

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**MIROSLAV MESARIĆ**



UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**HIPOTEKARNI VREDNOSTNI PAPIRJI**

Ljubljana, maj 2012

MIROSLAV MESARIĆ

## **IZJAVA O AVTORSTVU**

Spodaj podpisani Miroslav Mesarić, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Hipotekarni vrednostni papirji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Andrejo Cirman.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

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

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 LISTINJENJE IN HIPOTEKARNI VREDNOSTNI PAPIRJI</b> .....	<b>2</b>
1.1 PREMOŽENJE, KI SE UPORABI PRI TRADICIONALNEM LISTINJENJU, IN VREDNOSTNI PAPIRJI, KI PRI TEM NASTANEJO .....	6
1.2 PREMOŽENJE, KI SE UPORABI PRI BILANČNEM LISTINJENJU, IN VREDNOSTNI PAPIRJI, KI PRI TEM NASTANEJO .....	8
1.3 HIPOTEKARNA POSOJILA .....	10
1.4 HIPOTEKARNI VREDNOSTNI PAPIRJI .....	11
<b>2 HIPOTEKARNO ZAVAROVANI VREDNOSTNI PAPIRJI</b> .....	<b>13</b>
2.1 MODEL IN UDELEŽENCI TRADICIONALNEGA LISTINJENJA HIPOTEKARNIH POSOJIL .....	15
2.1.1 Prednosti tradicionalnega listinjenja za posojilodajalce .....	17
2.1.2 Prednosti s tradicionalnim listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev za vlagatelje ..	17
2.2 VLADNE AGENCIJE IN NJIHOVA VLOGA V ZDRUŽENIH DRŽAVAH AMERIKE .....	18
2.3 HIPOTEKARNE PRETOČNE OBVEZNICE .....	20
2.4 HIPOTEKARNE NEPRETOČNE OBVEZNICE .....	22
2.5 STRIP HIPOTEKARNO ZAVAROVANI VREDNOSTNI PAPIRJI .....	25
2.6 VREDNOSTNI PAPIRJI, ZAVAROVANI S KOMERCIALNIMI HIPOTEKARNIMI POSOJILI .....	26
<b>3 HIPOTEKARNO KRITIE OBVEZNICE</b> .....	<b>28</b>
3.1 TEMELJNE ZNAČILNOSTI KRITIH OBVEZNIC, KOT JIH DOLOČAJO PRI EVROPSKEM SVETU ZA KRITIE OBVEZNICE .....	28
3.2 DIREKTIVA UCITS .....	30
3.3 DIREKTIVA CRD .....	30
3.4 DELITVE KRITIH OBVEZNIC .....	31
3.5 MODELI IZDAJANJA KRITIH OBVEZNIC V EVROPI .....	32
3.5.1 Prednosti za posojilodajalce (izdajatelje) .....	35
3.5.2 Prednosti kritih obveznic za vlagatelje .....	36
3.6 KRITNO PREMOŽENJE .....	36
3.7 »JUMBO« KRITIE OBVEZNICE .....	37
<b>4 PRIMERJAVA HIPOTEKARNO ZAVAROVANIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN HIPOTEKARNO KRITIH OBVEZNIC</b> .....	<b>38</b>
<b>SKLEP</b> .....	<b>40</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>43</b>

## KAZALO SLIK

Slika 1: Proces listinjenja .....	3
Slika 2: Razvrstitev ABS-jev v širšem pomenu besede .....	7

Slika 3: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova MBS-jev ob koncu leta 2010 v Združenih državah Amerike in Evropi v milijardah EUR.....	12
Slika 4: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic glede na vrsto kritnega premoženja ob koncu leta 2010 v Združenih državah Amerike in Evropi v milijardah EUR .....	12
Slika 5: MBS-ji v Združenih državah Amerike .....	14
Slika 6: Tradicionalno listinjenje hipotekarnih posojil .....	16
Slika 7: Oblikovanje MPTS-jev .....	20
Slika 8: Učinek predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil na denarni tok, ki se razdeljuje med imetnike MPTS-jev .....	21
Slika 9: Izdajatelj kritih obveznic je specializirana družba za financiranje .....	33
Slika 10: Izdajatelj kritih obveznic je specializirana kreditna institucija (banka), katere status določa zakon .....	33
Slika 11: Izdajatelj kritih obveznic je univerzalna kreditna institucija (banka).....	34
Slika 12: Izdajatelj kritih obveznic je kreditna institucija (banka), ki za ločitev kritnega premoženja uporabi družbo s posebnim namenom.....	34
Slika 13: Združitevni modeli.....	35

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Krite obveznice v izbranih državah .....	9
Tabela 2: Glavne značilnosti kritih obveznic in ABS-jev.....	40

## UVOD

V zahodnih državah se hipotekarna posojila pogosto refinancirajo z izdajo katere od dveh vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev, tj. hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev (angl. *mortgage-backed securities*, v nadaljevanju MBS-ji) ali hipotekarno kritih obveznic (angl. *mortgage covered bonds*). Predvsem banke na ta način pridobivajo sveža sredstva, ki jim omogočajo odobravanje relativno ugodnih in dolgoročnih hipotekarnih posojil ter povečevanje celotnega obsega odobrenih hipotekarnih posojil. Refinanciranje hipotekarnih posojil, katerega rezultat so MBS-ji, se opravi s t. i. tradicionalnim listinjenjem in se tako po izvoru kot po razširjenosti povezuje zlasti z Združenimi državami Amerike. Refinanciranje hipotekarnih posojil, katerega rezultat so hipotekarno krite obveznice, pa se opravi s t. i. bilančnim listinjenjem in se po istih dveh merilih povezuje zlasti s celinskimi državami Evropske unije, še posebej Nemčijo in Dansko.

Obe vrsti hipotekarnih vrednostnih papirjev pomenita za banke dolgoročna vira financiranja, ki jim nudita dostop do sredstev na trgu kapitala in ki dopolnjujeta njihove preostale – navadno bolj kratkoročne – vire financiranja (npr. depozite, medbančna posojila, nezavarovani dolg oziroma nezavarovane obveznice ipd.).

V Sloveniji smo leta 2006 dobili Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, ki je bil leta 2009 spremenjen in dopolnjen in ki ga je v začetku leta 2012 zamenjal nov Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS, št. 10/2012, v nadaljevanju ZHKO-1). Novi zakon – enako kot stari – ureja področje hipotekarnih in komunalnih obveznic, tj. dveh slovenskih različic kritih obveznic, katerih kritno premoženje tvorijo hipotekarna posojila (v primeru hipotekarnih obveznic) in posojila osebam javnega prava (v primeru komunalnih obveznic). Novi zakon tudi ne izključuje možnosti izdajanja MBS-jev. Kljub opisanemu razvoju zakonskih podlag v Sloveniji prve izdaje hipotekarnih obveznic oziroma hipotekarno kritih obveznic ali MBS-jev še ni bilo.

Namen diplomskega dela je opredeliti listinjenje in njegove tri različice, katerih rezultat so tudi hipotekarni vrednostni papirji, podrobneje predstaviti dve osnovni vrsti hipotekarnih vrednostnih papirjev, tj. MBS-jev (na primeru Združenih držav Amerike) in hipotekarno kritih obveznic (na primeru držav Evropske unije), in ti dve osnovni vrsti hipotekarnih vrednostnih papirjev med seboj tudi primerjati. Tako skušam doseči naslednja cilja: opredeliti glavne razlike med MBS-ji in hipotekarno kritimi obveznicami ter utemeljiti potrebo po njihovem razlikovanju.

Diplomsko delo vsebuje šest poglavij. Uvodnemu poglavju sledi poglavje o listinjenju in o njegovih treh različicah, tj. o tradicionalnem, sintetičnem in bilančnem listinjenju; v tem istem poglavju naštejemo tudi premoženje, ki je primerno za tradicionalno in bilančno listinjenje, in vrednostne papirje, ki ob tem nastanejo, ter razložim pojma hipotekarnih posojil in hipotekarnih vrednostnih papirjev. V tretjem in četrtem poglavju posamično obravnavam MBS-je in hipotekarno krite obveznice. Temu sledita še poglavje s primerjavo obojih in sklepno poglavje.

# 1 LISTINJENJE IN HIPOTEKARNI VREDNOSTNI PAPIRJI

»Listinjenje pomeni več stvari, čeprav gre vselej za nekaj v zvezi z vrednostnimi papirji,« pravi Ribnikar (1996, str. 48–51) in navaja naslednje tri pomene listinjenja:

- a. Dolžnikova zadolžitev (dolžnik je npr. podjetje) z izdajo vrednostnih papirjev: dolžnik se namesto za zadolžitev v obliki najetja posojila pri banki odloči za listinjenje.
- b. Bančna izdaja vrednostnih papirjev na podlagi posojil ali terjatev, pri čemer se v značilnostih teh vrednostnih papirjev (npr. nominalni vrednosti, kuponski obrestni meri, načinu odplačevanja glavnice) odražajo značilnosti prvotnih posojil ali terjatev: banka iz večjega števila podobnih posojil (npr. tridesetletnih stanovanjskih hipotekarnih posojil) oblikuje paket in ga prenese v skrbstvo na neko drugo institucijo. Ta paket premoženja s tem izloči iz svoje premoženjske bilance. Omenjena druga institucija pa nato na podlagi prenesenega paketa premoženja izda zgoraj opisane vrednostne papirje oziroma obveznice in izkupiček od te izdaje izplača banki. Po končanem listinjenju ima tako banka med aktivni svoje premoženjske bilance namesto posojil le še denar, ki ga ponovno porabi za odobritev novih posojil (npr. hipotekarnih ali drugih posojil) ali za vračilo morebiti najetih sredstev. Obveznice, izdane pri tovrstnem listinjenju hipotekarnih posojil, so lahko dveh vrst, in sicer pretočne obveznice (angl. *pass through securities*) ali nepretočne obveznice (angl. *collateralized mortgage obligations*) (podlaga za izdajo nepretočnih obveznic so lahko tudi pretočne obveznice).
- c. Bančna izdaja vrednostnih papirjev na podlagi posojil ali drugega finančnega premoženja, pri čemer namen banke ni izločitev tega premoženja iz svoje premoženjske bilance, ampak zagotovitev cenejšega financiranja za prav to premoženje: banka lahko imetnikom vrednostnih papirjev oziroma obveznic, ki jim jih izda<sup>1</sup> na podlagi prvovrstnega finančnega premoženja, plača manj obresti, kot bi jih plačala, če bi sredstva pridobila z lastno zadolžitvijo pri tretjem. To pa je možno le, kadar je njena tveganost v očeh njenih posojilodajalcev večja od tveganosti finančnega premoženja, ki ji služi kot podlaga za izdajo obveznic. Obveznice, ki jih tu izda, pa so s hipotekarnimi posojili zavarovane obveznice (angl. *mortgage-backed securities*) – te so izdane na podlagi hipotekarnih posojil – ali s premoženjem zavarovane obveznice (angl. *asset-backed securities*) – te so izdane na podlagi npr. posojil za nakup avtomobila, terjatvami iz naslova kreditnih kartic ipd.

Manj z vidika namena in bolj z vidika izvedbe se opredelitve listinjenja lotijo pri Banki za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements*, v nadaljevanju BIS), Evropski centralni banki (angl. *European Central Bank*, v nadaljevanju ECB) in Mednarodnem denarnem skladu (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF). Pri BIS-u, ECB-ju in IMF-u (2009, str. 15) ga tako skupaj opredelijo kot proces, iz katerega izidejo dolžniški vrednostni papirji, pri katerih so vračila glavnice, plačila obresti ali oboje od navedenega zavarovana z določenim finančnim premoženjem, nefinančnim premoženjem ali z določenimi denarnimi tokovi bodočih dohodkov. Kot še naštevajo, v sklop teh treh kategorij sodijo npr. stanovanjska in

---

<sup>1</sup> Banka iniciira izdajo, formalnopravno pa je izdajatelj (enako kot pri pomenu listinjenja iz Točke b) institucija, na katero se je prenesel paket premoženja.

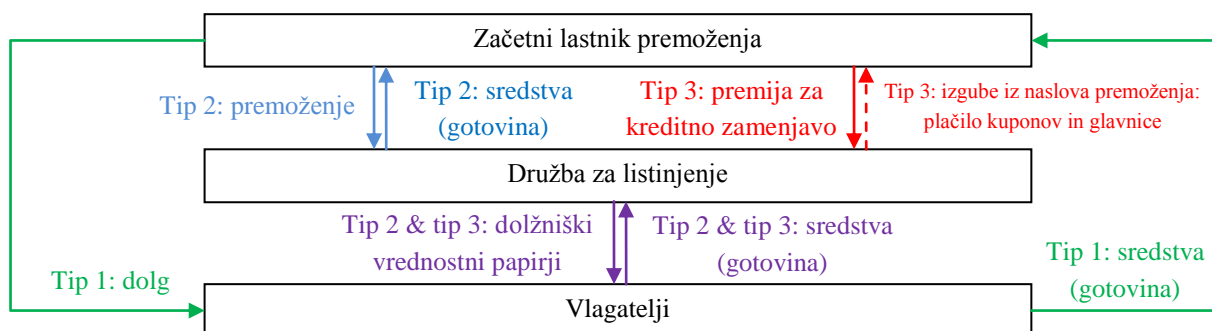


komercialna hipotekarna posojila, potrošniška posojila, posojila podjetjem, državna posojila, kreditni izvedeni finančni instrumenti in določeni bodoči dohodki.

Po splošni in enotni opredelitvi listinjenja pa se pri BIS-u, ECB-ju in IMF-u (2009, str. 15–17) podrobneje posvetijo še različnim shemam listinjenja. Ugotavljajo, da se med seboj razlikujejo; ne le na mednarodni, ampak tudi na nacionalni ravni. Vseeno pa razlagajo, da jih je kljub razlikam vendarle možno razvrstiti med naslednje tri tipe shem listinjenja:

- a. **Bilančno listinjenje** (angl. *on-balance sheet securitisation*): za prvi tip sheme listinjenja (na Sliki 1 označen kot Tip 1) je značilno, da dolžniške vrednostne papirje na podlagi paketa premoženja izda začetni lastnik premoženja. To pomeni, da se pri tovrstnem listinjenju ne pojavi družba za listinjenje, na katero bi se prenesel paket premoženja in ki bi na podlagi tega izdala vrednostne papirje. Premoženje, ki je podlaga za izdajo vrednostnih papirjev, zato ostane v bilanci stanja izdajatelja oziroma začetnega lastnika premoženja, je pa praviloma jasno ločeno od preostalega premoženja izdajatelja.
- b. **Listinjenje s pravo prodajo** (angl. *true-sale securitisation*): pri drugem tipu sheme listinjenja (na Sliki 1 označen kot Tip 2) dolžniške vrednostne papirje izda družba za listinjenje, in to na podlagi paketa premoženja, ki ga pred izdajo nanjo prenese začetni lastnik premoženja. Ta paket premoženja je s tem prenosom izločen iz bilance stanja začetnega lastnika premoženja. Nakup in prenos paketa premoženja družba za listinjenje financira z izkupičkom, ki ga zbere z izdajo vrednostnih papirjev. Denarni tok, ki ga ta paket premoženja ustvarja (vračila glavnice in plačila obresti prvotnih posojilojemalcev), pa ji služi za poplačilo obveznosti do imetnikov vrednostnih papirjev.
- c. **Sintetično listinjenje** (angl. *synthetic securitisation*): za tretji tip sheme listinjenja (na Sliki 1 označen kot Tip 3) je bistveno, da vključuje samo prenos kreditnega tveganja, povezanega s paketom premoženja, ne da bi pri tem, kot je to primer pri prejšnjem tipu sheme listinjenja, prišlo tudi do dejanskega prenosa tega paketa premoženja iz bilance stanja začetnega lastnika premoženja na neko drugo družbo.<sup>2</sup>

Slika 1: Proces listinjenja



Vir: BIS, ECB & IMF, *Handbook on Securities Statistics, Part 1: Debt Securities Issues*, 2009, str. 16.

<sup>2</sup> Glej tudi Prilogo 1: Primera sintetičnega listinjenja.

Predstavljeni opredelitevi listinjenja (in njegovih treh različic) treh finančnih institucij se – na to pri BIS-u, ECB-ju in IMF-u (2009, str. 15) opozarjajo tudi že sami – razlikuje od opredelitve listinjenja, ki je uveljavljena v Evropski uniji. Slednje je možno, kot pravijo, prepoznati npr. v drugem odstavku 1. člena Uredbe (ES) št. 24/2009 Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o statistiki sredstev in obveznosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in so vključene v transakcije listinjenja (ECB/2008/30), ki se glasi takole:

»Listinjenje pomeni transakcijo ali sistem, pri katerem se sredstva ali paket sredstev prenesejo na subjekt, ki je ločen od originatorja in je ustanovljen ali služi za namene listinjenja, in/ali se kreditno tveganje v zvezi s sredstvi ali paketom sredstev ali delom le-teh prenese na vlagatelje v vrednostne papirje, enote skladov za listinjenje, druge dolžniške instrumente in/ali izvedene finančne instrumente, ki jih izda subjekt, ločen od originatorja in ustanovljen ali služi za namene listinjenja, in:

(a) se prenos v primeru prenosa kreditnega tveganja opravi z:

- ekonomskim prenosom listinjenih sredstev na subjekt, ki je ločen od originatorja in je ustanovljen ali služi za namene listinjenja. To se izvrši s prenosom lastništva listinjenih sredstev od originatorja ali prek podudeležbe; ali
- uporabo kreditnih izvedenih finančnih instrumentov, jamstev ali katerih koli podobnih mehanizmov; in

(b) kadar takšni izdani vrednostni papirji, enote skladov za listinjenje, dolžniški instrumenti in/ali izvedeni finančni instrumenti ne predstavljajo originatorjevih plačilnih obveznosti.«

Drugi primer pojmovanja listinjenja v Evropski uniji, ki morda še bolj nazorno razkriva zapisano v prikazanem drugem odstavku 1. člena Uredbe ECB-ja, pa najdem pri Doyleu (2009, str. 50), ki ugotavlja, da gre v Evroobmočju identificirati samo dve vrsti listinjenja, in sicer listinjenje s pravo prodajo in sintetično listinjenje.<sup>3</sup> Za prvo, torej listinjenje s pravo prodajo, je po njegovem bistveno, da originator svoj paket terjatev proda družbi s posebnim namenom (angl. *special purpose vehicle*) in da ta družba na podlagi tega ob prodaji nanjo prenesenega paketa premoženja izda s premoženjem zavarovane vrednostne papirje. Prodaja in prenos paketa premoženja sta ob tem pomembni, ker originatorju omogočita izločitev paketa premoženja iz svoje bilance stanja in posledično oddaljitev od s paketom povezanih tveganj (npr. kreditnega tveganja). O sintetičnem listinjenju pa je po njegovem mnenju govorimo, kadar originator uporabi kreditne izvedene finančne instrumente (npr. kreditno zamenjavo (angl. *credit default swap*)) zato, da bi kreditno tveganje, povezano z listinjenju namenjenim paketom premoženja, prenesel na katero drugo družbo. Paket premoženja, ki je podlaga za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, tako pri sintetičnem listinjenju vedno ostane v bilanci stanja originatorja.

Dodatni primer »evropske« opredelitve listinjenja, vključno z opredelitvama obeh njegovih različic, ponuja tudi slovenski zakonodajalec. V prvem odstavku 120. člena Zakona o bančništvu (Ur. l. RS, št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011) je listinjenje opredeljeno kot posel ali shema, pri katerem se kreditno tveganje, povezano s

---

<sup>3</sup> Da Doyle ugotovitev veže na Evroobmočje, tu ni bistveno. Kot prikažem kasneje, je namreč povsem jasno, da krite obveznice, ki so rezultat manjkajočega bilančnega listinjenja, poznajo tudi v državah Evroobmočja.

posamezno izpostavljenostjo ali skupino izpostavljenosti, razdeli na segmente kreditnega tveganja. Za ta posel ali shemo je še značilno, da so plačila v njem odvisna od izpolnjevanja obveznosti dolžnikov pri omenjeni izpostavljenosti ali skupini izpostavljenosti in da je podlaga za določitev porazdelitve izgub med trajanjem tega posla ali sheme podrejenost segmentov kreditnega tveganja. V drugem in tretjem odstavku istega člena pa sta nato ločeno definirana še tradicionalno in sintetično listinjenje. Prvo, torej tradicionalno listinjenje, je določeno kot listinjenje, pri katerem se izpostavljenosti, ki so predmet listinjenja, prenesejo na pravno osebo s posebnim namenom listinjenja, da bi nato ta družba v zvezi s tem izdala vrednostne papirje. Ob tem tudi velja, da je imetništvo omenjenih izpostavljenosti s strani originatorja preneseno neposredno ali prek soudeležbe in da tu izdani vrednostni papirji ne vsebujejo nobene denarne obveznosti originatorja. Sintetično listinjenje pa je medtem opredeljeno kot listinjenje, pri katerem se razdelitev kreditnega tveganja na segmente kreditnega tveganja doseže s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti ali garancijami in pri katerem se skupina izpostavljenosti, ki je predmet listinjenja, ne prenese na pravno osebo s posebnim namenom listinjenja ter se tako tudi po listinjenju izkazuje v bilanci stanja originatorja.

