne izmika vročitvi,
- se vsaj na drugi dražbi pojavi kupec nepremičnin.

5.2.2.2.1.1. Zaznamba sklepa o izvršbi v zemljiški knjigi

Zastavna pravica je pravica upnika, ki jo ima na nepremičnini dolžnika, da se lahko poplača s prodajo zastavljene nepremičnine, v primeru, če dolžnik svojega dolga ne bo poravnal. Z zaznambo pridobi upnik poplačilno pravico, ki ima glede poplačila enake učinke kot zastavna pravica. Na nepremičnini vknjižena zastavna pravica ugasne z dnem, ko postane sklep o izročitvi nepremičnine kupcu pravnomočen, ne glede na to, ali so bili zastavni upniki poplačani.

V primeru, ko nepremičnina ni vpisana v zemljiško knjigo, lahko izključno sodišče opravi narok, na katerem zarubi nepremičnino. Namesto zaznambe sklepa o izvršbi v zemljiški knjigi, opravi rubež nepremičnine in na narok povabi upnika, dolžnika ter mejaše. Zapisnik o rubežu ima pomen zaznambe izvršbe in mora biti razglašen na sodni deski in objavljen v Uradnem listu RS (Volk, 2000, str. 314).

5.2.2.2.1.2. Ugotovitev vrednosti nepremičnine

Sodišče prične ugotavljati vrednost nepremičnine že pred pravnomočnostjo sklepa o izvršbi. Zakon predpisuje obvezno cenitev izvedenca, ki ga sodišče postavi s sklepom (zoper ta sklep ni pritožbe) in z nalogo, da izdela cenitev nepremičnine po njeni tržni ceni, na dan cinitve. Na podlagi cinitve izvedenca in ob upoštevanju dejstva, da je nepremičnina manj vredna, ker obstajajo na njej tudi po prodaji določene pravice, sodišče izdela sklep o vrednosti nepremičnine. Zoper sklep se lahko pritoži vsak, ki ima pravico biti poplačan iz kupnine. V primeru, da se vrednost nepremičnine po cinitvi bistveno spremeni, lahko stranka vložiti predlog, za ponovno cenitev nepremičnine. Vnovično vrednost določa sodišče z odredbo, zoper katero ni pritožbe (Volk, 2000, str. 318).

5.2.2.2.1.3. Prodaja nepremičnine

Najmanj trideset dni pred datumom prodaje sodišče na oglasni deski odredi datum, način in pogoje prodaje nepremičnine. Nepremičnina se načeloma proda na ustni javni dražbi, vendar se lahko stranke sporazumejo, da bo nepremičnina prodana z neposredno pogodbo preko pravne osebe za promet z nepremičninami. V nobenem primeru pa ne more biti kupec nepremičnine dolžnik, sodnik ali kdo drug, ki sodeluje pri prodaji.

Za udeležbo javne dražbe morajo udeleženci vplačati varščino, ki znaša desetino ugotovljene vrednosti nepremičnine. Te sta oproščena upnik (ki je predlagal izvršbo) in zastavni upnik, v primeru da terjatvi dosegata varščino. Na prvi dražbi se nepremičnina ne sme prodati pod ocenjeno vrednostjo. V primeru, da nepremičnina ni bila prodana na prvi dražbi, sodišče narok preloži za najmanj trideset dni. Na drugi dražbi se nepremičnina lahko proda za polovico ocenjene vrednosti. Stranke in zastavni upniki imajo možnost, da se kadar koli s posebno izjavo sporazumejo za nižjo ceno nepremičnine, kot je predvidena v dražbenih pogojih. V primeru, da tudi na drugem prodajnem naroku ne pride do prodaje, dovoli sodišče še tretjo dražbo, vendar le na upnikov predlog, ki pa ga mora upnik vložiti najkasneje v šestih mesecih od dneva dražbe. V primeru, da nepremičnine ni bilo mogoče prodati, upnik obdrži zastavno pravico na nepremičnini.

Sodišče ima pravico ustaviti izvršbo v naslednjih primerih (Volk, 2000, str. 322):

- nepremičnina ni bila prodana na drugem naroku, upnik pa ni predlagal še ene prodaje,
- nepremičnina ni bila prodana niti na tretjem prodajnem naroku,
- pri prodaji z neposredno pogodbo nepremičnine ni bilo mogoče prodati v roku, za katerega so se sporazumele stranke in zastavni upniki.

5.2.2.2.1.4. Poplačilo upnika po opravljenem razdelitvenem naroku

Upniki se poplačajo po pravnomočnosti sklepa o izročitvi nepremičnine kupcu, ko je opravljen razdelitveni narok in po pravnomočnosti sklepa o poplačilu. Sodišče oblikuje sklep o poplačilu, v katerem upošteva stanje iz spisov in zemljiške knjige ter stanje, ki ga je ugotovilo na razdelitvenem naroku. Pri razdelitvi kupnine se upoštevajo terjatve, glede katerih je postal sklep o izvršbi pravnomočen. Ostale terjatev so poplačane kasneje iz preostanka kupnine. V primeru preostanka kupnine po poplačilu vseh upnikov se le-ta vrne dolžniku. Upnik, ki ima pravico biti poplačan iz kupnine, ne pa dolžnik, lahko najkasneje na razdelitvenem naroku izpodbija terjatev drugega upnika, njeno višino in vrstni red.

Izvršbo z izpraznitvijo in izročitvijo nepremičnine je mogoče opraviti po preteku osmih dni od dneva, ko je bil dolžniku vročen sklep o izvršbi. Dolžniku je na ta način omogočeno, da prostovoljno izprazni nepremičnino. Na podlagi prodaje pridobljena kupnina mora biti izplačana najkasneje v šestih mesecih od dneva prodaje.

Kljub pravnomočnemu sklepu o izvršbi si lahko dolžnik pridobi določene pravice na prodanem stanovanju. Dolžnik, ki kot lastnik stanuje v prodani nepremičnini, ima pravico

stanovati v nepremičnini še tri leta od dneva prodaje. Predlog, da bo svojo pravico izkoristil, mora vložiti v 60 dneh od prejema sklepa o izvršbi. Sodišče mora v primeru, ko dolžnik pridobi najemno pravico, določiti, kdaj se je dolžnik dolžan izseliti. Najemnik mora kupcu nepremičnine plačevati najemnino za profitno stanovanje.

Dolžnik nima pravice ostati v prodani nepremičnini, v primeru da (Volk, 2000, str. 320):

- Upnikova terjatev izvira iz naslova posojila, vzetega za gradnjo oziroma nakup družinske stanovanjske hiše ali stanovanja;
- Upnikova terjatev je bila zavarovana s pogodbeno zastavno pravico (hipoteko) na tej hiši oziroma stanovaju.

5.2.2.2.2. Pravna sredstva

Po določilih o stvarni pristojnosti sodišč so v izvršilnih zadevah in za opravljanje izvršbe pristojna okrajna sodišča. V izvršilnem postopku odloča na prvi stopnji sodnik - posameznik. O pritožbah zoper odločbe, ki jih izdajajo izvršilni sodniki, odločajo višja sodišča. Sistem pravnih sredstev je vzpostavljen tako, da bi se z njim strankam izvršilnega postopka zagotavljala pravna varnost s tem, da se v to odločbo ne more posegati. Ugovor je prvo pravno sredstvo, ki je na razpolago dolžniku, in ko izčrpa še to pravno možnost, lahko še vloži pritožbo. Takšno sosledje omogoča dolžniku, da izvršilne postopke z vlaganjem pravnih sredstev zavlačuje (Volk, 1998, str. 41).