Do zdaj sem, z izjemo Ribnikarjeve, predstavil le opredelitve listinjenja, podane s strani različnih institucij, zato na tem mestu predstavim še dve avtorski. Po Jobstu (2008, str. 48–49) je listinjenje proces, pri katerem se iz premoženja oziroma sredstev določenih zvrsti najprej oblikuje paket premoženja, da bi se nato ta v nadaljevanju procesa listinjenja preoblikoval v obrestovane vrednostne papirje (angl. *interest-bearing securities*). Vračila glavnice in plačila obresti, generirana s strani tega paketa premoženja, ob tem služijo poplačilu obveznosti do kupcev tu izdanih vrednostnih papirjev. Martellini, P. Priaulet in S. Priaulet (2003, str. 591) pa v listinjenju vidijo proces oblikovanja hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev in s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev. Listinjenje zato po njihovem mnenju pomeni preoblikovanje nelikvidnih sredstev posojilodajalca (npr. finančne institucije, korporacije) v vrednostne papirje, s katerimi se lahko trguje. Pomembno pri tem pa je še, da so ti vrednostni papirji zavarovani s paketom posojil, katerega denarni tok (vračila glavnice in plačila obresti prvotnih posojilojemalcev) služi poplačilu obveznosti do imetnikov teh vrednostnih papirjev.

Primerjava zgornjih opredelitev me pripelje do nekaj ugotovitev, s katerimi končujem ta del poglavja. Najprej opažam, da je pojmovanje listinjenja v Evropski uniji ožje od tistega, ki ga skupaj ponujajo BIS, ECB in IMF. Listinjenje, kot je znano v Evropski uniji, namreč zajema le transakcije tradicionalnega listinjenja oziroma listinjenja s pravo prodajo (gre za sinonima) in sintetičnega listinjenja, ne pa tudi bilančnega listinjenja. Primeri opredelitev, ki to potrjujejo, so opredelitvi iz Uredbe ECB-ja in slovenskega Zakona o bančništvu ter Doylova opredelitev. Hkrati pa je tu treba dodati, da bi bilo napačno, če bi to ožje razumevanje listinjenja omejili le na prostor Evropske unije. Slednje je namreč prisotno tudi zunaj tega območja, kar potrjuje npr. opredelitev Jobsta, ki prav tako zajema le tradicionalno in sintetično listinjenje. Še več, v literaturi se pojavljajo opredelitve – primer je Martellinijeva, P. Priauletova in S. Priauletova – ki opisujejo izključno tradicionalno listinjenje. Če torej strnem, se pri opredelitvah listinjenja vedno

pojavnjajo opisi tradicionalnega listinjenja, praviloma se opozarja še na sintetično listinjenje, bilančnega listinjenja pa se navadno niti ne omenja.<sup>4</sup>

Kljub neenotnosti pri vključevanju opisanih treh vrst listinjenja v pojem listinjenje so različni avtorji in institucije pri definiranju vsake od teh vrst veliko bolj enotni. Bistvenih vsebinskih razlik med njihovimi opredelitvami pravzaprav ne zaznavam.

Tradicionalno, sintetično in bilančno listinjenje se tako v poteku kot sodelujočih pomembno razlikujejo, zato menim, da vsaka podrobnejša opredelitev listinjenja – takšna torej, ki razkriva tudi potek in sodelujoče – zahteva jasno razločevanje med omenjenimi vrstami listinjenja.

V nadaljevanju diplomskega dela se s sintetičnim listinjenjem in z vrednostnimi papirji, ki pri tem nastanejo, ne ukvarjam, saj bi s tem presegel obseg tega diplomskega dela, podrobnejše obravnave pa sta deležna tradicionalno in bilančno listinjenje; podrobneje ju predstavim pri obravnavi hipotekarnih vrednostnih papirjev, ki so njun rezultat.

### **1.1 Premoženje, ki se uporabi pri tradicionalnem listinjenju, in vrednostni papirji, ki pri tem nastanejo**

Pri (tradicionalnem) listinjenju se lahko uporabi praktično katero koli premoženje s sedanjim in/ali prihodnji denarnim tokom, kot predmet (tradicionalnega) listinjenja pa so v preteklosti že nastopile naslednje vrste premoženja (Choudhry, 2007, str. 883):

- stanovanjska in komercialna hipotekarna posojila;
- vrednostni papirji nepremičninskih investicijskih skladov;
- dolgovi potrošnikov, kot so terjatve iz naslova kreditnih kartic, posojila za študij ipd.;
- bančne naložbe, kot so posojila podjetjem, slaba posojila, posojila malim in srednjim podjetjem ipd.;
- terjatve iz naslova komercialnih zakupov (angl. *commercial lease receivables*), kot so terjatve iz naslova zakupa pisarniške opreme, terjatve iz naslova zakupa letala ipd.;
- poslovne terjatve do kupcev;
- bodoči denarni tokovi različnih ustanov (npr. letališč, bolnišnic, muzejev ipd.);
- »celotna podjetja«, kjer je listinjenje vključevalo tako poslovna sredstva podjetja kot tudi denarni tok podjetja.

Med **hipotekarno zavarovane vrednostne papirje** oziroma **MBS-je** sodijo vrednostni papirji, ki so izdani na podlagi paketa hipotekarnih posojil. Kadar ta sestoji iz stanovanjskih hipotekarnih posojil, gre za **vrednostne papirje, zavarovane s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili** (angl. *residential mortgage-backed securities*, v nadaljevanju RMBS-ji), kadar pa iz komercialnih hipotekarnih posojil, gre za **vrednostne papirje, zavarovane s komercialnimi**

---

<sup>4</sup> V nadaljevanju diplomskega dela uporabljам vse tri izraze, torej tradicionalno, sintetično in bilančno listinjenje.

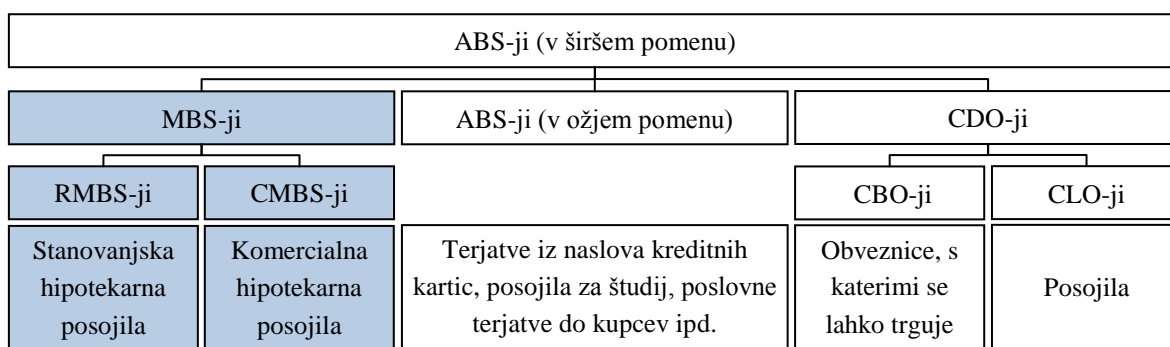
**hipotekarnimi posojili** (angl. *commercial mortgage-backed securities*, v nadaljevanju CMBS-ji) (Fabozzi, 2007, str. 256).

Vrednostni papirji, zavarovani s posojili, ki niso hipotekarna posojila, oziroma z drugimi denarnimi terjatvami, tvorijo skupino s **premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev** (angl. *asset-backed securities*, v nadaljevanju ABS-ji) (Fabozzi, 2007, str. 256). Finančno premoženje, ki se ob njihovi izdaji uporabi kot zavarovanje, se deli v dve skupini, in sicer na tisto, ki se oblikuje v odnosu do potrošnikov, ter na tisto, ki se oblikuje v odnosu do podjetij. V prvo skupino sodijo posojila za nakup avtomobila, posojila za nakup čolna, posojila za črpanje stanovanjskega premoženja gospodinjstva (angl. *home equity loans*), posojila za nakup tovarniško izdelane hiše (angl. *manufactured housing loans*), posojila za študij, terjatve iz naslova kreditnih kartic ipd., v drugo pa terjatve iz naslova zakupa računalniške opreme, administrativna posojila malim podjetjem, posojila za nakup kmetijskega stroja, poslovne terjatve do kupcev ipd. (Martellini et al., 2003, str. 607).

Med **zadolžnice, zavarovane z dolgom** (angl. *collateralised debt obligations*, v nadaljevanju CDO-ji) sodijo vrednostni papirji, ki so večinoma zavarovani z raznovrstnim paketom premoženja, sestavljenim iz ene ali več različnih oblik zadolžnic oziroma dolžniških instrumentov (npr. visokodonosnih podjetniških obveznic, strukturiranih finančnih produktov, kot so MBS-ji in ABS-ji, obveznic, izdanih s strani razvijajočih se držav, bančnih posojil ipd.). Če so v omenjenem paketu instrumenti v obliki obveznic (npr. visokodonosne podjetniške obveznice, MBS-ji, ABS-ji, obveznice, izdane s strani razvijajočih se držav), se ti CDO-ji imenujejo **zadolžnice, zavarovane z obveznicami** (angl. *collateralised bonds obligations*, v nadaljevanju CBO-ji), če pa so v njem posojila bank, se ti CDO-ji imenujejo **zadolžnice, zavarovane s posojili** (angl. *collateralised loan obligations*, v nadaljevanju CLO-ji) (Fabozzi, 2007, str. 327).

Opisani MBS-ji, ABS-ji in CDO-ji pomenijo, kot ugotavlja Jobst (2006, str. 56–57), tri osnovne stebre listinjenja premoženja (angl. *asset-backed securitisation*) in se kot taki vsi označujejo s skupnim izrazom **ABS-ji v širšem pomenu besede**. Pri tovrstni razvrstitvi je potemtakem za zgoraj opisane ABS-je rezerviran izraz **ABS-ji v ožjem pomenu besede**.

Slika 2: Razvrstitev ABS-jev v širšem pomenu besede



Vir: A. A. Jobst, *Collateralised Loan Obligations (CLOs) – A Primer*, 2002, str. 8.

Tudi Andrews, Heberlein, Olson, Moss in Olert (2004, str. 2) ugotavljajo, da pri (tradicionalnem) listinjenju v osnovi nastanejo naslednji podrazredi vrednostnih papirjev: MBS-ji, ABS-ji, in CDO-ji. Kot na poseben podrazred, ki sicer še ne sodi v to razvrstitev, a je prav tako rezultat določene oblike listinjenja, pa opozarjajo na **s premoženjem krite komercialne zapise** (angl. *asset-backed commercial paper*) – tj. poseben kratkoročen instrument financiranja, katerega podlaga za izdajo ni neko specifično premoženje.

Predstavljeni razvrstitvi vrednostnih papirjev v veliki meri sovpadata, pa vendarle nista univerzalni. V Združenih državah Amerike se namreč, kot razlaga Fabozzi (2007, str. 257), MBS-ji nikoli ne obravnavajo v smislu podrazreda ABS-jev. Isti avtor (2007, str. 256–334) tako že na začetku ločuje med MBS-ji in ABS-ji, skupaj poimenovanimi z izrazom **strukturirani finančni produkti**. CDO-je pri tem obravnava le kot enega od podrazredov ABS-jev, tako kot npr. s posojili za nakup avtomobila zavarovane vrednostne papirje ali s terjatvami iz naslova kreditnih kartic zavarovane vrednostne papirje.

Pri dveh izmed naštetih oblik premoženja, na podlagi katerih se izdajajo ABS-ji v ožjem pomenu besede, tj. pri posojilih za črpanje stanovanjskega premoženja gospodinjstva in posojilih za nakup tovarniško izdelane hiše, je posojilo zavarovano z nepremičnino. V Združenih državah Amerike, kjer ti obliki »domujeta«, se tako ABS-ji lahko delijo še na **nepremičninske ABS-je** (angl. *real estate asset-backed securities*) – ti so izdani prav na podlagi omenjenih dveh vrst premoženja – in na **ne-nepremičninske ABS-je** (angl. *non-real estate asset-backed securities*) – ti so izdani na podlagi preostalega že naštetega primerne premoženja (Fabozzi, 2007, str. 302; Jobst, 2006, str. 56).

Jobstova razvrstitev ABS-jev v širšem pomenu razkriva širok nabor produktov – ta bi bil še širši, če bi vključevala še vrednostne papirje, nastale pri sintetičnem listinjenju – ki so vsi rezultat tradicionalnega listinjenja. V nadaljevanju diplomskega dela se od vseh teh podrobneje posvetim samo s tradicionalnim listinjenjem izdanim MBS-jem (na Sliki 2 označeni z modro barvo).

## **1.2 Premoženje, ki se uporabi pri bilančnem listinjenju, in vrednostni papirji, ki pri tem nastanejo**

Tudi pri (bilančnem) listinjenju, katerega rezultat so **krite obveznice**, se lahko uporabijo različne vrste premoženja. Mednje sodijo stanovanjska in komercialna hipotekarna posojila, posojila osebam javnega prava (neposredna posojila, posojila z garancijo oseb javnega prava ali obveznice, izdane s strani oseb javnega prava), posojila, zavarovana z ladjo, posojila, zavarovana z letalom, in MBS-ji (Gruntar, 2009, str. 15).<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Vse našteje vrste premoženja se kot kritno premoženje ne uporabljajo v vseh državah, kjer poznajo krite obveznice (glej tudi Tabela 1: Krite obveznice v izbranih državah).

»Pfandbriefe« iz Nemčije, »Obligations foncières« iz Francije, »Cédulas Hipotecarias« in »Cédulas Territoriales« iz Španije, »Realkreditobligationer« iz Danske, »Obbligazioni Bancarie Garantite« iz Italije itd. so vse dolžniški vrednostni papirji, ki nastanejo pri bilančnem listinjenju in ki pomenijo oziroma se označujejo s skupnim izrazom **krite obveznice** (angl. *covered bonds*) (Dembiermont, 2010, str. 8; Golin, 2006, str. 11–12).

Krite obveznice so danes že relativno uveljavljen termin, ki še okoli leta 2000 praktično ni obstajal. Takrat so bili ti vrednostni papirji znani le pod nacionalnimi imeni ali pod – to velja samo za del od teh vrednostnih papirjev, ki so kriti izključno s hipotekarnimi posojili – izrazom **hipotekarne obveznice** (angl. *mortgage bonds*) (ECB, 2010, str. 45).

Tabela 1: Krite obveznice v izbranih državah\*

Država	Vrsta kritnega premoženja					Vrednostni papirji	
	Hipote-karna posojila	Posojila osebam javnega prava	Posojila, zavarovana z ladjo	Posojila, zavarovana z letalom	MBS-ji		
Nemčija	X					Hypothekendarfbriefe	Krite obveznice
		X				Öffentliche Pfandbriefe	
			X			Schiffspfandbriefe	
				X		Flugzeugpfandbriefe	
Španija	X					Cédulas Hipotecarias	
		X				Cédulas Territoriales	
Danska	X	X				Realkreditobligationer	
	X	X	X			Særligt Dækkede Obligationer	
	X	X				Særligt Dækkede Realkreditobligationer	
Francija	X					CRH-jeve** obveznice	
	X	X			X	Obligations Foncières	
	X				X	Obligations à l'Habitat	
	X					Strukturirane krite obveznice <sup>6</sup>	
Združeno kraljestvo	X	X	X		X	Regulirane krite obveznice <sup>7</sup>	
Slovenija	X					Hipotekarne obveznice	
		X				Komunalne obveznice	

**Legenda:** \* Pet držav z ob koncu leta 2010 največ nepravilnih obveznosti iz naslova kritih obveznic iz Slovenija.

\*\* Francosko »Caisse de Refinancement de l'Habitat«.

Vir: Prirejeno po European Covered Bond Council, ECBC Covered Bond Comparative Database, 2012.

<sup>6</sup> Glej tudi Poglavlje 3.4 Delitve kritih obveznic.

<sup>7</sup> Glej tudi Poglavlje 3.4 Delitve kritih obveznic.

V nadaljevanju diplomskega dela obravnavam krite obveznice kot enoten pojem, ki zajema vse našteje in tudi nenašete »različice« kritih obveznic iz različnih držav (v Tabeli 1 označene z modro barvo). Upošteva še dimenzijo kritnega premoženja, kjer je ta pomembna, pa se osredotočim le na hipotekarno krite obveznice – tj. torej na krite obveznice, ki so krite izključno s hipotekarnimi posojili.

### 1.3 Hipotekarna posojila

Ribnikarjeva (1991, str. 386) opredelitev hipotekarnega posojila se glasi takole: »Hipotekarno posojilo je s hipoteko zavarovano posojilo, to je upnikova terjatev. Če dolžnik ne poravnava svojih obveznosti do upnika, se upnik lahko poplača z izkupičkom od prodaje nepremičnine.« Za hipotekarno posojilo prav tako velja, da je to navadno dolgoročno posojilo in da je praviloma namenjeno prenovi, gradnji ali nakupu nepremičnine. Hipotekarno posojilo se sicer lahko zavaruje z nepremičnino, ki je že v lasti dolžnika, ali z nepremičnino, ki jo dolžnik z izposojenimi sredstvi šele kupuje (Cirman, Čok, Lavrač & Zakrajšek, 2000, str. 53).

Hipotekarna posojila nastajajo na primarnem trgu hipotekarnih posojil, kjer posojilojemalci pri različnih posojilodajalcih (npr. hipotekarnih bankah, poslovnih bankah, hranilno-posojilnih združenjih, kreditnih združenjih, zavarovalnicah, državnih institucijah) najemajo hipotekarna posojila. Če pa se posojilodajalci kasneje odločijo za prodajo svojih hipotekarnih posojil, to storijo na sekundarnem trgu hipotekarnih posojil (Cirman et al., 2000, str. 53–54).

Ker je lahko hipotekarno posojilo zavarovano s stanovanjsko in komercialno nepremičnino, se hipotekarna posojila po tem merilu delijo na stanovanjska in komercialna hipotekarna posojila. Stanovanjsko hipotekarno posojilo je zavarovano z nepremičnino, ki je namenjena nastanitvi družine (npr. stanovanjem, hišo), komercialno hipotekarno posojilo pa z nepremičnino, ki je tako ali drugače namenjena ustvarjanju dohodka (npr. večstanovanjsko stavbo, hotelom, poslovno stavbo) (Martellini et al., 2003, str. 593).

Glede na obrestno mero, ki jo plačuje posojilojemalec, se hipotekarna posojila delijo v tri skupine. Če se obrestna mera v času trajanja posojilnega razmerja ne spreminja, gre za hipotekarno posojilo z nespremenljivo obrestno mero, če se letno ali še pogosteje prilagaja trenutno prevladujočim obrestnim meram, gre za hipotekarno posojilo s spremenljivo obrestno mero, če pa se spremeni nekajkrat znotraj dobe trajanja posojilnega razmerja, gre za stopenjsko hipotekarno posojilo (Cirman et al., 2000, str. 59).

Z vidika načina odplačevanja oziroma amortizacije se hipotekarna posojila delijo na izključno obrestna hipotekarna posojila in amortizirana hipotekarna posojila. Izključno obrestno hipotekarno posojilo od posojilojemalca zahteva, da med trajanjem posojilnega razmerja sproti oziroma periodično plačuje obresti in da ob njegovi zapadlosti izvede t. i. napihnjeno plačilo, ki pokrije še zadnji obrok obresti in celotno glavnico hipotekarnega posojila. Osnovni problem tovrstnega hipotekarnega posojila je, da je zadnji obrok, ki ga plača posojilojemalec, izredno visok. Rešitev tega problema je naslednja omenjena vrsta hipotekarnega posojila, tj. amortizirano



hipotekarno posojilo. Bistvo slednjega pa je, da že sprotne oziroma periodične obroke, ki jih med trajanjem posojilnega razmerja plačuje hipotekarni dolžnik, tvorita obe komponenti, tj. tako plačevanje obresti kot vračanje glavnice posojila (Cirman et al., 2000, str. 59).

#### 1.4 Hipotekarni vrednostni papirji

Tako MBS-ji kot hipotekarno krite obveznice so – to ne nazadnje razkriva že njihovo poimenovanje – zavarovani s hipotekarnimi posojili, kar je verjetno prvi razlog za njihovo pogosto primerjavo (Langer, 2006, str. 102). Pri Evropski banki za obnovo in razvoj (angl. *European Bank for Reconstruction and Development*, v nadaljevanju EBRD) jih zato skupaj imenujejo hipotekarni vrednostni papirji (angl. *mortgage securities*) (EBRD, 2007, str. 41). Poleg iste vrste premoženja, ki je podlaga za njihovo izdajo, pa za oba omenjena finančna instrumenta velja tudi to, da bankam omogočata dostop do sredstev na trgu kapitala in da se kot taka tudi oba uvrščata med produkte kapitalskega trga (Chesini & Tamisari, 2009, str. 206–207).