5.2.2.2.2.1. Pritožba

Zoper vse sklepe na prvi stopnji je mogoče v roku osmih dni od vročitve sklepa vložiti pritožbo. Sodišče prve stopnje pošlje pritožbo skupaj z vsemi spisi na višje sodišče. Pritožba je redno pravno sredstvo, ki načeloma ne zadrži postopka, vendar kljub temu vodi do zastoja v postopku, vse dokler se potrebna dokumentacija ne vrne z višjega sodišča

Pritožbo je mogoče vložiti iz razlogov, določenih v Zakonu o pravdnem postopku (Zakon o pravdnem postopku, 1999, 338. člen) (Volk, 2000, str. 157):

- zaradi bistvene kršitve določb izvršilnega postopka in pravnega postopka glede določb, ki se smiselno uporabljajo v izvršilnem postopku,
- zaradi zmotne in nepopolne ugotovitve dejanskega stanja,
- zaradi zmotne uporabe materialnega prava.

5.2.2.2.2.2. Ugovor dolžnika

Ugovor je redno pravno sredstvo, ki ga najpogosteje vlagajo dolžniki, ki poravnajo terjatev šele po izdaji sklepa o izvršbi. Tako kot pritožba tudi ugovor načeloma ne odloži izvršbe, ki se začne še pred pravnomočnostjo sklepa o izvršbi, vendar upnik ne more biti poplačan pred pravnomočnostjo sklepa o izvršbi.

V primeru ugovora dolžnika mora le-ta obrazložiti ugovor, in sicer tako, da navede dejstva, s katerimi ga utemeljuje, in predloži dokaze, sicer se ugovor šteje kot neutemeljen. V primeru, ko dolžnik že v prvi fazi vloži ugovor zoper sklep o izvršbi, mora sodišče izdati sklep o ugovoru in šele po pravnomočnosti sklepa lahko nadaljuje z izvršbo. Glede na to, da ima sklep o izvršbi dva dela, v prvem je dolžniku naloženo, da plača terjatev, v drugem pa je dovoljena izvršba, ima dolžnik pravzaprav tri možnosti, da izpodbija sklep o izvršbi. Dolžnik lahko v celoti izpodbija sklep o izvršbi, lahko izpodbija sklep o izvršbi v kondemnatornem delu ali pa le v delu, v katerem je dovoljena izvršba (Volk, 2000, str. 157).

5.2.2.2.2.3. Ugovor tretjega

Izjemoma lahko pravno sredstvo vloži tudi nekdo, ki sicer ni stranka v postopku. Najpogosteje je ugovor tretjega naperjen zgolj proti izvršilnemu delu - izvršbi, saj tretji izkazuje za verjetno, da ima glede predmeta izvršbe pravico, ki preprečuje izvršbo. Tretji lahko ugovor vloži vse do konca izvršilnega postopka.

Tudi ugovor tretjega ne zadrži postopka, zato bo sodišče postopek nadaljevalo. Če je tretji z ugovorom izkazoval in uveljavljal lastninsko pravico na določenem predmetu, ki je bil zarubljen, se lahko zgodi, da bo ta predmet prodan, preden bo rešen ugovor tretjega. Zato v primerih, ko tretji želi svoj predmet dobiti nazaj v naravi, hkrati z ugovorom vloži še predlog za odlog izvršbe. V primeru, da sodišče ugodi predlogu za odlog izvršbe, bo predmet na voljo do pravnomočne rešitve njegovega ugovora oziroma pravde (Volk, 2000, str. 212).

5.2.2.2.3. Odlog izvršbe

Odlog izvršbe je zastoj v izvršilnem postopku, ki pa se navezuje izključno na drugo fazo. Izvršba je lahko odložena na predlog upnika, dolžnika ali tretje osebe v postopku, nikoli pa sodišče ne odloži izvršbe po uradni dolžnosti. Kadar odlog izvršbe predlaga upnik, sodišče takemu predlogu vedno ugoditi, v primeru, da se izvršba še ni začela oziroma se je že začela in se dolžnik strinja z odlogom. Največkrat pa predlog za odlog izvršbe vloži dolžnik z namenom zavlačevanja postopka. Da bo sodišče dolžnikovemu predlogu za odlog izvršbe ugodilo, mora dolžnik izkazati za verjetno, da bo z izvršbo pretrpel znatnejšo škodo. Omenjeni pogoj mora biti izpolnjen tudi v primeru odloga na predlog tretjega.