MBS-ji in hipotekarno krite obveznice izvirajo iz različnih geografskih območij. Da bi danes banke na podlagi obstoječega paketa hipotekarnih posojil pridobile nova sredstva za nova hipotekarna posojila, se lahko odločijo za izdajo MBS-jev – gre za prakso, ki izvira iz Združenih držav Amerike in ki se je tam (ter v Združenem kraljestvu) tudi najprej uveljavila – ali za izdajo hipotekarno kritih obveznic – gre za prakso, ki je izvorno evropska (državi z najdaljšo tradicijo sta Nemčija in Danska) in ki je še vedno najbolj razširjena prav med evropskimi državami (EBRD, 2007, str. 41; Volk, 2011, str. 17). Nassarre-Aznar (2002, str. 1) pa gre pri tem še nekoliko dlje in razlaga, da danes pravzaprav obstajata dva modela izdajanja hipotekarnih vrednostnih papirjev, tj. nemški model<sup>8</sup> s »Pfandbriefe« in anglosaški model z MBS-ji.

Različnemu izvoru MBS-jev in hipotekarno kritih obveznic sledi tudi njihova različna razširjenost na teh dveh izvornih geografskih območjih, torej v Združenih držav Amerike in Evropi. Po podatkih Združenja za finančne trge v Evropi (angl. *Association for Financial Markets in Europe*) in njihove podružnice z nazivom Evropski forum o listinjenju (angl. *European Securitization Forum*) ter Združenja za vrednostne papirje in finančne trge (angl. *Securities Industry and Financial Markets Association*) (v nadaljevanju AFME/ESF & SIFMA) je vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova MBS-jev v Združenih državah Amerike ob koncu leta 2010 znašala 6.657,8 milijarde EUR. Za 5.110,1 milijarde EUR teh neporavnanih obveznosti je nastalih z izdajo agencijskih MBS-jev, za 981,6 milijarde EUR z izdajo neagencijskih RMBS-jev in za 566,1 milijarde EUR z izdajo neagencijskih CMBS-jev. V Evropi,<sup>9</sup> kjer so te številke skromnejše, pa je vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova MBS-jev ob koncu istega leta znašala 1.439,3 milijarde EUR, pri čemer je za 1295,9 milijarde EUR

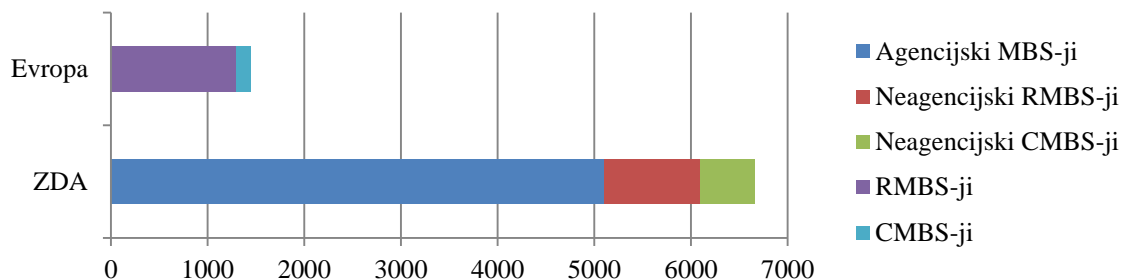
---

<sup>8</sup> Menim, da lahko ta model zastopa današnje izdajanje hipotekarno kritih obveznic v različnih evropskih državah.

<sup>9</sup> Pod Evropo so štete Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irsko, Italija, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija, Turčija, Združeno kraljestvo, druge (evropske) države, Pan-Evropa in mednarodni posli (zavarovanje tvori premoženje iz različnih evropskih držav oziroma zakonodaj) (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 9).

teh nepravilnih obveznosti nastalih z izdajo RMBS-jev in za 143,4 milijarde EUR z izdajo CMBS-jev (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 6–9).<sup>10</sup>

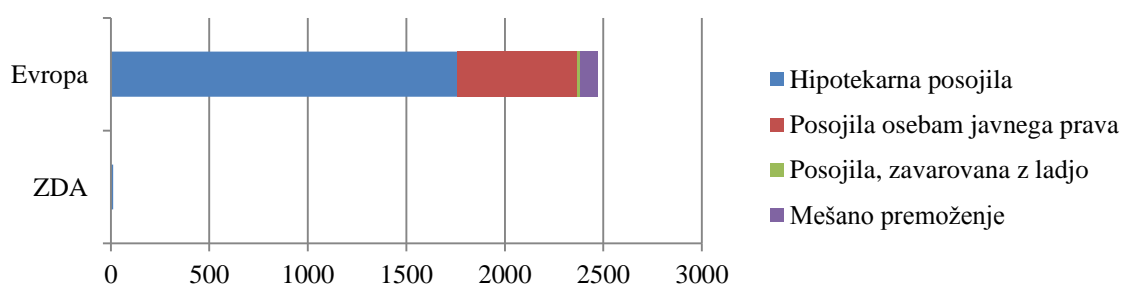
Slika 3: Vrednost nepravilnih obveznosti iz naslova MBS-jev ob koncu leta 2010 v Združenih državah Amerike in Evropi v milijardah EUR



Vir: AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1: 2011, 2012, str. 6–9.

Po podatkih Evropskega sveta za krite obveznice (angl. *European Covered Bond Council*, v nadaljevanju ECBC) je vrednost nepravilnih obveznosti iz naslova hipotekarno kritih obveznic ob koncu leta 2010 v Združenih državah Amerike znašala 11,5 milijarde EUR. Kritih obveznic, ki bi bile izdane na podlagi katere druge vrste kritnega premoženja, takrat v Združenih državah Amerike ni bilo. Istočasno je v Evropi<sup>11</sup> vrednost nepravilnih obveznosti iz naslova hipotekarno kritih obveznic znašala 1759 milijard EUR. Vrednost nepravilnih obveznosti iz naslova vseh kritih obveznic, kritih torej tako s hipotekarnimi posojili kot s posojili osebam javnega prava, posojili, zavarovanimi z ladjo, in z mešanim premoženjem, pa je takrat v Evropi znašala 2470,2 milijarde EUR (ECBC, 2012a, str. 1).<sup>12</sup>

Slika 4: Vrednost nepravilnih obveznosti iz naslova kritih obveznic glede na vrsto kritnega premoženja ob koncu leta 2010 v Združenih državah Amerike in Evropi v milijardah EUR



Vir: ECBC, ECBC Covered Bond Statistics by Country and Asset Type 2009/2010, 2012, str. 1.

<sup>10</sup> Glej tudi Prilogo 2: Trg hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010.

<sup>11</sup> Pod Evropo so štete Avstrija, Češka, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Latvija, Luksemburg, Madžarska, Nemčija, Nizozemska, Norveška, Poljska, Portugalska, Slovaška, Španija, Švedska, Švica in Združeno kraljestvo (ECBC, 2012a, str. 1).

<sup>12</sup> Glej tudi Prilogo 3: Trg kritih obveznic v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010.

V nadaljevanju diplomskega dela ločeno obravnavam MBS-je in hipotekarno krite obveznice, pri čemer prve predstavim na primeru Združenih držav Amerike, druge pa na primeru držav Evropske unije. Obe vrsti hipotekarnih vrednostnih papirjev tako razložim na primeru območja, od koder izvirata in kjer sta tudi najbolj razširjeni.

## 2 HIPOTEKARNO ZAVAROVANI VREDNOSTNI PAPIRJI

Posojilodajalec lahko paket hipotekarnih posojil proda vlagateljem, največkrat institucionalnim. Če to stori s (tradicionalnim) listinjenjem, pri tem nastanejo **hipotekarno zavarovani vrednostni papirji** oziroma **MBS-ji**. To so preprosto obveznice, ki so zavarovane s paketom hipotekarnih posojil. Osnovna ideja teh vrednostnih papirjev pa je naslednja. Vsako hipotekarno posojilo predstavlja določena bodoča plačila, ki jih praviloma periodično (mesečno) izvaja posojilojemalec in ki praviloma sestojijo iz dveh delov, tj. njegovega odplačila dela glavnice in plačila obresti. Tako generirana sredstva s strani vseh posojilojemalcev, katerih hipotekarna posojila tvorijo paket, pa nato služijo, spet praviloma periodičnemu (mesečnemu), plačevanju obveznosti do vlagateljev v tu izdane MBS-je (Sundaresan, 2009, str. 245).

MBS-ji se, kot sem že prikazal, najprej delijo na **vrednostne papirje, zavarovane s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili** oziroma **RMBS-je** in **vrednostne papirje, zavarovane s komercialnimi hipotekarnimi posojili** oziroma **CMBS-je**; prvi se izdajo na podlagi stanovanjskih hipotekarnih posojil, drugi pa na podlagi komercialnih hipotekarnih posojil.

V Združenih državah Amerike se RMBS-ji še dalje delijo v dve skupini. Tisti, ki jih zavaruje in izda ali samo zavaruje ena od treh vladnih agencij,<sup>13</sup> se imenujejo **agencijski vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili** oziroma **agencijski RMBS-ji** (angl. *agency residential mortgage-backed securities*). Tisti, ki jih izda zasebna družba, pa se imenujejo **neagencijski vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili** oziroma **neagencijski RMBS-ji** (angl. *nonagency residential mortgage backed securities* ali *private-label residential mortgage backed securities*). Agencijski RMBS-ji se izdajo na podlagi agencijskega paketa stanovanjskih hipotekarnih posojil, v katerega smejo biti vključena le stanovanjska hipotekarna posojila, ki izpolnjujejo zahteve katere od treh vladnih agencij (Fabozzi, 2009, str. 508–509). Ta posojila, ki izpolnjujejo te zahteve, npr. glede višine posojila, LTV razmerja, dokumentacije glede posojila, zavarovanja posojila za kreditno tveganje ipd., imajo tudi svoje ime, in sicer gre za konformna posojila. Posojila, ki teh zahtev ne izpolnjujejo, pa se imenujejo nekonformna posojila (Fabozzi, 2007, str. 262; Lucas, Goodman & Fabozzi, 2006, str. 111).

Zaradi kreditnega tveganja, prisotnega pri neagencijskih RMBS-jih, njihovo strukturiranje zahteva uporabo enega ali več različnih mehanizmov za izboljšanje kreditne bonitete. V primeru

---

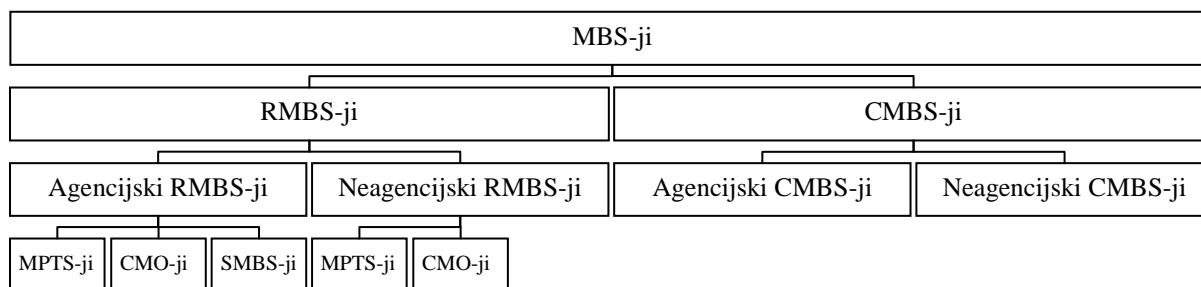
<sup>13</sup> Mednje sodijo z zvezno vlado povezana institucija (angl. *federally related institution*) in dve vladno sponzorirani podjetji (angl. *government-sponsored enterprise*); vse tri omenjene institucije predstavim v Poglavju 2.2 Vladne agencije in njihova vloga v Združenih državah Amerike.

agencijskih RMBS-jev je tak mehanizem že jamstvo (angl. *guarantee*), dano s strani z vlado povezane družbe ali vladno sponzoriranega podjetja (Fabozzi, 2009, str. 508).

Sredstva, ki jih generira paket stanovanjskih hipotekarnih posojil (redna in predčasna odplačila glavnin ter plačila obresti prvotnih posojilojemalcev), se lahko med imetnike RMBS-jev razporejajo na različne načine. Ti so v osnovi trije, na tej osnovi pa se RMBS-ji, kot vidim pri Fabozziju (2007, str. 257) in Martelliniju et al. (2003, str. 593), delijo v tri skupine, in sicer **hipotekarne pretočne obveznice** (angl. *mortgage passthrough securities*, v nadaljevanju MPTS-ji), **hipotekarne nepretočne obveznice** (angl. *collateralised mortgage obligations*, v nadaljevanju CMO-ji) in **STRIP<sup>14</sup> hipotekarno zavarovane vrednostne papirje** (angl. *stripped mortgage-backed securities* ali *mortgage strips*, v nadaljevanju SMBS-ji).

Če so lahko RMBS-ji glede na izdajatelja dveh vrst, tj. agencijski in neagencijski, in če so lahko glede na način razporejanja sredstev med imetnike RMBS-jev treh vrst, tj. MPTS-ji, CMO-ji in SMBS-ji, je naposled potrebna še združitev teh dveh delitev. Agencijski RMBS-ji so lahko, kot vidim pri Fabozziju (2007, str. 46), vseh treh vrst, torej MPTS-ji, CMO-ji in SMBS-ji, neagencijski pa, kot vidim pri Fabozziju (2007, str. 298) in Lucasu et al. (2006, str. 111), le dveh, tj. MPTS-ji in CMO-ji. Glede agencijskih in neagencijskih CMO-jev pa naj opozorim še na naslednje. Agencijski CMO-ji se izdajajo na podlagi paketa agencijskih MPTS-jev, neagencijski CMO-ji pa na podlagi paketa hipotekarnih posojil. Ker pa hipotekarna posojila, ki so vključena v neagencijski paket, predhodno niso predmet listinjenja in ker se kot taka imenujejo »čista« posojila (angl. *whole loan*), se neagencijski CMO-ji pogosto imenujejo kar CMO-ji iz »čistih« posojil (angl. *whole-loan CMOs*) (Fabozzi, 2007, str. 298).

Slika 5: MBS-ji v Združenih državah Amerike



Tudi CMBS-ji se lahko v Združenih državah Amerike izdajajo ob sodelovanju katere od treh vladnih agencij. V tem primeru gre za **agencijske vrednostne papirje, zavarovane s komercialnimi hipotekarnimi posojili** oziroma **agencijske CMBS-je** (angl. *agency commercial mortgage-backed securities*). Vrste nepremičnin, s katerimi so tu zavarovana v paket vključena komercialna hipotekarna posojila, so samo večstanovanjske stavbe in zdravstvene ustanove. Še veliko pogosteje kot v sklopu agencijskih poslov pa se CMBS-ji izdajo v zasebnih

<sup>14</sup> STRIP je angleška kratica za »Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities« (InvestorWords, 2012).

poslih (Johnson, 2010, str. 395). Takrat jih imenujem **neagencijski vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili** oziroma **neagencijski CMBS-ji**.

## 2.1 Model in udeleženci tradicionalnega listinjenja hipotekarnih posojil

Osnovno idejo tradicionalnega listinjenju sem že predstavil, a so ti posli navadno bolj zapleteni in imajo tudi več udeležencev s specifičnimi nalogami. Da bi lažje razumeli spodnjo shemo tradicionalnega listinjenja za primer hipotekarnih posojil, najprej taksativno naštejem in predstavim običajne udeležence tradicionalnega listinjenja, ne vezano na premoženje, ki se listini. Ti udeleženci so torej lahko<sup>15</sup> prisotni ne glede na to, ali so predmet listinjenja hipotekarna posojila ali pa morda terjatve iz naslova kreditnih kartic.

Pri poslu (tradicionalnega) listinjenja lahko torej sodelujejo naslednji subjekti (Comptroller of the Currency - Administrator of National Banks, 1997, str. 7–12; Kendall, 2000, str. 3–5):

- a. **Posojilojemalec** najame posojilo in je odgovoren za njegovo odplačilo, njegova uspešnost pri odplačilu pa vpliva na »delovanje« tu izdanih vrednostnih papirjev.
- b. **Posojilodajalec** oziroma **originator** z odobravanjem ali z nakupi posojil oblikuje premoženje, ki je kasneje predmet listinjenja; navadno tudi ustanovi fiduciarno družbo in ji proda omenjeni paket premoženja. Opravlja lahko tudi vlogo serviserja posojil.
- c. **Fiduciarna družba** (angl. *trust*) je družba s posebnim namenom, ustanovljena, da od originatorja kupi posojila in da na podlagi tega premoženja oziroma t. i. zavarovanja izda vrednostne papirje (npr. MBS-je, ABS-je ipd.). Ustanovi jo originator ali kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev, pri čemer navadno postane podružnica ustanovitelja. Med njene naloge sodijo še nadzorovanje zavarovanja, sprejemanje s strani serviserja pobranih in posredovanih sredstev (rednih in predčasnih odplačil glavnice posojil in plačil obresti prvotnih posojilojemalcev) ter njihovo izplačevanje vlagateljem.
- d. **Serviser** (angl. *servicer*) zbira redna in predčasna odplačila glavnice posojil in plačila obresti, opravljena s strani posojilojemalcev, in ta sredstva posreduje družbi s posebnim namenom. Če posojilojemalci niso sposobni poravnati svojih obveznosti, je navadno zadolžen tudi za izterjavo teh dolgov. Med njegove zadolžitve sodita še nudenje administrativne podpore fiduciarju (npr. priprava periodičnih informativnih poročil) in periodično informiranje o poslu še drugih vanj vpletenih (npr. vlagateljev, bonitetnih agencij). Vlogo serviserja običajno opravlja originator, lahko pa ta to delo prepusti zunanjemu izvajalcu.
- e. **Fiduciar** (angl. *trustee*) je proti plačilu najeta tretja oseba, katere osnovna naloga je, da z nadzorom poteka posla in prisotnih denarnih tokov (zbiranja, prenašanja in izplačevanja rednih in predčasnih odplačil glavnice posojil ter plačil obresti) varuje pravice vlagateljev.
- f. **Garant kreditne bonitete** (angl. *credit enhancer*) oziroma **zavarovatelj** se v posel tradicionalnega listinjenja vključi, da bi bilo izpolnjevanje obveznosti družbe s posebnim namenom do vlagateljev pravočasno in bolj gotovo ter da bi ti vrednostni papirji ob izdaji

---

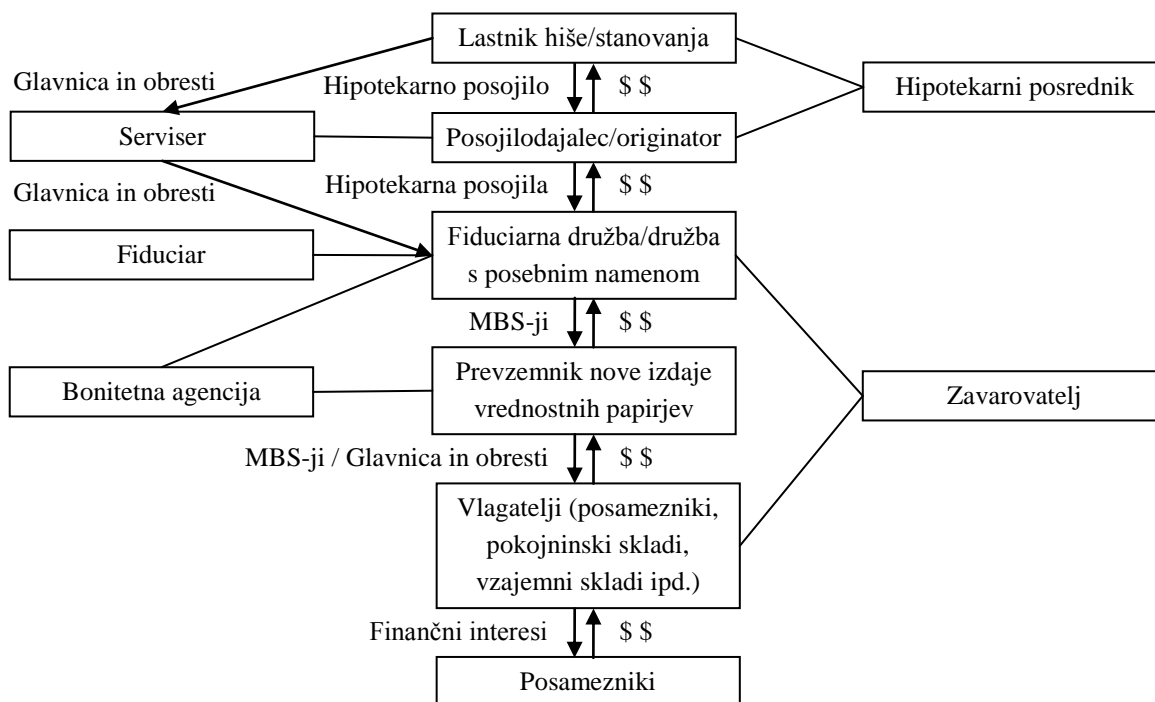
<sup>15</sup> Trditi, da so vedno prisotni, bi bilo napačno. Posel tradicionalnega listinjenja namreč lahko ne zahteva njihovega sodelovanja (npr. ne zahteva bonitetne ocene bonitetne agencije, ne zahteva vključitve vseh mehanizmov za zvišanje kreditne bonitete) ali kateri izmed udeležencev opravlja dve vlogi (npr. originator opravlja tudi vlogo serviserja).

pridobili želeno (višjo) bonitetno oceno. Med mehanizme za izboljšanje kreditne bonitete sodijo na eni strani **zunanji mehanizmi za izboljšanje kreditne bonitete** – to sta npr. akreditiv in poroštvo (angl. *surety bond*) banke ali finančne zavarovalnice – in na drugi strani **notranji mehanizmi za izboljšanje kreditne bonitete** – to so npr. izdaja vrednostnih papirjev v vrednosti, ki je nižja od vrednosti zavarovanja (angl. *overcollateralization*), podrejena/nadrejena struktura dolga (angl. *senior subordinated debt structure*), obrestni razmik, račun rezerv ipd.