Izvršbo je mogoče odložiti v celoti ali deloma. Delna odložitve izvršbe je primerna, npr. kadar predlog za odlog izvršbe vloži tretji samo glede določenega predmeta. Sodišče lahko delno odloži izvršbo tudi glede posameznih izvršilnih dejanj z drugimi izvršilnimi dejanji pa izvršbo nadaljuje (npr. nadaljuje rubež in cenitev premičnin, odloži pa prodajo premičnin in poplačilo upnika) (Volk, 2000, str. 232).

5.2.2.3. Predlog zakona o hipotekarnih obveznicah

Razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji zahteva natančno opredelitev postopkov in prednostnega položaja hipotekarnega upnika. Nujno je potrebno oblikovati zakonsko podlago,

ki bo spodbudila zanimanje investitorjev za nove naložbe. V Sloveniji se pripravlja Zakon o hipotekarnih obveznicah, ki bo določal zakonsko podlago, vendar bi glede na načrte že moral biti v veljavi.

Osnutek Zakona o hipotekarnem kreditiranju je bil predstavljen bankam leta 2002. Najpomembnejša je sistemska ureditev hipotekarne obveznice, katere oblikovanje zahteva zakonsko urejena jamstva. Zakon podrobno ureja pravila v zvezi s kritim premoženjem tako, da so primerljiva z evropsko ureditvijo na tem področju. Gre za krito premoženje, sestavljeno iz stanovanjskih posojil, zavarovanih s hipoteko. Osnutek zakona določa tudi prednostni položaj hipotekarnega upnika v primeru stečaja izdajatelja hipotekarne obveznice. Oboje predstavlja varnost za imetnike hipotekarnih obveznic, zaradi česar so vlagatelji pripravljeni kupovati tovrstne vrednostne papirje, tudi z daljšimi ročnostmi in relativno nižjim donosom (Vagaja, 2003, str. 24).

Zakon o hipotekarnem kreditiranju določa stroge varnostne pogoje pri izdaji hipotekarnih obveznic. Za natančno evidenco mora biti oblikovan kritni register pri vsaki banki, ki bo opravljala storitev izdajanja hipotekarnih in obveznic. Posojila, ki predstavljajo jamstvo za izdane obveznice, so zabeležena v kritnem registru. Preizkušeni cenilec oceni vrednost nepremičnine, namenjene za zavarovanje na osnovi dolgoročnega trajnostnega vidika nepremičnine. Oblikuje se kreditna vrednost nepremičnine. S tem postane hipotekarna obveznica zelo varen vrednostni dokument. V primeru stečaja izdajatelja se premoženje, vpisano v kritni register, izloči iz stečajne mase in je namenjeno nadaljnjemu, nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic (Vagaja, 2003, str. 4).

5.3. Financiranje stanovanjske gradnje v Sloveniji

Kot že navedeno, tudi pri nas večina mladih družin ni sposobna v celoti sama financirati gradnje hiše ali nakupa stanovanja. V začetku četrtega sklopa je predstavljena s strani države oblikovana shema, katere namen je spodbujanje varčevanja in nagrajevanje varčevanja z ugodnimi posojili uspešnim varčevalcem. Ob samem začetku je bila shema precej dobro zastavljena, vendar so morali snovalci po izteku prve petletne sheme svoja pričakovanja znižati. NSVS je bila ob nastanku precej dobra, sedaj pa bi jo morali posodobiti oziroma ustanoviti hipotekarne banke.