- g. **Bonitetna agencija** vrednostnim papirjem dodeli bonitetno oceno.
- h. **Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev** (angl. *underwriter*) od družbe s posebnim namenom kupi vrednostne papirje in jih proda vlagateljem. Zaradi poznavanja trga še pred tem sodeluje pri strukturiranju posla listinjenja, določi cene vrednostnih papirjev in opravlja trženjske aktivnosti. Možno je tudi, da vrednostnih papirjev ne kupi in da o omenjenih stvareh le svetuje izdajatelju (družbi s posebnim namenom); v tem primeru vlagatelji vrednostne papirje kupijo neposredno pri družbi s posebnim namenom.
- i. **Vlagatelji** vlagajo v vrednostne papirje in s preferencami glede ročnosti, obrestne mere (nespremenljive ali spremenljive obrestne mere), donosnosti ipd. sooblikujejo trg.

Pri shemi tradicionalnega listinjenja stanovanjskih hipotekarnih posojil (glej Sliko št. 6) je posojilojemalec navadno novi **lastnik nepremičnine**, ki pri originatorju, ob ali brez pomoči **hipotekarnega posrednika**, pridobi stanovanjsko hipotekarno posojilo. Vlogo originatorja opravlja npr. komercialna banka, hranilnica, vlogo kupca primarne izdaje vrednostnih papirjev npr. investicijska banka, med vlagatelje v MBS-je pa sodijo npr. vzajemni skladi, hedge skladi, zavarovalnice, pokojninski skladi (Sabry & Schopflocher, 2007, str. 5–7).

Slika 6: Tradicionalno listinjenje hipotekarnih posojil



Vir: F. Sabry & T. Schopflocher, *The Subprime Meltdown: A Primer*, 2007, str. 5.

### 2.1.1 Prednosti tradicionalnega listinjenja za posojilodajalce

Tradicionalno listinjenje je za posojilodajalca (banko) zanimivo, ker ji nudi dodatne možnosti na področjih upravljanja bilance stanja, kot so npr. financiranje sredstev, upravljanje z regulatornim kapitalom, upravljanje tveganj; konkretno to pomeni, da ga lahko uporabi npr. za (Choudhry, 2007, str. 893–896; Fabozzi, Davis & Choudhry, 2006, str. 76–79; Liaw, 2006, str. 174):

- a. **Povečanje obsega sredstev (aktive):** gotovina, pridobljena s tradicionalnim listinjenjem posojil, omogoči banki odobravanje novih posojil in posledično povečanje celotnega obsega odobrenih posojil.
- b. **Diverzifikacijo virov financiranja:** z uvedbo vsakega novega vira financiranja banka zmanjšuje odvisnost od svojih preostalih virov financiranja.
- c. **Znižanje stroškov financiranja:** znižanje stroškov financiranja sredstev lahko banka doseže le z izdajo vrednostnih papirjev, ki imajo zadosti višjo boniteto (angl. *credit rating*), kot jo ima sama. Ob tem je še pomembno, da za določitev bonitete s (tradicionalnim) listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev ni ključna boniteta banke, ampak kakovost olistinjenega premoženja in struktura posla.
- d. **Zmanjšanje neuskkljenosti v ročnosti med sredstvi in obveznostmi do virov sredstev** (angl. *maturity mismatch*): banki se pri upravljanju sredstev in obveznosti do virov sredstev pogosto dogaja, da dolgoročna sredstva (npr. stanovanjska hipotekarna posojila) financira s kratkoročnimi obveznostmi (npr. depoziti). Ta ročnostna neuskkljenost med sredstvi in obveznostmi se lahko s tradicionalnim listinjenjem odpravi ali vsaj zmanjša. Z odprodajo posojil družbi s posebnim namenom namreč banka pridobi gotovino, ročnost izdanih vrednostnih papirjev pa je navadno enaka ročnosti olistinjenih sredstev.
- e. **Znižanje minimalnih kapitalskih zahtev** (angl. *regulatory capital relief*): glede na vrsto in obseg premoženja, s katerim razpolaga, mora banka zagotavljati ustrezno raven regulatornega kapitala. S prodajo premoženja, ki se listini, in s spremljajočo izločitvijo s tem premoženjem povezanih tveganj (npr. kreditnega tveganja) lahko banka to raven zniža.<sup>16</sup>
- f. **Izločitev slabih posojil iz bilance stanja:** s prenosom kreditnega tveganja, povezanega s slabimi posojili, lahko banka poleg omenjenega znižanja minimalnih kapitalskih zahtev doseže tudi povečanje svoje vrednosti. Sedanjim in bodočim lastnikom namreč ustreza nižje razmerje med slabimi posojili in vsemi posojili.
- g. **Prejemanje plačil za servisiranje:** vlogo serviserja navadno opravlja originator (banka).

### 2.1.2 Prednosti s tradicionalnim listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev za vlagatelje

Tradicionalno listinjenje različnih vrst premoženja prinaša raznovrstne vrednostne papirje. Vlagatelji imajo prek njih najprej možnost vlagati v specifična področja, ki so jim sicer težko

---

<sup>16</sup> Pri prenosu kreditnega tveganja in posledičnem znižanju kapitalskih zahtev za kreditno tveganje Vuksanović (2010, str. 749) opozarja na naslednje: »Upoštevati je treba, da izvirne banke občasno prevzemajo nekatere (celo najbolj tveganje) tranše v shemah listinjenja, torej se ne rešijo celotnega tveganja (zlasti zaradi pridobivanja zaupanja investitorjev, da je shema kakovostno oblikovana).«

dosegljiva (npr. stanovanjska hipotekarna posojila, terjatve iz naslova kreditnih kartic, posojila malim in srednjim podjetjem itd.). Za posle tradicionalnega listinjenja je dalje značilno, da se praviloma strukturirajo tako, da iz njih izidejo vrednostni papirji z različnimi bonitetnimi ocenami. Vlagatelji lahko torej izbirajo tudi med različno tveganimi naložbami. V primerjavi samo s podjetniškimi obveznicami pa pri s tradicionalnim listinjenjem izdanih vrednostnih papirjih tudi ni tveganj, povezanih z vodenjem in upravljanjem podjetja. Tveganja, ki pa so prisotna, so zvečine povezana s premoženjem oziroma sredstvi in so kot taka tako izmerljiva kot napovedljiva (Angius & Soundararajan, 2006, str. 84–85).

Medtem ko zgornje koristi veljajo za vse vrednostne papirje, izdane s tradicionalnim listinjenjem, McMillan, Pinto, Pirie in Van de Venter (2011, str. 27–28) obravnavajo samo tiste, ki jih vlagateljem prinašajo MBS-ji. Njihovo prvo prednost vidijo v tem, da so tako izgube iz naslova neplačil kot predčasnih odplačil veliko bolj napovedljive za pakete hipotekarnih posojil kot pa za posamezna hipotekarna posojila. Dalje, MBS-ji po njihovem mnenju privlačijo vlagatelje, ki želijo vlagati v hipotekarna posojila, a jih sami niso sposobni učinkovito servisirati, ali vlagatelje, ki preprosto niso dovolj veliki, da bi kupili stotine hipotekarnih posojil in z njimi dosegli koristi razvejanja oziroma diverzifikacije in ekonomij obsega pri servisiranju. Naposled pa je trg MBS-jev v primerjavi s trgom hipotekarnih posojil tudi veliko bolj likviden.

## 2.2 Vladne agencije in njihova vloga v Združenih državah Amerike

V zvezi z agencijskimi RMBS-ji se z izrazom **vladne agencije** označujejo Vladno nacionalno hipotekarno združenje (angl. *Government National Mortgage Association* ali *Ginnie Mae*), Zvezno nacionalno hipotekarno združenje (angl. *Federal National Mortgage Association* ali *Fannie Mae*) in Zvezno združenje za stanovanjska hipotekarna posojila (angl. *Federal Home Loan Mortgage Corporation* ali *Freddie Mac*) (Johnson, 2004, str. 281–282). Vloga vladnih agencij je ohranjati aktiven sekundarni trg hipotekarnih posojil in tako pomagati originatorjem odobravati hipotekarna posojila širšemu krogu gospodinjestev. Originatorji lahko namreč s programi listinjenja, ki jim jih nudijo vladne agencije, dostopajo do relativno poceni sredstev za nova hipotekarna posojila (Davidson, Sanders, Wolff & Ching, 2003, str. 75).

**Ginnie Mae** je z odcepitvijo od Fannie Mae leta 1968 ustanovil ameriški kongres. Kot z zvezno vlado povezana institucija, ki deluje pri ameriškem Ministrstvu za gradnjo in urbani razvoj (angl. *Department of housing and urban development*), je do danes ostala v lasti ameriške vlade (Veronesi, 2010, str. 287). Njeni osnovni nalogi sta, da sponzorira programe izdajanja MBS-jev, ki jih izvajajo zasebne finančne institucije (npr. banke, hranilnice), in da pri teh programih opravlja vlogo garanta, ki vlagateljem v MBS-je jamči pravočasna plačila obresti in vračila glavnice (Saunders & Cornett, 2003, str. 734).<sup>17</sup> Da bi RMBS-ji pridobili jamstvo Ginnie Mae, morajo biti izdani na podlagi stanovanjskih hipotekarnih posojil, ki so za kreditno tveganje zavarovana pri Vladni službi za veterane (angl. *Veterans Administration*), Zvezni stanovanjski

---

<sup>17</sup> Ginnie Mae ne odobrava ali kupuje stanovanjskih hipotekarnih posojil niti ne izdaja RMBS-jev (Veronesi, 2010, str. 287). Ko ugotovi, da stanovanjska hipotekarna posojila ustrezajo njenim merilom, »le« izda jamstvo, RMBS-je z njenim jamstvom pa prek družbe s posebnim namenom izda originator (Johnson, 2004, str. 282–283).



upravi (angl. *Federal Housing Administration*), Službi za stanovanjsko gradnjo na podeželju (angl. *Rural Housing Service*) ali Pisarni za javno in indijansko stanovanjsko gradnjo (angl. *Office of Public and Indian Housing*) (Saunders & Cornett, 2003, str. 734; About Ginnie Mae, 2012).

Tudi **Fannie Mae** je leta 1938 ustanovil ameriški kongres. Do leta 1968 je bila kot vladna agencija v lasti vlade, tega leta pa se je spremenila v delniško družbo in pridobila zasebne lastnike (Veronesi, 2010, str. 287). Kljub preoblikovanju je pri ameriški zakladnici pridobila kreditno linijo (Saunders & Cornett, 2003, str. 734). Od leta 2008 je pod nadzorom vlade (angl. *conservatorship*) oziroma natančneje Zvezne agencije za stanovanjsko financiranje (angl. *Federal housing finance agency*), vlada pa je ponovno postala tudi njen večinski lastnik (Čibej, 2008, str. 1–2; Veronesi, 2010, str. 287).<sup>18</sup> Drugače kot Ginnie Mae, ki »le« sponzorira programe izdajanja MBS-jev, Fannie Mae vseskozi opravlja vlogo aktivnega izdajatelja RMBS-jev. Te izdaja na dva različna načina. Pri prvem od originatorja kupi paket stanovanjskih hipotekarnih posojil in ga financira z izdajo RMBS-jev – te proda zunanjim vlagateljem – pri drugem pa RMBS-je z originatorjem zamenja za stanovanjska hipotekarna posojila in originatorju prepusti, da jih obdrži ali proda na kapitalskem trgu. Za RMBS-je, izdane v okviru svojih programov, jamči pravočasna plačila obresti in vračila glavnice, v njenih programih pa se listinijo stanovanjska hipotekarna posojila, zavarovana pri Zvezni stanovanjski upravi ali Vladni službi za veterane, ali navadna stanovanjska hipotekarna posojila, ki izpolnjujejo še nekatera dodatna merila (npr. LTV razmerje, višino posojila ipd.) (Saunders & Cornett, 2003, str. 734).

**Freddie Mac** je bil s strani ameriškega kongresa ustanovljen leta 1970. V začetku je bil v lasti več kot 3000 hranilnih združenj, članic Sistema federalnih bank za stanovanjska posojila (angl. *Federal Home Loan Bank System*), leta 1989 pa se je preoblikoval v delniško družbo in prešel v roke zasebnih lastnikov (Jacobus, 2010, str. 228; Maeda, 2009, str. 143). Pri ameriški zakladnici si je zagotovil kreditno linijo (Saunders & Cornett, 2003, str. 734). Leta 2008 sta ga, enako kot Fannie Mae, doletela vladni nadzor in »podržavljenje« (Čibej, 2008, str. 1–2; Veronesi, 2010, str. 287). Freddie Mac vseskozi deli poslovni model s svojo tekmico, tj. Fannie Mae. Tudi sam namreč uporablja isti metodi izdajanja RMBS-jev. Za »svoje« RMBS-je, enako kot Fannie Mae, jamči pravočasna plačila obresti in vračila glavnice ter v programe listinjenja uvršča istovrstna stanovanjska hipotekarna posojila (Saunders & Cornett, 2003, str. 734). Drugače kot Fannie Mae oziroma v večjem deležu listini navadna stanovanjska hipotekarna posojila in pogosteje sodeluje s hranilnimi združenji (Jacobus, 2010, str. 228; Saunders & Cornet, 2003, str. 734).

Ginnie Mae je edina vladna agencija, ki ima status z vlado povezane institucije. Njeno jamstvo pravočasnih plačil obresti in vračil glavnice je zato vseskozi podprto s polnim zaupanjem in veljavo ameriške vlade (Johnson, 2004, str. 283). Pred septembrom leta 2008 je bilo takšno le jamstvo Ginnie Mae, s takratno »nacionalizacijo« družb Fannie Mae in Freddie Mac pa sta to podporo pridobili tudi jamstvi Fannie Mae in Freddie Mac (Sundaesan, 2009, str. 247).

---

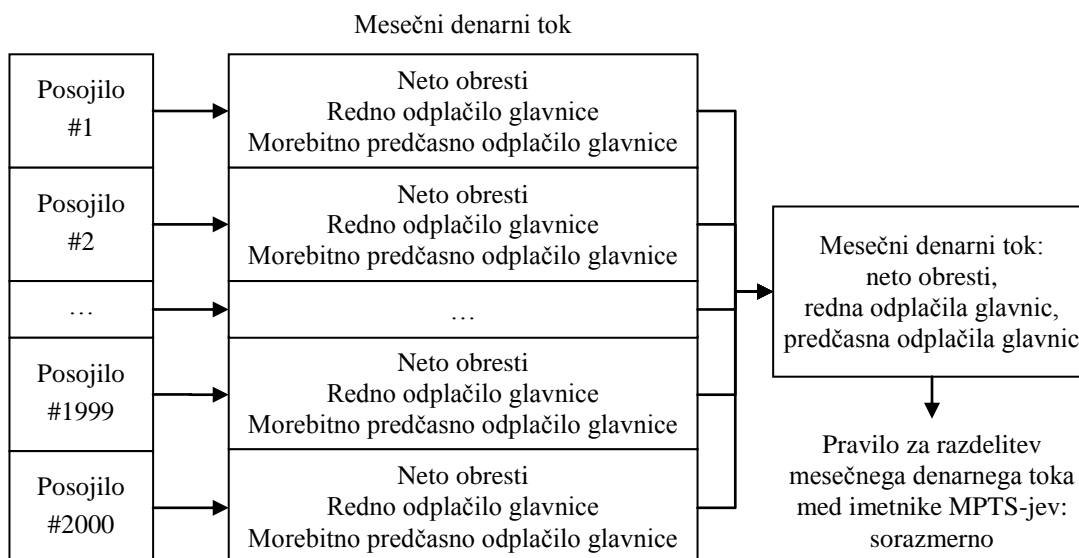
<sup>18</sup> Čibej (2008, str. 2) o nacionalizaciji družb Fannie Mae in Freddie Mac iz leta 2008 pravi: »Družbi sta bili doslej v povsem zasebni lasti, zdaj pa je v njihovih rokah le še petina premoženja; ostalih 80 odstotkov je prevzela država. Ta je družbama dala jamstva, v zameno pa je od obeh dobila za milijardo dolarjev prednostnih delnic.«

## 2.3 Hipotekarne pretočne obveznice

**Hipotekarne pretočne obveznice** oziroma **MPTS-ji** so najpreprostejša različica MBS-jev. Vsak MPTS predstavlja določen delež paketa stanovanjskih hipotekarnih posojil, na podlagi katerega so izdani, njegov imetnik pa je upravičen do mesečnih izplačil sorazmernega deleža denarnega toka, ki ga ta paket generira. Pripadajo mu torej sorazmerni deleži plačil obresti, rednih odplačil glavnice posojil in predčasnih odplačil glavnice posojil prvotnih posojiljemalcev (Martellini et al., 2003, str. 596–597). Mejač Krassnig (1997, str. 5) pa glede njihovega poimenovanja pravi takole: »Pretočne obveznice (»pass-through securities«) so dobile ime zaradi vloge izdajatelja, ki posreduje oziroma prenaša prejeta plačila od posojiljemalcev. [...] Posojiljemalci odplačujejo posojila mesečno, prejeta odplačila pa izdajatelj investitorjem prav tako posredujejo mesečno.«

Kaj nakup MPTS-jev prinese vlagatelju, Fabozzi (2007, str. 49–50) razloži na naslednjem poenostavljenem primeru. Tako vlagatelj, ki je lastnik enega hipotekarnega posojila (vrednost posojila je npr. 100.000 denarnih enot), kot vlagatelj, ki je lastnik MPTS-jev v isti vrednosti (vrednost naložbe je npr. 100.000 denarnih enot), sta izpostavljena tveganju predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil, a z eno pomembno razliko. Tveganje, ki mu je izpostavljen prvi vlagatelj, prihaja od enega posojila, tveganje, ki mu je izpostavljen drugi vlagatelj, pa od vseh posojil iz paketa, ki so bila podlaga za izdajo MPTS-jev (npr. 2000). Pri napovedi oziroma oceni tega tveganja ima zato drugi vlagatelj, tudi ob pomoči preteklih oziroma zgodovinskih izkušenj glede predčasnih odplačil glavnice tovrstnih posojil, veliko lažje delo.

Slika 7: Oblikovanje MPTS-jev



Vir: F. J. Fabozzi, *Fixed income analysis*, 2007, str. 50.

Denarni tok, ki se pretaka imetnikom MPTS-jev, vrednostno vendarle ni popolnoma identičen denarnemu toku, ki ga ustvarja paket stanovanjskih hipotekarnih posojil. Je namreč nekoliko

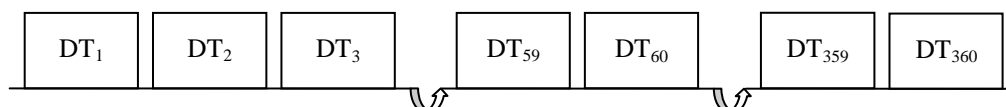
nižji, saj ga ves čas trajanja posla listinjenja zmanjšujeta (vsaj) dve vrsti stroškov, in sicer plačilo za servisiranje – tega za servisiranje posojil iz paketa mesečno prejema serviser – ter plačilo za zagotavljanje jamstva (angl. *guaranteeing fee*) – tega za izdano jamstva mesečno prejema izdajatelj MPTS-jev ali neki zunanji garant (npr. vladna agencija) (Fabozzi, 2007, str. 261).

Vsak posojilojemalec ima pravico, da preostalo glavnico svojega stanovanjskega hipotekarnega posojila – delno ali v celoti – odplača še pred pogodbeno določenim datumom zapadlosti (Liaw, 2006, str. 177). Za imetnike MPTS-jev, ki so izdani na podlagi takšnih stanovanjskih hipotekarnih posojil, pa to pomeni, da ne poznajo oziroma ne morejo z gotovostjo napovedati denarnega toka, ki ga bodo v prihodnje deležni iz naslova teh vrednostnih papirjev. Z drugimi besedami: izpostavljeni so **tveganju predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil** (Lucas et al., 2006, str. 108).

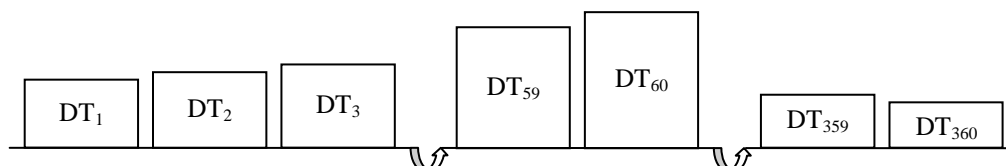
Kako predčasna odplačila glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil (iz paketa) učinkujejo na denarni tok, ki ga prejema imetniki MPTS-jev, Saunders in Cornett (2003, str. 739–744) prikažeta z naslednjim primerom. Če se MPTS-ji izdajo na podlagi paketa stanovanjskih hipotekarnih posojil s fiksno obrestno mero in anuitetnim odplačevanjem (angl. *fully amortized*) in če predčasnih odplačil glavnice posojil pri posojilih iz tega paketa ni, se med imetnike MPTS-jev vse mesece razdeljujejo enaki zneski prav tako mesečno pobiranih sredstev (rednih odplačil glavnice posojil in plačil obresti). Če pa se MPTS-ji izdajo na podlagi enakega paketa stanovanjskih hipotekarnih posojil in če so predčasna odplačila glavnice posojil prisotna, se med imetnike MPTS-jev mesečno razdeljujejo različni zneski zbranih sredstev. Ti zneski namreč zaradi predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil najprej rastejo, dosežejo določen vrh in naposled upadajo. Povedano še drugače: med imetnike MPTS-jev se ob koncu 360. meseca razdeli veliko manj sredstev kot ob koncu 60. ali 1. meseca.

*Slika 8: Učinek predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil na denarni tok, ki se razdeljuje med imetnike MPTS-jev*

Ni predčasnih odplačil stanovanjskih hipotekarnih posojil



Predčasna odplačila stanovanjskih hipotekarnih posojil so prisotna



**Legenda:**  $DT_n$  – Denarni tok v mesecu  $n$ , generiran s strani paketa hipotekarnih posojil.

Vir: A. Saunders & M. M. Cornett, *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, 2003, str. 743.

Napovedovanje denarnega toka, ki ga prejemajo imetniki MPTS-jev, in nadaljnje vrednotenje oziroma cenitev teh vrednostnih papirjev je zaradi predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil dodobra oteženo (Liaw, 2006, str. 177). V praksi zato uporabljajo različne modele za določitev predčasnih odplačil glavnice posojil, kot so PSA-model (angl. *Public Securities Association (PSA) prepayment model*), empirični oziroma izkustveni modeli različnih finančnih institucij, modeli vrednotenja opcij ipd. (Saunders & Cornett, 2003, str. 744).

Na dinamiko predčasnih odplačil glavnice (stanovanjskih) hipotekarnih posojil iz paketa vpliva več dejavnikov. Mednje sodijo (Fabozzi, 2007, str. 271; Liaw, 2006, str. 177):

- a. **Trenutno veljavna hipotekarna obrestna mera:** njen vpliv je viden dvakrat. Najprej velja, da večja ko je razlika med trenutno veljavno hipotekarno obrestno mero in obrestno mero, ki jo za hipotekarno posojilo plačuje posojilojemalec, verjetneje je, da bo ta to svoje posojilo refinanciral – tj. za odplačilo starega najel novo posojilo (posojilojemalec mora pri tej odločitvi seveda upoštevati tudi različne stroške refinanciranja, npr. pravne stroške, stroške najema novega posojila ipd.). Kot drugo pa je pri veljavni hipotekarni obrestni meri pomembno, da je njen učinek odvisen tudi od njenih preteklih vrednosti. Večje povečanje predčasnih odplačil glavnice posojil gre namreč pričakovati predvsem ob prvem zadostnem znižanju veljavne hipotekarne obrestne mere, medtem ko bo ob njenem drugem znižanju na isto raven ta učinek zelo verjetno manjši (v vmesnem obdobju je ta npr. narasla).
- b. **Dinamika trga nepremičnin:** več trgovanja z nepremičninami prinese več predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil, na samo trgovanje z nepremičninami pa pozitivno vplivata naslednja dejavnika: relativno nizka veljavna hipotekarna obrestna mera, ki povečuje dostopnost nepremičnin, in rastoče gospodarstvo, ki povečuje zaposlenost, dohodke in mobilnost družin.
- c. **Značilnosti hipotekarnih posojil iz paketa:** skozi življenjski cikel hipotekarnih posojil iz paketa se obsegi predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil spreminjajo. V začetku naj bi bili majhni, nato naj bi rasli, ko pa dosežejo določeno raven, naj bi na tej ostali do zapadlosti posojil. Drugi dejavnik, ki je neposredno povezan s hipotekarnimi posojili iz paketa, pa je sama lokacija zastavljenih nepremičnin. Nekatera območja so preprosto bolj nagnjena k predčasnim odplačilom glavnice hipotekarnih posojil kot druga.
- d. **Sezonska komponenta:** v spomladanskih in poletnih mesecih, ko je trg nepremičnin bolj aktiven, je zato tudi več predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil.

## 2.4 Hipotekarne nepretočne obveznice

**Hipotekarne nepretočne obveznice** oziroma **CMO-ji** so po Liaw-u (2006, str. 180) vrednostni papirji, ki so zavarovani s paketom stanovanjskih hipotekarnih posojil ali s paketom MPTS-jev in ki so strukturirani tako, da se denarni tok, generiran s strani tega paketa, razdeljuje med imetnike CMO-jev različnih razredov oziroma tranš (angl. *tranches*). Ključno pri tem pa je, da se CMO-ji različnih razredov med seboj razlikujejo po datumu zapadlosti, značilnostih denarnega toka in izpostavljenosti prisotnim tveganjem. Namen oblikovanja CMO-jev različnih razredov pa morda še jasneje prikaže Fabozzi (2007, str. 273), ko razlaga, da imajo na novo izdani CMO-ji

različnih razredov zlasti drugačne izpostavljenosti tveganju predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil in zato tudi drugačna razmerja med tveganostjo in donosnostjo (angl. *risk/return patterns*), kot jih imajo stanovanjska hipotekarna posojila ali MPTS-ji, na podlagi katerih nastanejo. Pri tem pa je treba še upoštevati, kot opozarja, da oblikovanje CMO-jev ne odstrani ali zmanjša tveganja predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil, ampak ga le prerazporeja med imetnike CMO-jev različnih razredov.

Razporeditev posojilnih denarnih tokov med imetnike CMO-jev različnih razredov poteka po nizu vnaprej določenih pravil. Plačilna pravila torej natančno določajo, ali in do koliko zbranih rednih in predčasnih odplačil glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil ter plačil obresti so ob koncu vsakega obračunskega obdobja upravičeni imetniki CMO-jev posameznega razreda (Davidson et al., 2003, str. 185–187).

**Razredov CMO-jev** z lastnimi plačilnimi pravili je ne le veliko, ampak se med seboj tudi pomembno razlikujejo. V nadaljevanju predstavim le nekatere od pomembnejših (Fabozzi, 2007, str. 273–294; Johnson, 2004, str. 287–295; Saunders & Cornett, 2003, str. 755–757):

- a. **Zaporedni razred** (angl. *sequential-pay tranche*): denarni tok, generiran s strani zavarovanja (paketa hipotekarnih posojil ali paketa MPTS-jev), se med imetnike CMO-jev več zaporednih razredov razdeljuje na naslednji način. Po vsakem obračunskem obdobju se imetnikom CMO-jev vseh zaporednih razredov najprej izplačujejo obresti na vloženo glavnico. Samo imetnikom CMO-jev prvega zaporednega razreda pa se istočasno izplačujejo še preostanki omenjenega denarnega toka. Ta denarni tok se tako izplačuje, vse dokler prvi zaporedni razred ni v celoti odplačan oziroma »upokojen« (to pomeni, da so bila imetnikom CMO-jev prvega zaporednega razreda vrnjena vsa vložena sredstva). Po tem, ko je na opisani način odplačan prvi zaporedni razred, pa se na enak način odplačajo še drugi po vrsti in vsi naslednji zaporedni razredi.<sup>19</sup>
- b. **Razred Z**<sup>20</sup> (angl. *Z class*) oziroma **prirastkovni razred** (angl. *accrual class*): zaporedne CMO strukture oziroma izdaje CMO-jev več zaporednih razredov (angl. *sequential-pay CMO structures*) pogosto vključujejo tudi izdajo CMO-jev najmanj enega razreda Z. Vračanje s strani vlagateljev v CMO-je razreda Z vložene glavnice in plačevanje obresti pa pri tem razredu potekata na naslednji način. Tekoče obresti, ki se mesečno obračunavajo kot odstotek<sup>21</sup> od vložene glavnice, se ne izplačujejo imetnikom CMO-jev razreda Z, ampak se namesto njim izplačujejo imetnikom CMO-jev tistega zaporednega razreda, ki je trenutno v obdobju odplačevanja (vsakokratno izplačilo pomeni še dodatno zmanjšanje glavnice tega razreda). V zameno za neizplačevanje tekočih obresti pa se glavnica razreda Z za te iste zneske vse do odplačila vseh predhodnih zaporednih razredov povečuje. Imetniki CMO-jev razreda Z zato svoje prvo izplačilo prejmejo šele takrat, ko so v celoti odplačani vsi

---

<sup>19</sup> Glej tudi Prilogo 4: Primer delovanja hipotekarnih nepretočnih obveznic več zaporednih razredov.

<sup>20</sup> Črka Z namiguje na brezkuponske obveznice (angl. *zero-coupon bonds*), četudi CMO-ji razreda Z to niso. Nanje spominja le to, da njihovi imetniki do odplačila vseh predhodnih zaporednih razredov ne prejmejo nobenih izplačil (Saunders & Cornett, 2003, str. 755).

<sup>21</sup> Za CMO-je razreda Z je (enako kot za CMO-je zaporednega razreda) določena fiksna letna kuponska obrestna mera.

predhodni zaporedni razredi, to pa tedaj sestoji na eni strani iz pripadajočih obresti, izračunanih kot odstotek od »prirasle« glavnice, in na drugi strani iz pripadajočega dela glavnice, ki se jim v tistem mesecu vrača. Z vključitvijo razreda Z se doseže, da se zaporedni razredi CMO-jev hitreje odplačajo, hkrati pa se vlagateljem ponudijo dolgoročni CMO-ji razreda Z, ki imajo specifičen denarni tok in ki so zanimivi predvsem vlagateljem, nenaklonjenim tveganju reinvestiranja.

- c. **Razred s spremenljivo kuponsko obrestno mero** (angl. *floating-rate class*): čeprav zavarovanje, ki je podlaga za izdajo CMO-jev, prinaša fiksne obresti, je na podlagi tega možno oblikovati tudi razrede CMO-jev s spremenljivo obrestno mero. To se opravi tako, da se iz zaporednega razreda s fiksno kuponsko obrestno mero oblikujeta dva razreda, in sicer **razred s spremenljivo kuponsko obrestno mero** in **razred z inverzno spremenljivo kuponsko obrestno mero** (angl. *inverse floating-rate tranche*). Kuponski obrestni meri obeh novih razredov pa se pri tem izrazita v razmerju do izbrane referenčne obrestne mere (npr. londonske medbančne obrestne mere oziroma LIBOR-ja). Primer takšnega oblikovanja kuponskih obrestnih mer bi bil, če bi na podlagi zaporednega razreda s fiksno obrestno mero v višini 7,5 % oblikovali naslednja razreda: razred s spremenljivo kuponsko obrestno mero, katerega kuponska obrestna mera bi bila »LIBOR + 50 bazičnih točk« (ta kuponska obrestna mera je tudi navzgor omejena in v tem primeru ne sme presegati 9,5 %), in razred z inverzno kuponsko obrestno mero, katerega kuponska obrestna mera bi bila »28,3 – 3 \* LIBOR«.
- d. **Strukturirani obrestni razred** (angl. *structured interest-only class*) ali **fiktivni obrestni razred** (angl. *notional interest-only class*): kuponske obrestne mere enega ali več zaporednih razredov so lahko – namesto da bi bile enake – tudi nižje od kuponske obrestne mere, ki jo zagotavlja zavarovanje. Zavarovanje tako periodično generira več obresti, kot pa se jih periodično izplačuje imetnikom CMO-jev enega ali več zaporednih razredov. V tem primeru se lahko v CMO strukturo vključi tudi strukturirani obrestni razred, katerega CMO-ji njihovim imetnikom prinašajo prav te »presežne« obresti.
- e. **Razred z načrtovano amortizacijo** (angl. *planned amortization class*, v nadaljevanju PAC razred): kljub pojavu CMO struktur, ki jih tvorijo zaporedni in drugi opisani razredi CMO-jev in ki omogočajo določeno manipuliranje s tveganjem predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil, večina vlagateljev tovrstna vlaganja še vedno razume kot resno izpostavitvev omenjenemu tveganju. Na trgu se zato pojavijo CMO strukture s PAC razredi, ki v primerjavi z omenjenimi razredi nudijo bolj predvidljiv denarni tok. PAC razredi so namreč zasnovani tako, da – če se izpolni vnaprej znan pogoj, da hitrost predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil med trajanjem zavarovanja ostane v določenih mejah – zagotavljajo izpolnitev vnaprej znanega oziroma načrtovanega denarnega toka. Še z drugimi besedami: že pred izdajo CMO-jev PAC razreda je postavljen natančen načrt odplačila glavnice tega razreda, ki se mu po izdaji v celoti sledi. Da pa bi bilo te obljube glede denarnega toka PAC razreda sploh možno izpolniti, sta ključni dve značilnosti PAC CMO struktur, in sicer obstoja najprej prednosti, ki jo ima odplačilo glavnice PAC razreda pred odplačilom glavnice vseh drugih »ne-PAC« razredov, in nato še v teh CMO strukturah vedno prisotnih **ne-PAC razredov** (angl. *non-PAC tranches*), imenovanih tudi **podporni razredi** (angl. *support tranches*) ali **spremljevalni razredi** (angl. *companion tranches*). Ti razredi so

namreč tisti, ki – da bi »varovali« PAC razrede – absorbirajo tveganje predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil.

- f. **Razredi, ki se oblikujejo iz PAC in podpornih razredov:** opisana PAC in podporni razred sta lahko tudi osnova za tvorbo povsem novih razredov CMO-jev. Iz posameznega PAC razreda se lahko oblikuje več novih zaporednih PAC razredov (angl. *sequential-pay PAC tranches*). To so razredi, ki se – enako kot »navadni« zaporedni razredi – odplačujejo drug za drugim in ki ob izpolnitvi pogoja glede hitrosti predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil – enako kot »navadni« PAC razredi – nudijo vnaprej znan denarni tok. Podobno kot PAC razred, pa se tudi posamezni podporni razred lahko razdeli na več novih razredov, ki se nadgradijo z že znanimi koncepti, kot so koncept zaporednega razreda (nastanejo zaporedni podporni razredi), koncept razreda s spremenljivo obrestno mero (nastane podporni razred s spremenljivo kuponsko obrestno mero in podporni razred z inverzno spremenljivo kuponsko obrestno mero), koncept prirastkovnega razreda (nastane prirastkovni podporni razred) ali celo ponovno koncept PAC razreda.<sup>22</sup>

## 2.5 STRIP hipotekarno zavarovani vrednostni papirji

Kadar se na podlagi paketa stanovanjskih hipotekarnih posojil ali paketa MPTS-jev izdajo obveznice v natanko dveh razredih in kadar sta ta razreda oblikovana tako, da se imetnikom obveznic enega razreda izplačujejo izključno plačila obresti, imetnikom obveznic drugega razreda pa izključno redna in predčasna odplačila glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil, gre za **STRIP hipotekarno zavarovane vrednostne papirje** oziroma **SMBS-je**. V sklopu **obrestnega razreda** (angl. *interest-only class*) se izdajo **obrestni SMBS-ji** (angl. *interest-only mortgage strips*), v sklopu **glavničnega razreda** (angl. *principal-only class*) pa **glavnični SMBS-ji** (angl. *principal-only mortgage strips*) (Fabozzi, 2007, str. 294).

Glavnični SMBS-ji so vrednostni papirji, ki se izdajo z diskontom. Donos, ki ga realizirajo njihovi imetniki, je zato odvisen od hitrosti predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil. Velja namreč, da višja ko je ta hitrost, višja je tudi donosnost teh vrednostnih papirjev. Razmerje med hitrostjo predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil in donosnostjo glavničnih SMBS-jev pa ponazarja naslednji poenostavljen primer. Nominalna in tržna vrednost paketa 30-letnih (stanovanjskih) hipotekarnih posojil, ki je podlaga za izdajo glavničnih SMBS-jev, sta danes enaki in znašata 40 milijonov denarnih enot; tržna vrednost samo prihodnjih odplačil glavnice hipotekarnih posojil oziroma glavničnega razreda ob tem danes znaša 17,5 milijona denarnih enot. Izraženo v denarnih enotah, je torej donos, ki ga v tridesetih letih realizirajo imetniki glavničnih SMBS-jev, enak razliki med današnjo nominalno vrednostjo paketa hipotekarnih posojil in današnjo tržno vrednostjo omenjenega glavničnega razreda ter znaša 22,5 milijona denarnih enot. Zdaj pa predvidim dve skrajni možnosti, in sicer, da vsi posojilojemalci že danes

---

<sup>22</sup> PAC razred prve ravni se potem imenuje PAC I razred (angl. *PAC I tranche* ali *Level I PAC tranche*), PAC razred druge ravni – tj. torej tisti, ki nastane iz podpornega razreda prve ravni – pa PAC II razred (angl. *PAC II tranche* ali *Level II tranche*). Na tej drugi ravni se skupaj s PAC II razredom oblikuje tudi novi podporni razred, in sicer ne-PAC II podporni razred (angl. *non-PAC II support tranche*), ki pa je nato lahko predmet vnovične nadgradnje (oblikujeta se PAC III razred in ne-PAC III podporni razred) (Fabozzi, 2007, str. 292).

odplačajo vsa svoja hipotekarna posojila in da v naslednjih tridesetih letih ni niti enega predčasnega odplačila hipotekarnega posojila. Pri prvem scenariju imetniki glavničnih SMBS-jev realizirajo donos v višini 22,5 milijona denarnih enot že danes, pri drugem pa šele v naslednjih tridesetih letih. Jasno je torej, da je zanje ugodnejša in donosnejša prva možnost (Fabozzi, 2007, str. 294–295).

Če imetnikom glavničnih SMBS-jev ustreza, da se v čim krajšem obdobju predčasno odplača čim večje število glavnice stanovanjskih hipotekarnih posojil, imetnikom obrestnih SMBS-jev ustreza ravno obraten razvoj dogodkov. Kot razlaga Fabozzi (2007, str. 295–296), se slednjim vsak mesec izplača le toliko obresti, kolikor so jih prvotni posojilojemalci v tem mesecu dolžni plačati za svoje še neodplačane glavnice hipotekarnih posojil. To pa pomeni, da več ko je predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil, manjši so mesečni zneski obresti, ki se izplačujejo imetnikom obrestnih SMBS-jev. Če v zelo kratkem času pride do zelo velikega števila predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil, pa se imetnikom obrestnih SMBS-jev lahko zgodi tudi to, da – tudi če te vrednostne papirje držijo v svojem naložbenem portfelju do dospelosti – ne povrnejo zneska, ki ga porabijo za njihov nakup.

Obrestni SMBS-ji in glavnični SMBS-ji sta osnovni in najbolj razširjeni obliki SMBS-jev, vendar kot vidim pri Hayreju (2001, str. 51–52) in Choudhryju (2004, str. 347), ne edini. Mednje sodijo tudi SMBS-ji z drugačnimi pravili glede razporejanja glavnice in obrestne komponente, imenovani **pretočne obveznice s sintetično kuponsko obrestno mero** (angl. *synthetic coupon pass-throughs*). Pri teh se za vsakega od dveh razredov SMBS-jev poljubno določi delež odplačil glavnice in delež plačil obresti, ki se mesečno razdeljuje med njihove imetnike. Na podlagi paketa MPTS-jev s kuponsko obrestno mero v višini 9 % se npr. oblikujeta dva razreda SMBS-jev; prvi s kuponsko obrestno mero v višini 6 % in drugi s kuponsko obrestno mero v višini 12 %. To se doseže z nesorazmernim prerazporejanjem denarnega toka, ki ga generira paket MPTS-jev. Med imetnike SMBS-jev razreda z nižjo kuponsko obrestno mero (6 %) se v tem primeru mesečno izplačuje 50 % vseh mesečno zbranih odplačil glavnice hipotekarnih posojil in 33,33 % vseh mesečno zbranih plačil obresti, med imetnike SMBS-jev z višjo kuponsko obrestno mero (12 %) pa 50 % vseh mesečno zbranih odplačil glavnice hipotekarnih posojil in 66,66 % vseh mesečno zbranih plačil obresti.