Država je v okviru NSVS spodbudno vplivala na povečanje varčevanja, vendar se je predvsem povečalo varčevanje varčevalcev z že rešenim stanovanjskim problemom. Na drugi strani pa ugodnejši krediti, ki so bili sprva mišljeni kot nagrada rednim varčevalcem, ob izteku prve varčevane sheme niso predstavljali bistvene prednosti. Zaradi padca obrestnih mer so imeli potencialni posojilojemlci, ki niso varčevali v okviru NSVS, enakovredne možnosti za oblikovanje stanovanjskih posojil kot varčevalci v shemi.

Glede na to, da poskus rešitve stanovanjskega problema s strani države ni prinesel pričakovanih rezultatov, je smiselno rešiti problem na tržni način. Potrebna je zadostna količina dolgoročnih kreditov, ki bi bili na voljo državljanom za reševanje stanovanjskega

problema. Kredit mora biti za kreditojemalca dokaj ugoden, da ne ogroža njegovih dohodkov. Po drugi strani pa so potrebna tudi zakonska določila, ki predstavljajo varno naložbo za kreditodajalca (banko). Slovenija po zgledu tujih držav postavlja temelje za razvoj hipotekarnega bančništva (Zajec, 1997, str. 34).

V drugem delu četrtega sklopa diplomskega dela so opredeljeni temelji, ki jih Slovenija postopno vzpostavlja z namenom uvedbe hipotekarnega bančništva. Ključno vprašanje, ki pa se za enkrat še ni razrešilo, je, ali naj na trg vstopi samo ena ali največ dve banki, ki bi izdajali hipotekarne obveznice in to brez posredovanja pretočnih institucij. Drugo rešitev pa predstavlja večje število bank, ki bi odobravale hipotekarna posojila in bi ta posojila listinila s pomočjo posebnih pretočnih institucij.

Glede na razmere v Sloveniji bi bilo smotno razmisliti tudi o nemškem modelu, ki mu sledi večina držav na prehodu. Potrebna je določena razvitost kapitalskega trga, še zlasti trga z obveznicami, ki je v Sloveniji glede na število obveznic in promet razmeroma šibek. Po drugi strani pa imamo osnovno infrastrukturo (borzo, KDD, nadzornika, zakonodajo) in vse več institucionalnih vlagateljev (pokojninske družbe). Hipotekarne obveznice so varen vrednostni papir, zato bi pomembno vlogo predstavljale tudi investitorjem, saj bi le-ti lahko del denarja naložili tudi doma (Petavs, 2002, str. 51).

V Nemčiji se je oblikoval trg zastavnih pisem, ki jih izdajajo hipotekarne banke in javno pravne kreditne institucije. Gre za standardne bančne obveznice z nespremenljivo obrestno mero, ki uživajo visoko boniteto. Imetniki zastavnih pisem imajo namreč v primeru stečaja banke prednostno pravico za poplačilo svojih terjatev iz posojil, ki predstavljajo zavarovanje. Hipotekarno zastavno pismo je zavarovano s hipotekarnimi posojili, danimi privatnim osebam in obrtnikom. V primeru javnega zastavnega pisma pa je le-to zavarovano s posojili javnemu sektorju. K večji varnosti investitorja pa je bistveno pripomogla tudi nemška država. Država namreč določa stroge predpise in določila postopka izdajanja zastavnih pisem ter izvaja stalen nadzor izdajateljev (Fabozzi, 2004, str. 206).

Zastavno pismo je standardizirani vrednostni papir, zato je razlika med bankami izdajateljicami, bodisi velikimi bodisi malimi, nepomembna. Prednosti so predvsem nacionalnega pomena. Investitorji vlagajo svoja sredstva varno in po ugodnih obrestnih merah, posojilojemalci pa imajo možnost pridobiti posojila po stalnih pogojih in nižjih obrestnih merah, kot v drugih bankah.

Investitorje privlači predvsem visoka kvaliteta in višja donosnost zastavnih pisem, v primerjavi s podobnimi manj tveganimi vrednostnimi papirji. Investitorji najpogosteje držijo zastavna pisma do zapadlosti, vendar imajo možnost le-te kadar koli prodati na večini nemških borz (Mejač Krassnig, 1996, str. 65).