## 2.6 Vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili

**Vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili** oziroma **CMBS-ji** so obveznice, ki so zavarovane s paketom komercialnih hipotekarnih posojil. Komercialna hipotekarna posojila, ki tvorijo paket, pa so zavarovana s komercialnimi nepremičninami, kot so večstanovanjske stavbe, poslovne in industrijske stavbe, skladiščni prostori, nakupovalna središča, hoteli ipd. Ta so odobrena z namenom financirati nakup komercialne nepremičnine ali refinancirati obstoječe komercialno hipotekarno posojilo (Fabozzi, 2007, str. 298).

V nasprotju s stanovanjskim hipotekarnim posojilom, pri katerem sta odplačevanje glavnice in plačevanje obresti odgovornosti posojilojemalca z določenim dohodkom in premoženjem, pri



komercialnem hipotekarnem posojilu sredstva za ta plačila prihajajo od dohodka, ki ga ustvarja komercialna nepremičnina (Johnson, 2010, str. 394). Posojilodajalca in kasneje tudi vlagatelja v CMBS-je zato pri oceni kreditne kakovosti komercialnega hipotekarnega posojila zanimajo kazalniki, kot sta npr. stopnja pokritja dolga (angl. *debt-to-service coverage ratio*) – tj. razmerje med neto poslovnim prihodkom, ki ga v obračunskem obdobju ustvari nepremičnina, in sredstvi, potrebnimi za odplačilo dolga v tem istem obračunskem obdobju – in razmerje med vrednostjo posojila ter tržno ali ocenjeno vrednostno zastavljene komercialne nepremičnine (LTV razmerje) (Fabozzi, 2007, str. 298–299; Johnson, 2010, str. 394).

Potencialni vlagatelji v neagencijske RMBS-je se ob presoji kreditnega tveganja, povezanega s paketom stanovanjskih hipotekarnih posojil, zanimajo zlasti za merila, ki jih morajo izpolnjevati v paket vključena posojila (npr. LTV razmerje, ročnost ipd.). Na njihovi osnovi nato na ravni paketa oblikuje predpostavke glede slabih posojil. Drugačen pristop pri ocenjevanju kreditnega tveganja pa ima vlagatelj v CMBS-je. Zaradi edinstvenosti vsake posamezne komercialne nepremičnine vsako komercialno hipotekarno posojilo iz paketa analizirajo posamično (npr. stopnjo pokritja dolga, LTV razmerje ipd.), in to prav tako ne le ob izdaji CMBS-jev, temveč tudi kasneje, med trajanjem posla (Fabozzi, 2007, str. 298–299).

Za komercialno hipotekarno posojilo – drugače kot za stanovanjsko hipotekarno posojilo – prav tako velja, da je njegovo predčasno odplačilo skorajda vedno oteženo. V ta namen koristijo različni instrumenti, kot so denarne kazni za primer predčasnega odplačila glavnice posojila, prepoved predčasnega odplačila glavnice posojila za določeno obdobje (npr. prvih pet let), dovoljenje zgolj za preklic posojila ipd.; zadnji od naštetih instrumentov pomeni dogovor, po katerem posojilojemalec s svojimi sredstvi kupi netvegane vrednostne papirje (npr. državne obveznice), in to v vrednosti, da ti v celoti nadomestijo oziroma replicirajo denarni tok, ki bi ga sicer ustvarjala komercialna nepremičnina (Johnson, 2010, str. 394).

CMBS-ji nudijo vlagatelju – drugače kot RMBS-ji – zaščito pred odpoklicem (angl. *call protection*), ki prihaja na dveh ravneh. Na ravni komercialnega hipotekarnega posojila je ta posledica uporabe v prejšnjem odstavku naštetih instrumentov, na ravni strukture posla pa se ta pojavi, ker se CMBS-ji – enako kot CMO-ji – pogosto izdajo v več zaporednih razredih. To pomeni, da se najprej v celoti odplača razred z najvišjo bonitetno oceno, nato razred z naslednjo najvišjo bonitetno oceno; in tako vse do razreda z najnižjo bonitetno oceno (Fabozzi, 2007, str. 300–301).

Komercialno hipotekarno posojilo posojilojemalec pogosto odplača tako, da med trajanjem posojila plačuje le obresti, ob njegovi zapadlosti pa opravi še t. i. napihnjeno plačilo, ki poleg zadnjega obroka obresti pokrije tudi celotno glavnico posojila. Druga – sorodna – možnost pa je, da med trajanjem posojila poleg plačevanja obresti odplača še manjši del glavnice posojila in da ob zapadlosti posojila spet izvede znatno, a vendar za del že odplačane glavnice posojila nižje, napihnjeno plačilo. Tovrstna pogosta načina odplačevanja komercialnih hipotekarnih posojil se, če se na njihovi osnovi izdajo CMBS-ji, preslikata tudi na denarni tok teh vrednostnih papirjev. Denarni tok CMBS-jev, izdanih na podlagi komercialnih hipotekarnih posojil s končnim

napihnjenim plačilom, zato spominja na denarni tok navadnih kuponskih obveznic (Choudhry, 2003, str. 467).

### 3 HIPOTEKARNO KRITE OBVEZNICE

Krite obveznice izda na podlagi kritnega premoženja finančna institucija, imetnikom pa nudijo dvojno zavarovanje (angl. *dual recourse bonds*). Velja namreč, da imajo imetniki kritih obveznic najprej terjatev do izdajatelja kritih obveznic, če ta ni sposoben poravnati svojih obveznosti, pa še prednostno terjatev do kritnega premoženja (ECB, 2008, str. 6).

Čeprav podajo kratko opredelitev kritih obveznic, pri ECB-ju (2008, str. 6–14) ugotavljajo, da se v evropskem prostoru še ni izoblikovala njihova enotna oziroma širše sprejeta opredelitev. Obstajajo, kot dodajajo, le dokumenti, ki se temu vsak na svoj način približajo. Mednje sodijo dokument ECBC-ja z naslovom ECBC Bistvene značilnosti kritih obveznic (angl. *ECBC Essential features of covered bonds*), Direktiva o kapitalskih zahtevah (angl. *Capital requirements directive*, v nadaljevanju Direktiva CRD) – to sestavljata Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij in Direktiva 2006/49/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij<sup>23</sup> – ter Direktiva 85/611/EGS Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive prednostne papirje (v nadaljevanju Direktiva UCITS).<sup>24</sup> V nadaljevanju diplomskega dela predstavim omenjeni dokument ECBC-ja in za opredelitev kritih obveznic ključni določili iz zadnjih različic obeh omenjenih evropskih direktiv.

#### 3.1 Temeljne značilnosti kritih obveznic, kot jih določajo pri Evropskem svetu za krite obveznice

Evropski svet za krite obveznice oziroma ECBC je leta 2004 ustanovilo Evropsko hipotekarno združenje (angl. *European Mortgage Federation*). Povezuje udeležence trga kritih obveznic (npr. izdajatelje, investicijske banke, analitike, bonitetne agencije) in deluje kot njihovo predstavniško

---

<sup>23</sup> Direktiva CRD je bila večkrat dopolnjena; 28. julija 2009 z Direktivo Komisije 2009/83/ES z dne 27. julija 2009 o spremembah nekaterih prilog k Direktivi 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta glede tehničnih določb o upravljanju s tveganji (t. i. Direktiva CRD II), dne 14. decembra 2010 pa še z Direktivo 2010/76/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o spremembi direktiv 2006/48/ES in 2006/49/ES v zvezi s kapitalskimi zahtevami za trgovalno knjigo in za relistinjenje ter v zvezi z nadzorniškimi pregledom politik prejemkov (t. i. Direktiva CRD III). Ob tem pa je 20. julija 2011 Evropska komisija objavila tudi Predlog Direktive Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih družb ter spremembi Direktive 2002/87/ES Evropskega parlamenta in Sveta o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem konglomeratu in (spremljajoč) Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja (v nadaljevanju skupaj Predlog direktive CRD IV). Ko bo Predlog direktive CRD IV sprejet, bo v celoti nadomestil Direktivo CRD z dopolnili (Regulatory Capital, 2012).

<sup>24</sup> Direktivo UCITS je 1. julija 2011 zamenjala Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (Burmeister, Grossmann & Stöcker, 2011, str. 100).

telo (Mission, 2012). V nadaljevanju povzemam njihov dokument z naslov ECBC Bistvene značilnosti kritih obveznic (ECBC, 2012b, str. 1–5):

Temeljne značilnosti kritih obveznic so minimalne zahteve, ki naj bi jih – da bi upravičevale naziv – izpolnjevale vse krite obveznice. S temi zahtevami skladno izdajo in delovanje kritih obveznic pa se lahko doseže v dveh skupinah držav (z različno zakonsko ureditvijo področja kritih obveznic): v državah, kjer pravni okvir za izdajo kritih obveznic tvorijo zakon in/ali predpisi, namenjeni izključno urejanju kritih obveznic (specializirana zakonodaja), in v državah, kjer ta pravni okvir tvorijo splošni zakoni (npr. pogodbeno pravo) in/ali predpisi, ki niso neposredno namenjeni urejanju področja kritih obveznic (splošna zakonodaja).

S strani ECBC-ja prepoznane **temeljne značilnosti kritih obveznic** pa so:

- a. **Krite obveznice izda kreditna institucija, katere poslovanje ureja posebna zakonodaja in nadzoruje država:** izpolnjevanje obveznosti iz naslova izdanih kritih obveznic je odgovornost kreditne institucije, neizpolnjevanje teh obveznosti pa jo pripelje do plačilne nesposobnosti in stečaja. Kreditna institucija je institucija, ki ima licenco za opravljanje ene ali več bančnih aktivnosti (npr. sprejemanje depozitov, odobravanje posojil ipd.) in ki se od drugih podjetij loči tudi po tem, da je njeno poslovanje urejeno s posebno zakonodajo in nadzorovano s strani pristojnih državnih organov.
- b. **Imetniki kritih obveznic imajo pri poplačilu iz kritnega premoženja prednost pred vsemi drugimi nezavarovanimi upniki kreditne institucije:** kritno premoženje je jasno določen in od preostalega premoženja izdajatelja ločen paket premoženja, ki služi kot zavarovanje za izdane krite obveznice. V primeru stečaja izdajatelja služi poplačilu obveznosti do imetnikov kritih obveznic. Ko so ti v celoti poplačani, pa se lahko iz njega poplačajo tudi drugi upniki izdajatelja.
- c. **Dolžnost kreditne institucije je, da vseskozi zagotavlja zadostno raven kritnega premoženja; to je raven, ki v vsakem trenutku zagotavlja poplačilo obveznosti iz naslova izdanih kritih obveznic:** vrednost kritnega premoženja mora biti stalno enaka ali – kar je še veliko pogostejše – višja od vrednosti kritih obveznic v obtoku. Kadar je višja, obstoji pribitek obsega kritnega premoženja nad obsegom izdanih kritih obveznic, s tem pa tudi dodatna varnost za imetnike kritih obveznic. Višino minimalnega pribitka določa zakon ali pogodba, ki ureja izdajo kritih obveznic, ali pa gre za zmes obojega. Zadnje velja, kadar se izdajatelj kljub zakonsko predpisanemu minimalnemu pribitku pogodbeno zaveže, da ga bo vzdrževal na višji ravni. Da bi vzdrževala zadostno raven kritnega premoženja, kreditna institucija zapadle in slabe naložbe (posojila) nadomešča s primernimi novimi, navadno pa uporablja tudi izvedene finančne instrumente, s katerimi upravlja različna tveganja.
- d. **Izpolnjevanje obveznosti kreditne institucije glede kritnega premoženja nadzorujejo državna ali druga neodvisna telesa:** pri Točki a omenjen državni nadzor nad poslovanjem kreditne institucije se izvaja z namenom zagotavljati stabilnost finančnih in drugih trgov, zagotavljati varnost depozitov, varovati pravice potrošnikov ipd. Ob tem nadzoru, ki se izvaja nad vsako kreditno institucijo v državi, pa je kreditna institucija, ki izda krite obveznice, praviloma deležna še dodatnega nadzora. Posebej se namreč nadzira tudi njeno

izpolnjevanje zahtev glede kritega premoženja – te zahteve so določene zakonsko ali pogodbeno in z namenom varovati interese imetnikov kritih obveznic – pri čemer se metode in izvajalci nadzora med državami razlikujejo. Za države z izključno kritim obveznicam namenjeno zakonodajo v osnovi velja, da ta nadzor najprej opravlja pristojni državni organ (organ za nadzor bančnega sektorja, organ za nadzor kapitalskih trgov ipd.); dodaten tovrstni nadzor lahko v teh državah opravlja tudi skrbnik kritnega premoženja, ki ga imenuje ali le odobri prav ta državni organ. V državah brez posebne zakonodaje za krite obveznice pa se ta nadzor odvija drugače. Njegove osnovne elemente določa ali, kolikor je mogoče, povzema pogodba, sklenjena ob izdaji kritih obveznic. Ta kreditno institucijo oziroma izdajatelja obvezuje, da imenuje zunanjega revizorja, ki periodično revidira kritno premoženje, in zunanjega fiduciarja, ki varuje interese imetnikov kritih obveznic (pogodba lahko določa, da je možno njena določila spremeniti le s fiduciarjevo privolitvijo).

### **3.2 Direktiva UCITS**

Evropski investicijski sklad lahko po prvem pododstavku prvega odstavka 52. člena Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (v nadaljevanju Nova direktiva UCITS) naloži največ 5 % svojih sredstev v prenosljive vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga istega izdajatelja. Skladno s četrtem odstavkom tega člena pa lahko države članice Evropske unije to petodstotno raven dvignejo na največ 25 %, če gre za t. i. nekatere obveznice, ki izpolnjujejo naslednje zahteve:

- obveznice izda kreditna institucija z registriranim sedežem v državi članici Evropske unije;
- kreditna institucija je zakonsko predmet posebnega javnega nadzora, katerega namen je zaščita imetnikov obveznic;
- zneski, pridobljeni z izdajo obveznic, se skladno z zakonom vložijo v naložbe, ki so nato v obdobju do dospelosti obveznic zmožne kriti terjatve, ki izhajajo iz izdanih obveznic;
- v primeru neizpolnjevanja obveznosti oziroma stečaja izdajatelja obveznic se pri prejšnji točki omenjene naložbe prednostno porabijo za poplačilo obveznosti do imetnikov obveznic (poplačilo glavnice in plačilo obresti).

Čprav četrti odstavek 52. člena Nove direktive UCITS kritih obveznic ne omenja neposredno, gre te prepoznati v besedni zvezi nekatere obveznice. V tem določilu našteje zahteve torej posredno opredeljujejo prav krite obveznice (Burmeister et al., 2011, str. 100–101). Ob tem naj še opozorim, da vse krite obveznice na trgu vendarle niso skladne z omenjeno direktivo oziroma ne izpolnjujejo vseh njenih zahtev; zanje opisana privilegirana obravnava seveda ni možna.

### **3.3 Direktiva CRD**

Po 124. členu Predloga Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja (iz Predloga direktive CRD IV), objavljenega 20.

julija 2011 s strani Evropske komisije, sodijo med krite obveznice, ki so po tej direktivi primerne za prednostno obravnavo, le tiste obveznice, ki izpolnjujejo zahteve (že predstavljenega) četrtega odstavka 52. člena Nove direktive UCITS in ki so zavarovane s katerikoli od naslednjih primernih sredstev:<sup>25</sup>

- izpostavljenosti do ali izpostavljenosti z jamstvom: enot centralne, regionalne in lokalne ravni držav članic Evropske unije, centralnih bank držav članic Evropske unije ter oseb javnega prava držav članic Evropske unije;
- izpostavljenost do ali izpostavljenost z jamstvom: enot centralne, regionalne in lokalne ravni držav, ki niso članice Evropske unije\*, centralnih bank držav, ki niso članice Evropske unije\*, oseb javnega prava, ki niso članice Evropske unije\*, multilateralnih razvojnih bank\* in mednarodnih organizacij\*;
- izpostavljenost do: institucij (ustrezne kreditne kakovosti)\* in institucij iz držav članic Evropske unije z zapadlostjo do 100 dni\*;
- posojila, ki so zavarovana s stanovanjskimi nepremičninami\*, posojila, ki so zavarovana z delnicami v (izbranih) finskih stanovanjskih nepremičninskih družbah\*, in posojila, ki so zavarovana z nadrejenimi enotami (angl. *senior units*), izdanimi na podlagi predpisov držav članic Evropske unije o listinjenju posojil, zavarovanih s stanovanjskimi nepremičninami (z drugimi besedami: RMBS-ji)\*;
- posojila, ki so zavarovana s komercialnimi nepremičninami\*, posojila, ki so zavarovana z delnicami v (izbranih) finskih stanovanjskih nepremičninskih družbah\*, in posojila, ki so zavarovana z nadrejenimi enotami, izdanimi na podlagi predpisov držav članic Evropske unije o listinjenju posojil, zavarovanih s komercialnimi nepremičninami (z drugimi besedami: CMBS-ji)\*;
- posojila, ki so zavarovana z ladjo\*.

Predstavljeni člen je zlasti pomemben, ker jasno navaja, katere vrste premoženja so po mnenju evropskega zakonodajalca tiste, ki so primerne za kritje kritih obveznic.

### 3.4 Delitve kritih obveznic

Obstoječe delitve kritih obveznic lahko koristijo pri razumevanju trgov kritih obveznic, a jih ne gre jemati kot dokončne in popolne. V praksi namreč nastajajo odstopanja in tudi različna pravila ter zakoni, ki urejajo krite obveznice, jim vedno ne sledijo (ECB, 2008, str. 14).

Med **delitve kritih obveznic**, ki jih prepoznavajo pri ECB-ju (2008, str. 14), sodijo:

- a. **Regulirane oziroma zakonsko urejene krite obveznice** (angl. *regulated/legislative covered bonds*) se razločujejo od **strukturiranih kritih obveznic** (angl. *structured covered bonds*): temeljne značilnosti reguliranih kritih obveznic (npr. kritno premoženje, minimalni pribitek

---

<sup>25</sup> Za izpostavljenosti, označene z simbolom (\*), določilo vsebuje še najmanj eno dodatno zahtevo. Te zahteve se nanašajo npr. na kreditno kakovost izpostavljenosti (bonitetno oceno), LTV razmerje posojil ipd.

obsega kritnega premoženja nad obsegom izdanih kritih obveznic, nadzor ipd.) določajo izključno urejanju kritih obveznic namenjeni nacionalni zakoni in/ali predpisi; za strukturirane krite obveznice medtem velja, da se izdajo na podlagi drugih splošnih zakonov – ti urejajo npr. pogodbene odnose, finančne aktivnosti – in da so pri njih te iste značilnosti dogovorjene s pogodbo, ki se sklene ob njihovi izdaji. Pri izdaji zadnjih pa je treba opozoriti še na naslednje. Če se izdajo v državah brez specializirane zakonodaje, je to edini način njihove izdaje, če pa se izdajo v državah s specializirano zakonodajo (ob pogoju, da je to dovoljeno), njihova izdaja pomeni izdajateljevo prilagajanje potrebam trga (npr. izdajo kritih obveznic na podlagi kritnega premoženja, ki ga zakon ne predvideva).

- b. **Krite obveznice, ki so izdane v skladu s predpisi Evropske unije**, se razločujejo od **kritih obveznic, ki to niso**: med evropske predpise, ki urejajo krite obveznice, sodita že predstavljeni Direktiva UCITS in Direktiva CRD. Krite obveznice lahko torej izpolnjujejo ali ne izpolnjujejo merila, ki jih postavljata ti direktivi.
- c. **Krite obveznice, katerih kritno premoženje ostane v bilanci stanja izdajatelja** (angl. *on-balance-sheet covered bonds*), se razločujejo od **kritih obveznic, katerih kritno premoženje se prenese na družbo s posebnim namenom** (angl. *off-balance-sheet covered bonds*): načinov ločitve kritnega premoženja od ostalega premoženja izdajatelja je več in se tako med državami kot znotraj njih (pomembno) razlikujejo. Kljub temu pa je to ločitev v osnovi možno doseči v okviru bilance stanja izdajatelja oziroma njegove konsolidirane družbe ali v okviru družbe s posebnim namenom, na katero se prenese kritno premoženje.

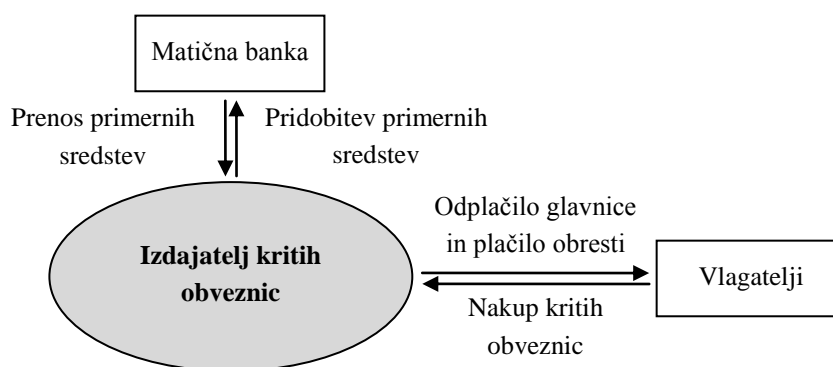
Navezujoč se na prvo delitev naj dodam, da je imelo junija 2011 specializiran zakon in/ali predpise, ki urejajo področje kritih obveznic, kar 27 držav z območja Evropske unije, držav podpisnic sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in Švice; zunaj tega območja je bilo takrat takšnih držav še pet (Burmeister et al., 2011, str. 97).