Glede na lastnosti zastavnih pisem, ki govore v prid njihove enkratnosti in neprimerljivosti, bi bilo smotno značilnosti nemškega modela uvesti v Sloveniji. Pri nas nimamo na voljo

neodvisne organizacije za vrednotenje vrednostnih papirjev, ki bi podajala svoje mnenje o tveganju in boniteti posameznega vrednostnega papirja, zato bi bila uvedba standardiziranega vrednostnega papirja primerna odločitev. Z namenom uravnavanja tveganja so banke, kot izdajatelji, pod stalnim nadzorom finančne oblasti, ki spremlja delovanja bank in njihovo izpolnjevanje strogih zakonskih določil. Oblikovanje vrednostnega papirja z nespremenljivo zapadlostjo in nespremenljivo obrestno mero bi omogočilo enostavno trgovanje. Ne glede na izdajatelja, bi se z vrednostnim papirjem trgovalo pod enakimi pogoji. Država bi s svojo regulacijo vplivala na večjo varnost hipotekarnega vrednostnega papirja, katerega varnost bi bila primerljiva z varnostjo državnega vrednostnega papirja.

Z vidika varnosti investitorja je ključnega pomena tveganje predčasnega odplačila posojil, ki mu je lahko izpostavljen. V okviru oblikovanja hipotekarnega bančništva v Sloveniji po nemškem zgledu bi investitorju bilo prihranjeno tveganje predčasnega odplačila posojil. Skrb za tržno ceno in likvidnost vrednostnega papirja pa bi bila dodeljena banki izdajateljici.

Z oblikovanjem hipotekarnega bančništva po nemškem zgledu bi investitorji pridobili likviden vrednostni papir, ki ga po varnosti lahko enačimo z državnim vrednostnim papirjem. Posojilojemalcem pa bi bila omogočena pot do ugodnejših posojil po stalnih pogojih.

6. SKLEP

Trg nepremičnin predstavlja v razvitejših državah pomemben segment kapitalskega trga, ki deluje na podlagi tržnih principov. Država s svojo podporo spodbuja njegovo delovanje in razvoj, predvsem z vidika zagotavljanja varnosti oziroma likvidnosti investicij.

Trg nepremičnin v Sloveniji že dalj časa odraža neskladje med ponudbo in povpraševanjem. Predvsem mladim, prvim iskalcem zaposlitve, je onemogočena pot do lastnega stanovanja ali hiše. Država je pomoč ponudila v okviru Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme (NSVS), ki je ob snovanju pozitivno vplivala na varčevanje prebivalstva, vendar varčevalcem ob izteku ni omogočila rešitve stanovanjskega problema. NSVS je k varčevanju vzpodbudila predvsem prebivalstvo z že izoblikovanimi varčevalnimi navadami. Poleg tega pridobljena sredstva večine varčevalcev v NSVS niso zadostovala za rešitev stanovanjskega problema.

Glede na učinkovitost reševanja stanovanjske problematike v svetu je mogoče sklepati, da bi uvedba hipotekarnega bančništva v Sloveniji omogočila dolgoročno rešitev. S strani države oblikovana shema je sicer imela določene pozitivne vplive, sedaj pa je potrebno oblikovati sodobnejše načine reševanja stanovanjskega problema oziroma ustanoviti hipotekarne banke.

S strani hipotekarnih bank izdani vrednostni papirji omogočajo investitorjem, da svoja sredstva naložijo varno in po tveganju primernih stopnjah donosa. Nove oblike vrednostnih papirjev vplivajo na razvoj kapitalskega trga in nudijo razpršitev premoženja investitorjev v okviru domačih naložb. Po drugi strani pa so posojilojemalcem na voljo posojila po nižjih

obrestnih merah in stalnih pogojih, ki jim omogočajo pot do rešitve stanovanjskega problema. Aktivnosti na stanovanjskem področju tudi pozitivno vplivajo na razvoj trga nepremičnin.