### 3.5 Modeli izdajanja kritih obveznic v Evropi

V evropskih državah obstajajo različni **modeli izdajanja kritih obveznic**, ki se razlikujejo tako po zgodovinskem razvoju kot po obstoječi pravni sestavi in organiziranosti. Z vidika pravne sestave in organiziranosti v Evropi sobivajo naslednji modeli (Stöcker, 2011, str. 33–38):

- a. **Izdajatelj kritih obveznic je specializirana družba za financiranje**: matična banka odobri posojila, primerna za kritje kritih obveznic (hipotekarna posojila, posojila osebam javnega prava ipd.), jih servisira in upravlja s specializirano družbo za financiranje. Osnovni nalogi slednje pa sta, da v bilanci stanja drži paket primernih posojil oziroma sredstev – ta se nanjo prenese iz bilance stanja matične banke – in da na njegovi osnovi izda krite obveznice. Specializirana družba za financiranje tudi nima zaposlenih ali ima teh zelo malo in ima status kreditne institucije. Tovrstno izdajo kritih obveznic navadno ureja specializirana zakonodaja; poznajo jo npr. v Franciji (»Obligations foncières«), na Irskem in Norveškem.

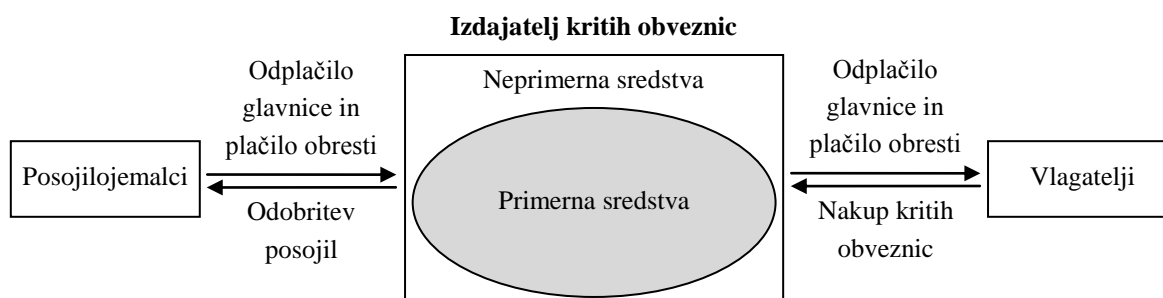
Slika 9: Izdajatelj kritih obveznic je specializirana družba za financiranje



Vir: O. Stöcker, *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*, 2011, str. 34.

- b. **Izdajatelj kritih obveznic je specializirana kreditna institucija (banka), katere status določa zakon:** specializirana banka odobri primerna posojila, jih servisira in (re)financira z izdajo kritih obveznic. Njeno odobravanje posojil, ki niso primerna za kritje kritih obveznic, je zakonsko omejeno (vrsta in obseg posojil). Zaposluje svoje osebe in ima status kreditne institucije. Tudi tovrstno izdajo kritih obveznic praviloma ureja specializirana zakonodaja. Prikazani model izdaje kritih obveznic je bil do leta 2005 v rabi v Nemčiji; danes je še vedno v rabi npr. na Madžarskem, Poljskem in na Danskem.

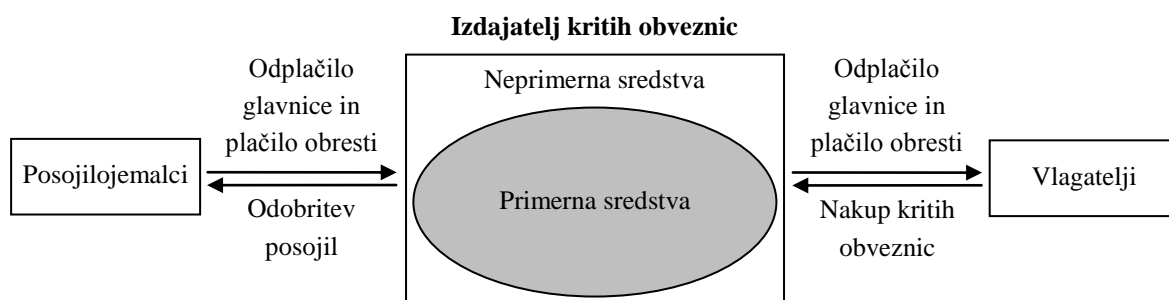
Slika 10: Izdajatelj kritih obveznic je specializirana kreditna institucija (banka), katere status določa zakon



Vir: O. Stöcker, *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*, 2011, str. 34.

- c. **Izdajatelj kritih obveznic je univerzalna kreditna institucija (banka):** gre za banko s posebno licenco za izdajo kritih obveznic (primeri držav, kjer je ta model v rabi, so Avstrija, Danska, Finska, Islandija, Latvija, Nemčija (od leta 2005 dalje), Slovenija in Švedska) ali za banko brez te posebne licence (primeri držav, kjer je ta model v uporabi, so Bolgarija, Češka, Grčija, Litva, Portugalska, Španija in Slovaška). V obeh primerih univerzalna banka odobrava, servisira in financira tako primerna posojila (ta (re)financira z izdajo kritih obveznic) kot neprimerna posojila (ta financira iz drugih virov financiranja, npr. depozitov). Specializirana zakonodaja, ki v državah obeh skupin praviloma obstaja in ureja področje kritih obveznic, med drugim določa, katero premoženje je primerno za kritje kritih obveznic.

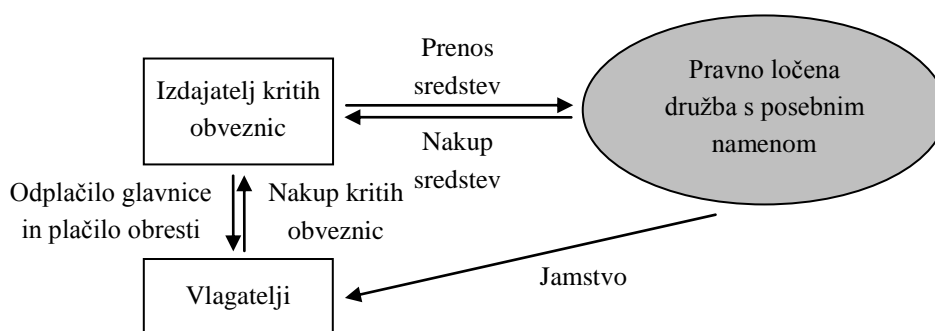
Slika 11: Izdajatelj kritih obveznic je univerzalna kreditna institucija (banka)



Vir: O. Stöcker, *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*, 2011, str. 35.

- d. **Izdajatelj kritih obveznic je kreditna institucija (banka), ki za ločitev kritnega premoženja (od svojega preostalega premoženja) uporabi družbo s posebnim namenom:** kreditna institucija odobrava, servisira in financira tako primerna posojila (ta (re)financira z izdajo kritih obveznic) kot neprimerna posojila (ta financira z drugimi viri financiranja). Katera posojila sodijo med primerna, določa specializirana zakonodaja. Njena izdaja kritih obveznic pa poteka na naslednji način. Najprej ustanovi pravno ločeno družbo – tj. družbo s posebnim namenom, ki nima statusa kreditne institucije – in nanjo prenese paket primernih posojil. Zatem sama izda krite obveznice, omenjena ločena družba pa pri tej izdaji sodeluje tako, da med trajanjem posla z nanjo prenesenim premoženjem jamči za poplačilo obveznosti do imetnikov kritih obveznic. Primeri držav, kjer poznajo tak model izdaje kritih obveznic, so Italija, Nizozemska in Velika Britanija.

Slika 12: Izdajatelj kritih obveznic je kreditna institucija (banka), ki za ločitev kritnega premoženja uporabi družbo s posebnim namenom



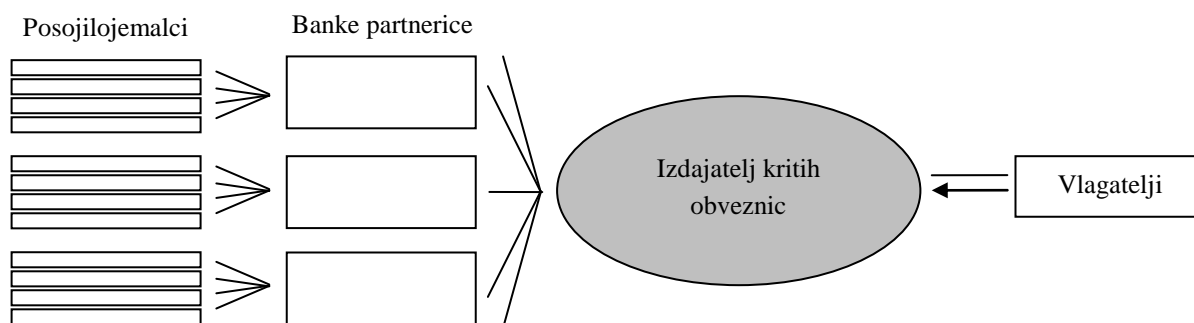
Vir: O. Stöcker, *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*, 2011, str. 37.

- e. »Združevalni« **modeli izdaje kritih obveznic** (angl. *pooling models*): banke partnerice odobravajo in servisirajo primerna posojila. Da bi dosegle primerno (večjo) vrednost posamezne izdaje kritih obveznic, vse sodelujejo z isto kreditno institucijo oziroma banko, ki na podlagi njihovih sredstev izda krite obveznice. Kdo med trajanjem posla upravlja paket primernih sredstev in kdaj se ta prenese na banko izdajateljico kritih obveznic, je odvisno od nacionalne ureditve (npr. na Danskem in Madžarskem se to premoženje prenese na banko



izdajateljico še pred izdajo kritih obveznic, v Franciji se to premoženje samodejno prenese na banko izdajateljico v primeru insolventnosti originatorja ipd.).

Slika 13: Združitevni modeli



Vir: O. Stöcker, *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*, 2011, str. 37.

### 3.5.1 Prednosti za posojilodajalce (izdajatelje)

Krite obveznice nudijo izdajateljem vrsto prednosti (Hoggett, 2006, str. 56–57):

- a. **Cenejše financiranje:** zadolžitev z izdajo kritih obveznic je praviloma cenejša od zadolžitve z izdajo navadnih nezavarovanih obveznic.
- b. **Trajen dostop do finančnih trgov, tudi v kriznih obdobjih:** trg vrednostnih papirjev s fiksnim donosom in z najvišjimi bonitetnimi ocenami (npr. AAA) – sooblikujejo ga tudi krite obveznice – zelo težko povsem zamre. Vlagatelji namreč tudi v neugodnih razmerah, ki nastanejo zaradi različnih ekonomskih ali političnih dejavnikov, iščejo zelo varne naložbe. Takoj za državnimi obveznicami jim to varnost nudijo prav krite obveznice. Za izdajatelja – na drugi strani – te zato pomenijo relativno stabilen vir finančnih sredstev, ki je manj dovzeten za negativne zunanje dejavnike.
- c. **Večja raznovrstnost oziroma diverzifikacija vlagateljev:** izdajatelj lahko z izdajo kritih obveznic pridobi povsem nove vlagatelje; tiste, ki iščejo vrednostne papirje z najvišjimi bonitetnimi ocenami (npr. različne institucionalne vlagatelje). Če že sicer nima možnosti izdaje drugih vrednostnih papirjev s primerljivimi bonitetnimi ocenami, mu torej krite obveznice omogočajo razširitev obstoječega kroga vlagateljev.
- d. **Dostop do večjega obsega in daljših ročnosti sredstev:** številčnost institucionalnih vlagateljev omogoča izvedbo obsežnejših izdaj kritih obveznic, ki bi bile sicer težko izvedljive. Hkrati pa lahko izdajatelj s kritimi obveznicami pridobi dolgoročna sredstva, s katerimi financira dolgoročne naložbe (hipotekarna posojila, posojila osebam javnega prava ipd.). Uskladitev ročnosti npr. z navadnimi nezavarovanimi obveznicami bi bila sicer možna, a zelo verjetno dražja.

Na izdajateljevo uspešnost pri izkoriščanju možnosti, ki mu jih nudijo krite obveznice, pomembno vplivajo kakovost zakonodaje, ki ureja področje kritih obveznic, aplikacija te zakonodaje s strani izdajateljev, transparentnost informiranja vlagateljev glede kakovosti

kritnega premoženja in njegovega upravljanja, količina primernih posojil in preglednost ter predvidljivost izdajateljevega delovanja na trgu (Hoggett, 2006, str. 57–58).

### 3.5.2 Prednosti kritih obveznic za vlagatelje

V krite obveznice, vključno z »jumbo« kritimi obveznicami, vlagajo institucionalni vlagatelji, kot so centralne banke, komercialne banke, različni skladi, zavarovalnice ipd. (Langer, 2006, str. 92). Krite obveznice jim nudijo naslednje možnosti (Hoggett, 2006, str. 58):

- a. **Nakup kakovostnih vrednostnih papirjev z visokimi bonitetnimi ocenami:** krite obveznice imajo pogosto najvišjo bonitetno oceno AAA.
- b. **Razpršenost naložbenega portfelja:** velja še zlasti za investitorje, ki vlagajo izključno v vrednostne papirje najvišjih bonitetnih ocen.
- c. **Obsežno ponudbo** (številne in vrednostno velike izdaje) in **redne izdaje:** to je še posebej pomembno za vlagatelje, ki redno vlagajo velike količine svojih sredstev.
- d. **Višje donose** v primerjavi z drugimi vrednostnimi papirji z bonitetno oceno AAA: primerljive bonitetne ocene, a nižje donose, imajo lahko npr. državne obveznice.
- e. **Relativno dobra likvidnost sekundarnega trga kritih obveznic:** likvidnost izboljšujejo dogovori o vzdrževanju trga in trgovanje prek elektronskih platform.

## 3.6 Kritno premoženje

Kakovost kritnega premoženja je eden tistih dejavnikov, ki kritim obveznicam omogočajo doseganje zanje značilnih visokih bonitetnih ocen (Langer, 2006, str. 95). Da bi se doseglo visoke ocene, se krite obveznice izdajajo le na podlagi kritnega premoženja, katerega posojila izpolnjujejo vnaprej znane standarde kakovosti. Te postavljajo nacionalni zakoni in/ali predpisi, ki urejajo področje kritih obveznic, ali – kjer teh ni – pogodba, ki ureja izdajo kritih obveznic (ECBC, 2012b, str. 2–3). Glede vsebine standardov pa velja, da navadno ne določajo le vrst sredstev, ki so primerna za vključitev v kritno premoženje, ampak, kot opazata Golin (2006, str. 31) in Langer (2006, str. 96), tudi nekatere druge dodatne zahteve, značilne za vsako od teh vrst sredstev posebej. Ker so za diplomsko delo pomembne le hipotekarno krite obveznice, na tem mestu obravnavam le dodatne zahteve, ki veljajo za hipotekarna posojila.

Hipotekarno posojilo mora biti praviloma zavarovano s prvovrstno hipoteko. Gre torej za zahtevo, ki določa primeren vrstni red hipoteke, s katero je zavarovano primerno hipotekarno posojilo. Praviloma se še zahteva, da je nepremičnina – torej predmet hipoteke, s katero je zavarovano hipotekarno posojilo – iz točno določenega geografskega območja. Tu so območja, odvisno od ureditve, določena različno. Lahko gre le za ozemlje matične države, še pogosteje pa se to razširi še z ozemljem kake druge države (npr. Japonske, Kanade) ali skupine držav (npr. držav podpisnic sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, držav članic Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj). Nazadnje pa se praktično v vseh ureditvah pojavlja še zahteve, da se lahko v kritno premoženje vključi le hipotekarno posojilo, katerega razmerje med

višino in vrednostjo zastavljene nepremičnine (LTV razmerje<sup>26</sup>) ne presega zakonsko ali pogodbeno določene maksimalne dovoljene vrednosti. Ta mejna vrednost je ob tem lahko – spet odvisno od ureditve – enaka tako za stanovanjska kot za komercialna hipotekarna posojila ali pa je določena za vsako od teh dveh vrst hipotekarnih posojil posebej (maksimalna dovoljena LTV razmerja za obe omenjeni vrsti hipotekarnih posojil se v Evropi gibljejo med 60 % in 80 %) (ECB, 2008, str. 15–16; Langer, 2006, str. 96).

Presežno likvidnost, ustvarjeno s strani kritnega premoženja, je dovoljeno – navadno le začasno – držati v gotovini, položiti na račun centralne banke ali vložiti v visoko kakovostne vrednostne papirje (npr. državne obveznice); tako se oblikuje t. i. **nadomestno kritno premoženje** (angl. *substitute assets*). To skupaj s preostalim »običajnim« kritnim premoženjem (npr. hipotekarnimi posojili) tvori celotno kritno premoženje (Langer, 2006, str. 96–97).

Poleg omejevanja vrst sredstev, ki so primerna za vključitev v nadomestno kritno premoženje, se praviloma omejuje tudi obseg tovrstnega kritnega premoženja (običajno na 10–20 % vrednosti celotnega kritnega premoženja) in obdobje, v katerem je to lahko sestavni del celotnega kritnega premoženja (Golin, 2006, str. 31–32).

### 3.7 »Jumbo« krite obveznice

Do prve izdaje »jumbo« **kritih obveznic** (angl. *jumbo covered bonds*) je prišlo leta 1995 v Nemčiji. Takrat so bile nemške »navadne« krite obveznice (»*Pfandbriefe*«) na nemškem kapitalskem trgu že dodobra uveljavljen finančni instrument, a je zanimanje zanje upadalo. Med njihove pomanjkljivosti so sodile predvsem manjše izdaje, slaba likvidnost in osredotočenost na domači trg. Nemški bankirji so zato v želji po izboljšanju finančnega instrumenta razvili »jumbo« **krite obveznice** (»*Jumbo Pfandbriefe*«). Zanje so načrtali najnižji možen obseg posamezne izdaje (mejo so postavili znatno višje kot pri »navadnih« kritih obveznicah) in obvezno prisotnost pogodbenega dogovora o vzdrževanju trga, s čimer so izboljšali njihovo likvidnost in ponovno privabili večje število vlagateljev, tudi tujih. »Jumbo« izdaje kritih obveznic pa so se nato po pozitivnem odzivu na nemškem trgu hitro razširile še v druge države (Munsberg, 2005, str. 29–35; Langer, 2006, str. 101, Engelhard, 2006, str. 64).<sup>27</sup>

Za jumbo krite obveznice je značilno, da (Burmeister et al., 2011. str. 106; ECB, 2008, str. 10):

<sup>26</sup> Če posameznik za nakup nepremičnine, ki stane 1,5 milijona EUR, pridobi hipotekarno posojilo v višini 1 milijona EUR, znaša LTV razmerje tega hipotekarnega posojila 67 % (Greer & Kolbe, 2003, str. 116–119). Banka lahko od posojila z nižjim LTV razmerjem pričakuje dvoje. Verjetnost, da posojiljemalec ne bo izpolnil svojih obveznosti, je nižja, saj je ob nakupu nepremičnine že vložil več lastnih sredstev (odraz finančne discipline). Hkrati pa ima banka – če vseeno pride do posojiljemalčevega neizpolnjevanja obveznosti in do realizacije hipoteke – več možnosti, da se iz zastavljene nepremičnine polno poplača. Hipotekarno posojilo z nižjim LTV razmerjem namreč ublaži višji padec cene zastavljene nepremičnine (Adams, 2004, str. 418–419).

<sup>27</sup> Jumbo krite obveznice so do leta 2010 prodrle v naslednje države: Avstrijo, Dansko, Finsko, Francijo, Grčijo, Irsko, Italijo, Kanado, Luksemburg, Nizozemsko, Norveško, Portugalsko, Španijo, Švedsko, Švico, Združeno kraljestvo in Združene države Amerike (Burmeister, Grossmann & Stöcker, 2010, str. 78).

- so navadne kuponske obveznice s fiksno kuponsko obrestno mero in z letnim izplačilom obresti oziroma kuponov (angl. »plain-vanilla« *fixed rate bullet bonds* ali *bullet maturity, fixed annual coupon bond*);
- so nominirane v EUR;
- so izdane v vrednosti vsaj 1 milijarde EUR (predpisuje se torej minimalna vrednost oziroma obseg izdaje);
- zanje vsaj pet t. i. vzdrževalcev trga redno kotira oziroma nudi t. i. nakupno-prodajne cene (angl. *bid/ask prices*) za zneske do 15 milijonov EUR.

Bistvena odlika »jumbo« modela je obveza k vzdrževanju trga, za katero skrbijo vzdrževalci trga (banka izdajateljica in sodelujoče banke). Ti se obvežejo, da bodo po vnaprej znanih pogojih kupovali in prodajali obveznice, ki jih izda banka izdajateljica. Pri tem je še pomembno, da trgovanje z »jumbo« kritimi obveznicami ne poteka le med vzdrževalci trga in zunanjimi vlagatelji, ampak z njimi trgujejo tudi vzdrževalci trga med seboj (ECB, 2008, str. 10; Engelhard, 2006, str. 66–67; Langer, 2006, str. 101).