V Sloveniji je potrebno vzpodbuditi postopke ureditve temeljev za uvedbo hipotekarnega bančništva. Za zagotavljanje temeljnih informacij o dejanskem stanju na trgu nepremičnin je potrebno dosledno urediti zemljiško knjigo. Poleg ažurne zemljiške knjige, pa je ključnega pomena sprejem ustrezne zakonske podlage, ki bo določala razmerja med udeleženci in investitorjem podeljevala prednostno vlogo pri izplačilu pripadajočih zneskov, iz naslova hipotekarnih vrednostnih papirjev.

Sklenem lahko, da je razvoj hipotekarnega bančništva v Sloveniji prava pot k reševanju stanovanjskega problema, k večji likvidnosti bank, razvoju kapitalskega trga ter naklonjenosti domačih investitorjev vlaganju v domače vrednostne papirje. Trg vrednostnih papirjev je v Sloveniji še relativno mlad, obstajajo pa tudi vsebinske in tehnične ovire, ki bankam in potencialnim izdajateljem v začetnem obdobju omogočajo uporabo enostavnejših struktur listinjenja. Potrebno je daljše časovno obdobje, ki bo pokazalo pot razvoja hipotekarnega bančništva v določeni državi in zgradilo zaupanje.

LITERATURA

1. Cirman Andreja et al.: Poslovanje z nepremičninami. Zapiski predavanj. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 128 str.
2. Cirman Andreja: Slovenske sanje: lastno stanovanje. Delo, Ljubljana, 03. 01. 2004, str. 20.
3. Čok Mitja: Creating a Mortgage System in Slovenia. Delovni zvezek. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 28 str.
4. Davidson Andrew et al.: Securitization: structuring and investment analysis. Hoboken : J.Wiley, cop., 2003. XVIII, 557 str.
5. Fabozzi Frank J.: Bond Markets, Analysis, and Strategies. 5. izdaja. New Jersey : Prentice Hall, 2004. 670 str.
6. Furlani Amadeja: Hipoteka kot zavarovanje kredita. Diplomaska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 47 str.
7. Hribar Janina: Upravniki – vestni gospodarji. Dnevnik, Ljubljana, 07. 03. 2002, str. 31.
8. Jaš Jurij: Hipoteka in Hipotekarne banke. Diplomaska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 41 str.
9. Juhart Miha: Zavarovanje in utrditev obveznosti. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 303 str.
10. Klapš Srečko: Dilema o hipotekarni obveznici ali banki. Finance, Ljubljana, 13. 04. 2004, str. 24.
11. Klemenec Klara: Hipoteka in hipotekarni krediti. Diplomaska naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 21 str.
12. Mejač Krassnig Alenka: Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 105 str.
13. Mejač Krassnig Alenka: Financiranje nepremičnin. Finance, Ljubljana, 22.04.1998, str. 9.
14. Petavs Stane: Jalovi podvigi stanovanjskih financ. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 51.
15. Petavs Stane: Večja posojila je najbolje zavarovati s hipoteko. Finance, Ljubljana, 30. 06. 2003, str. 46.
16. Polanec Sašo: Varčevalna šema. Finance, Ljubljana, 13. 04. 2004, str. 16.
17. Povšič Sabrina, Vuković Vesna: Najprej evidence, potem tudi hipoteke. Finance, Ljubljana, 25. 05. 2000, str. 56.
18. Ribič Mirjana: Ni modna muha, je potreba. Dnevnik, Ljubljana, 26. 07. 2002, str. 19.
19. Smrekar Tanja: Seznam hipotek bo na notarski zbornici. Finance, Ljubljana, 30. 10. 1998, str. 8.
20. Smrekar Tanja: Podjetja in nepremičnine: Tveganje hipoteke je na strani bank. Finance, Ljubljana, 12. 06. 1998a, str. 12.

21. Svilan Sibil: Vrednostni papirji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.
22. Svobljak Mitja: Investiranje v nepremičnine. Diplomski naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 52 str.
23. Štirn Jana: Izvršba na nepremičnine. Diplomski naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 32 str.
24. Toni Tomaž: Zavarovanje posojil: Hipoteke so zakon. Finance, Ljubljana, 05. 10. 2000, str. 42.
25. Vagaja Aleksandra: Povpraševanje po hipotekarnih posojilih bo raslo. Finance, Ljubljana, 30. 09. 2003, str. 24.
26. Vagaja Aleksandra: Hipotekarna obveznica bo varna naložba. Finance, Ljubljana, 30. 10. 2003a, str. 4.
27. Volk Dida: Zakon o izvršbi in zavarovanju s strokovnim predgovorom. Radovljica : Skriptorij KA, 1998. 179 str.
28. Volk Dida: Izvršba in zavarovanje. Ljubljana : Odin, 2000. 657 str.
29. Weiss Monika: Majava prihodnost hipotekarne obveznice. Finance, Ljubljana, 29. 06. 2004, str. 16.
30. Zajec Lidija: Listinjenje. Diplomski naloga. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 55 str.

VIRI

1. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005. 95 str.
2. Opravili v petih minutah. Ljubljana : Finance, 03.10.2005. str. 32.
3. Poročilo o izvajanju Nacionalne stanovanjske varčevalne sheme v letu 2004. Ljubljana : Stanovanjski sklad Republike Slovenije, 2005. 9 str.
4. Raziskava o varčevanju v Nacionalni stanovanjski varčevalni shemi. Ljubljana : Stanovanjski sklad Republike Slovenije, 2004. 47 str.
5. Spletna stran Stanovanjskega sklada Republike Slovenije.
[URL: <http://www.stanovanjskisklad-rs.si>], 15. 8. 2005.
6. Stanovanjsko varčevanje – pogoji NSVS (Uradni list RS, št. 86/2000).
7. Zakon o Nacionalni stanovanjski varčevalni shemi (Uradni list RS, št. 86/2000).
8. Zakon o zemljiški knjigi (Uradni list RS, št. 69/2004).

SLOVAR UPORABLJENIH PREVODOV

adjustable rate mortgages (ARM) - hipotekarno posojilo s spremenljivo obrestno mero
annual percentage (APR) - letne obresti
collateralized mortgage obligations (CMO) - sekundarno zavarovane hipotekarne obveznosti
conditional prepayment rate (CPR) - letni delež predplačila
constant amortizing mortgages (CAM) - hipotekarno posojilo s stalno amortizacijo
constant interest mortgages (CIM) - hipotekarno posojilo s stalnim zneskom obresti
constant payment mortgages (CPM) - hipotekarno posojilo s stalno anuiteto
default risk - kreditno tveganje
down payment - začetni, gotovinski polog
Farmer Home Administration (FMHA) - Uprava za kmetijska poslopja
Federal Housing Administration (FHA) - Zvezna stanovanjska uprava
foreclosure - postopek zaplenitve in prodaje premoženja
loan to value ratio (LTV) - delež posojila glede na tržno vrednost zastavljene lastnine
mortgage - hipoteka
mortgage pool - skupek hipotekarnih posojil
mortgage backed securities (MBS) - hipotekarne obveznice
pass-through securities - pretočne obveznice
reverse annuity mortgages (RAM) - hipotekarno posojilo s poplačilom iz nepremičnine
securitization - listinjenje, zavarovanje premoženja
shared-appreciation mortgages (SAM) - hipotekarno posojilo z udeležbo posojilodajalca v vrednosti nepremičnine
single monthly mortality (SMM) - mesečni delež predplačila
Veterans Administration (VA) - Veteranska uprava

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

NSVS - Nacionalna stanovanjska varčevalna shema
SSRS - Stanovanjski sklad Republike Slovenije
ZIZ - Zakon o izvršbi in zavarovanju
ZNSVS - Zakon o Nacionalni stanovanjski varčevalni shemi