Rudolph, S. Winkler in T. Winkler (2011, str. 453) navajajo, da je bilo od vseh ob koncu leta 2010 v svetu neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic (2.500,9 milijarde EUR) za 1.265,1 milijarde EUR (50,6 %) takšnih, ki so nastale z »jumbo« izdajami.

#### **4 PRIMERJAVA HIPOTEKARNO ZAVAROVANIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV IN HIPOTEKARNO KRITIH OBVEZNIC**

Nova sredstva za odobravanje hipotekarnih posojil lahko banke pridobijo tako z izdajo MBS-jev kot z izdajo hipotekarno kritih obveznic. Obe vrsti hipotekarnih vrednostnih papirjev imata tako v osnovi isti namen, a hkrati tudi vrsto razlik. Pomembnejše od teh razlik pa so (ECB, 2009, str. 47; Fabozzi, 2009, str. 504; Packer, Stever & Upper, 2007, str. 45; Paulson, 2008, str. 8):

- a. MBS-je izda družba s posebnim namenom, hipotekarno krite obveznice pa praviloma »že« banka oziroma originator hipotekarnih posojil: MBS-ji se izdajo tako, da banka, ki je originator hipotekarnih posojil, iz njih oblikuje paket in tega proda družbi s posebnim namenom, ta pa nato na podlagi tega paketa hipotekarnih posojil izda MBS-je. Drugače pa je pri hipotekarno kritih obveznicah. Pri teh je banka najprej originator hipotekarnih posojil, zatem pa tudi sama izdajateljica hipotekarno kritih obveznic.<sup>28</sup>
- b. Paket hipotekarnih posojil se izloči iz bilance stanja banke ali ostane v bilanci stanja banke: paket hipotekarnih posojil, ki je podlaga za izdajo MBS-jev, se s prodajo prenese na družbo s posebnim namenom in se tako tudi izloči iz bilance stanja banke (originatorja hipotekarnih

<sup>28</sup> Tu obstajajo izjeme, kot je npr. ena od francoskih različic kritih obveznic (»Obligations Foncières«). Zanje Gruntar (2009, str. 14) pravi: »Te predvidevajo prenos finančnih sredstev in tudi kreditnega tveganja z izvirne banke na povezano družbo, kategorizirano kot kreditna institucija. Slednja je tista, ki izda krite obveznice.« Ta avtor se v nadaljevanju tudi sprašuje o verodostojnosti njihove dvojne zaščite.

- posojil). Paket hipotekarnih posojil, ki je podlaga za izdajo hipotekarno kritih obveznic, pa praviloma ostane v bilanci stanja banke (originatorja).<sup>29</sup>
- c. Sredstva, potrebna za vračanje glavnice in plačevanje obresti vlagateljem, se zagotavljajo na različna načina: sredstva, potrebna za vračanje glavnice in plačevanje obresti vlagateljem, se pri MBS-jih zagotavljajo iz denarnega toka, ki ga generira paket hipotekarnih posojil, in iz mehanizmov za izboljšanje kreditne bonitete. Pri hipotekarno kritih obveznicah pa se ta sredstva zagotavljajo iz celotnega denarnega toka banke.
  - d. Paket hipotekarnih posojil, ki je podlaga za izdajo MBS-jev, je »statičen«, paket hipotekarnih posojil, ki je podlaga za izdajo hipotekarno kritih obveznic, pa »dinamičen«: pri MBS-jih se paket hipotekarnih posojil, potem ko se sestavi in prenese na družbo s posebnim namenom, ne spreminja več; drugače je pri hipotekarno kritih obveznicah. Ker mora banka zanje zagotavljati ustrezno raven in kakovost kritnega premoženja, slaba in predčasno odplačana posojila nadomešča z ustreznimi novimi.
  - e. Hipotekarno krite obveznice nudijo vlagateljem, drugače kot MBS-ji, dvojno zavarovanje: banka izdajateljica hipotekarno kritih obveznic plačuje svoje obveznosti do imetnikov teh vrednostnih papirjev iz svojega celotnega denarnega toka. Če teh ni sposobna poravnati, imajo imetniki hipotekarno kritih obveznic najprej prednostno pravico do poplačila iz kritnega premoženja, če pa tudi to ne zadošča, jim pripade še nezavarovana terjatev do premoženja banke. Imetniki MBS-jev so medtem upravičeni le do denarnega toka, ki ga generira paket hipotekarnih posojil v lasti družbe s posebnim namenom. Do banke (originatorja hipotekarnih posojil) torej nimajo nobene terjatve.
  - f. Hipotekarno krite obveznice so strukturirane tako, da ob stečaju njihovega izdajatelja ne pride do njihovega predčasnega odplačila, imetniki MBS-jev pa so izpostavljeni tveganju predčasnih odplačil glavnice hipotekarnih posojil: pri MBS-jih na tveganje predčasnih odplačil vplivajo tako »prava« predčasna odplačila hipotekarnih posojil kot tudi predčasna odplačila, ki so rezultat slabih posojil (predčasno jih odplača zavarovatelj).
  - g. Z izdajo hipotekarno kritih obveznic si želi banka zlasti zagotoviti relativno poceni sredstva za nova hipotekarna posojila, pri izdaji MBS-jev pa ima lahko še druge motive: primer »dodatnega« motiva za izdajo MBS-jev je, da banka s prodajo paketa hipotekarnih posojil družbi s posebnim namenom nanjo prenese tudi s paketom povezana tveganja (npr. kreditno tveganje). Z manjšo izpostavljenostjo tveganjem pa nato doseže tudi znižanje kapitalskih zahtev (velja ob pogoju, da sama ne obdrži MBS-jev razreda najslabše kakovosti).
  - h. »Tranširanje« – tj. izdaja obveznic v več različnih razredih oziroma tranšah – je običajno za MBS-je, ne pa tudi za hipotekarno krite obveznice.

---

<sup>29</sup> To razliko velja jemati z rezervo, razlog za to pa poda Gruntar (2009, str. 14), ko pravi: »V določenih državah je izdaja kritih obveznic omogočena tudi s sodelovanjem pravne osebe s posebnim namenom listinjenja. V takih primerih so finančna sredstva, namenjena kritnemu premoženju, prenesena na pravno osebo s posebnim namenom listinjenja, pri čemer ostaja kreditna institucija tista, ki izda krite obveznice. Udeležbe pravne osebe s posebnim namenom listinjenja zato ne moremo jemati kot kriterija delitve. Ključno je namreč, ali je kreditna institucija (izdajatelj) prenesla kreditno tveganje na drugo osebo. Slednje velja pri listinjenih vrednostnih papirjih, ne pa pri kritih obveznicah.« Ta avtor v nadaljevanju še dodaja, da tovrstno izdajo kritih obveznic poznajo npr. v Italiji, Franciji in Veliki Britaniji.

Tabela 2: Glavne značilnosti kritih obveznic in ABS-jev

	Krite obveznice	ABS-ji
Izdajateljevi motivi	Refinanciranje	Zmanjšanje tveganj, regulatorna arbitraža, refinanciranje
Kdo je izdajatelj	Navadno originator posojil	Poseben subjekt
Terjatev do originatorja	Da	Navadno ne
Struktura	Sredstva (kritno premoženje) večinoma ostanejo v bilanci stanja originatorja; ločena so od preostalega premoženja originatorja	Sredstva se prenesejo na poseben subjekt
Vpliv na kapitalske zahteve izdajatelja	Brez vpliva	Znižanje
Zakonske omejitve glede izdajatelja ali sredstev, ki so primerna za zavarovanje	Da, če obstoji zakonodaja, ki ureja krite obveznice	Navadno ne
Upravljanje s paketom sredstev	Navadno dinamičen paket sredstev	Praviloma statičen paket sredstev
Transparentnost oziroma preglednost paketa sredstev za vlagatelje	Omejena, a kakovost kritnega premoženja redno nadzoruje skrbnik ali bonitetna agencija	Navadno visoka
Predčasna odplačila sredstev	Predčasno odplačana sredstva se nadomeščajo z novimi primernimi	Navadno povsem »pretočna« struktura
Tranširanje	Brez	Pogosto
Kupon	Prevladujoče nespremenljiv oziroma fiksni	Prevladujoče spremenljiv

Vir: F. Packer, R. Stever & C. Upper, *The covered bond market*, 2007, str. 45.

## SKLEP

Opredelevitev in primerjava različnih vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev – tako imenujem vse dolžniške vrednostne papirje, ki so tako ali drugače izdani na podlagi hipotekarnih posojil – zahtevata najprej enoznačno poimenovanje vseh obstoječih vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev. Angleško pišočih avtorji so tu v prednosti, saj je zanje ta terminologija že izoblikovana; v Sloveniji se šele oblikuje. Sam tako najprej ločim med (izvorno ameriškimi) hipotekarno zavarovanimi vrednostnimi papirji oziroma MBS-ji in (izvorno evropskimi) hipotekarno kritimi obveznicami. V slovenski literaturi pogosto rabljenemu terminu hipotekarne obveznice pa se pri tem globalnem označevanju teh dveh vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev dosledno izogibam. Omenjeni termin je namreč v slovenskem jeziku, kot to razberem iz 2. in 4. člena ZHKO-1, prihranjen le za tiste obveznice, katerih kritje se zagotavlja iz kritnega premoženja v obliki hipotekarnih posojil in ki njihovim imetnikom v primeru stečaja izdajatelja zagotavljajo prednostni položaj pri poplačilu iz kritnega premoženja. Na podlagi te opredelitve termin hipotekarne obveznice razumem in uporabljam le kot slovensko različico hipotekarno kritih obveznic ali kot slovenski ekvivalent npr. nemškimi »Hypothekendarfandbriefe«, ki ga kot takega še zlasti ne gre enačiti z MBS-ji.

MBS-ji navadno nastanejo s tradicionalnim listinjenjem. V njegovem najpreprostejšem primeru tako banka odobri hipotekarna posojila in jih v paketu proda družbi s posebnim namenom. Ta pravno ločena družba (npr. zasebna družba, vladna agencija) pa nato na podlagi tega paketa premoženja (t. i. zavarovanja) izda MBS-je. Ker pa banka paket hipotekarnih posojil (družbi s posebnim namenom) proda, to premoženje izloči iz svoje bilance stanja in se znebi vseh s paketom povezanih tveganj (npr. kreditnega tveganja). MBS-ji se sicer izdajajo na podlagi stanovanjskih hipotekarnih posojil – takrat so to RMBS-ji – ali komercialnih hipotekarnih posojil – takrat so to CMBS-ji. Z vidika načina razdeljevanja sredstev, ki jih generira zavarovanje, pa se lahko RMBS-ji dalje delijo še na MPTS-je, CMO-je in SMBS-je; ključna značilnost zadnjih dveh je t. i. tranširanje, tj. njihova izdaja v več različnih razredih.

Hipotekarno krite obveznice so medtem – ne upoštevaje nekatere izjeme (npr. francoskih »Obligations Foncières«) – rezultat bilančnega listinjenja. Izdajajo se torej tako, da banka, ki oblikuje paket hipotekarnih posojil (t. i. kritno premoženje), tega ne proda družbi s posebnim namenom, ampak na njegovi osnovi »že« sama izda hipotekarno krite obveznice. Kritno premoženje – navadno jasno ločeno od svojega preostalega premoženja (npr. zbrano v kritnem registru) – pa ob tem ohrani v svoji bilanci stanja. S takšno izdajo hipotekarno kritih obveznic banka doseže, da te imetnikom nudijo t. i. dvojno zavarovanje. To pomeni, da je za poplačilo obveznosti do imetnikov hipotekarno kritih obveznic najprej odgovorna banka sama, če teh obveznosti ni sposobna poravnati, pa lahko ti njihovo poplačilo dosežejo še na dva načina. Najprej jim pripada prednostna terjatev do kritnega premoženja, če tudi to ne zadošča, pa še nezavarovana terjatev do preostalega premoženja banke. Tudi hipotekarno krite obveznice se sicer izdajajo na podlagi bodisi stanovanjskih bodisi komercialnih hipotekarnih posojil.

Tako izdajanje MBS-jev kot izdajanje hipotekarno kritih obveznic pomenita prenos sredstev od suficitarnih celic (zlasti institucionalnih vlagateljev) k deficitarnim celicam (jemalcem hipotekarnih posojil) in hkrati potencialne koristi za več vpletenih; za banke in bonitetne agencije dodaten zaslužek, za vlagatelje nove naložbene priložnosti in za posojilojemalce cenejša in dolgoročnejša hipotekarna posojila. Kljub zapisanemu pa jih nikakor ne gre enačiti, saj med njimi obstajajo tudi pomembne razlike. Opozoriti želim na dve. Za hipotekarno krite obveznice velja, da imetnikom nudijo dvojno zavarovanje. Sredstva za poplačilo njihovih terjatev namreč najprej zagotavlja banka iz svojega celotnega denarnega toka, če gre ta v stečaj, pa še denarni tok kritnega premoženja. Imetniki MBS-jev lahko medtem pri poplačilu svojih terjatev računajo le na denarni tok paketa hipotekarnih posojil, ki je v lasti družbe s posebnim namenom. Do banke (originatorja hipotekarnih posojil) torej nimajo nobene terjatve. Druga pomembna razlika pa je, da banka izdajateljica hipotekarno kritih obveznic kritno premoženje obdrži v bilanci stanja in tako ostane izpostavljena s kritnim premoženjem povezanim tveganjem (npr. kreditnemu tveganju). Drugače pa je z banko, ki sproži izdajo MBS-jev. Ta namreč paket hipotekarnih posojil proda družbi s posebnim namenom in se tako izogne vsem s paketom povezanim tveganjem. Zaradi zadnje razlike lahko vlagatelji pričakujejo dvoje: da je banka bolj pozorna na kakovost hipotekarnih posojil, kadar oblikuje paket za izdajo hipotekarno kritih obveznic, in da je, kadar oblikuje paket za izdajo MBS-jev, vanj pripravljena vključiti kakovostno širši razpon hipotekarnih posojil, torej tudi manj kakovostna posojila.

V Slovenji smo v primerjavi z večino zahodnih držav zaostali v razvoju hipotekarnih vrednostnih papirjev, a imamo zdaj priložnost to svojo slabost spremeniti v prednost. Svetovna finančna in gospodarska kriza, ki smo jima priča, sta na te vrednostne papirje, še zlasti pa na MBS-je, vrgli izredno slabo luč. O vzrokih in upravičenosti te sodbe v diplomskem delu nisem razpravljajal, sem pa poskušal bralcu približati nastanek in delovanje različnih vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev ter opozoriti na njihovo raznovrstnost, pri kateri je delitev na MBS-je in hipotekarno krite obveznice verjetno šele osnova za vrsto nadaljnjih, prav tako pomembnih delitev. Si pa seveda želim, da bi poleg analize različnih vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev ta naslednji pomemben korak, tj. torej tudi analizo vpliva različnih hipotekarnih vrednostnih papirjev na začetek omenjene krize, opravili slovenski zakonodajalec, bodoči slovenski izdajatelji hipotekarnih vrednostnih papirjev in še zlasti bodoči slovenski vlagatelji v hipotekarne vrednostne papirje. Od njih bo namreč odvisno, koliko negativnega in koliko pozitivnega lahko od hipotekarnih vrednostnih papirjev v prihodnje pričakujemo tudi v Sloveniji.



## LITERATURA IN VIRI

1. *About Ginnie Mae*. Najdeno 19. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ginniemae.gov/about/about.asp?Section=About>
2. Adams, P. (2004). European Residential Mortgage-Backed Securities. V F. J. Fabozzi & M. Choudhry (ur.), *The Handbook of European Structured Financial Products* (str. 413–448). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
3. Andrews, D., Heberlein, H., Olson, K., Moss, J., & Olert, J. S. (2004, 25. februar). Securitization and Banks. A Reiteration of Fitch's View of Securitization's Effect on Bank Ratings in New Context of Regulatory Capital and Accounting Reform. Najdeno 17. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.fitchratings.cl/Upload/secandbanks.pdf>
4. Angius, S., & Soundararajan, S. (2006). Securitisation: Core concepts. V T. Rhodes (ur.), *Euromoney Encyclopedia of Debt Finance* (str. 76–91). London: Euromoney Institutional Investor Plc.
5. Association for Financial Markets in Europe, European Securitization Forum & Securities Industry and Financial Markets Association. (2011). AFME / ESF Securitisation Data Report Q1: 2011. Najdeno 18. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=25916>
6. Bank for International Settlements, European Central Bank & International Monetary Fund. (2009). Handbook on Securities Statistics, Part 1: Debt Securities Issues. Najdeno 14. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/pdf/051309.pdf>
7. Burmeister, R., Grossmann, R., & Stöcker, O. (2010). Overview of covered bonds. V W. Kälberer, R. Burmeister, L. Bertalot & P. Talks (ur.), *2010 ECBC European Covered Bond Fact Book* (str. 69–79). Brussels: European Mortgage Federation / European Covered Bond Council.
8. Burmeister, R., Grossmann, R., & Stöcker, O. (2011). Overview of covered bonds. V W. Kälberer, L. Bertalot, P. Talks & B. Burlat (ur.), *2011 ECBC European Covered Bond Fact Book* (str. 97–108). Brussels: European Mortgage Federation / European Covered Bond Council.
9. Cirman, A., Čok, M., Lavrač, I., & Zakrajšek, P. (2000). *Poslovanje z nepremičninami*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Comptroller of the Currency - Administrator of National Bank. (1997). Asset Securitization: Comptroller's Handbook. Najdeno 19. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/assetsec.pdf>
11. Chesini, G., & Tamisari, M. (2009). The regulatory and market developments of covered bonds in Europe. V L. Anderloni, D. T. Llewellyn & R. H. Schmidt (ur.), *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking* (str. 199–223). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
12. Choudhry, M. (2003). *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
13. Choudhry, M. (2004). *Corporate Bonds and Structured Financial Products*. Oxford: Elsevier Butterworth-Heinemann.

14. Choudhry, M. (2007). *Bank Asset and Liability Management: Strategy, Trading, Analysis*. Clementi Loop: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
15. Čibej, B. (2008, 9. september). Nacionalizacija "Fanike" in "Fredija". *Delo*. Najdeno 19. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/66889>
16. Davidson, A., Sanders, A., Wolff, L., & Ching, A. (2003). *Securitization: Structuring and Investment Analysis*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
17. Dembiermont, C. (2010, 28. maj). Securitisation process in the Handbook on Securities Statistics. *Presentation at the Workshop on securitisation*. Najdeno 18. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/pdf/HSSsecuritisation.pdf>
18. Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje. *Uradni list EU* št. L302/32.
19. *Direktiva 85/611/EGS Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive prednostne papirje*. Najdeno 10. maja 2012 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20050413:SL:PDF>
20. Doyle, N. (2009). Securitisation. V G. Wolswijk (ur.), *Occasional Paper Series: Housing Finance in the Euro Area* (str. 50–52). Frankfurt am Main: European Central Bank.
21. Engelhard, F. (2006). The secondary market and the Jumbo model. V J. Golin (ur.), *Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives* (str. 64–78). London: Euromoney Institutional Investor Plc.
22. European Bank for Reconstruction and Development. (2007). *Mortgages in Transition Economies: The legal framework for mortgages and mortgages securities*. London: European Bank for Reconstruction and Development.
23. European Central Bank. (2008). *Covered bonds in the EU financial system*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
24. European Central Bank. (2009). *Housing finance in the euro area*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
25. European Central Bank. (2010). *Financial Integration in Europe*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
26. European Covered Bond Council. (2012a). ECBC Covered Bond Statistics by Country and Asset Type 2009/2010. Najdeno 18. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519>
27. European Covered Bond Council. (2012b). ECBC Essential Features of Covered Bonds. Najdeno 8. maja 2012 na spletnem naslovu <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503>
28. *European Covered Bond Council - ECBC Covered Bond Comparative Database*. Najdeno 18. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecbc.eu>
29. Evropska komisija. (2011, 20. julij). *Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja*. Bruselj: Evropska komisija, 2011.
30. Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed Income Analysis* (2<sup>nd</sup> ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

31. Fabozzi, F. J. (2009). *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
32. Fabozzi, F. J., Davis, H. A., & Choudhry, M. (2006). *Introduction to Structured Finance*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
33. Golin, J. (2006). Uncovering covered bonds. V J. Golin (ur.), *Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives* (str. 11–41). London: Euromoney Institutional Investor Plc.
34. Greer, G. E., & Kolbe, P. T. (2003). *Investment Analysis For Real Estate Decisions* (5<sup>th</sup> ed.). Chicago: Dearborn Publishing Inc.
35. Gruntar, A. (2009). Krite obveznice v času finančne krize. *Bančni vestnik*, 58(7–8), 13–23.
36. Hayre, L. (2001). A Concise Guide to Mortgage-Backed Securities (MBSs). V L. Hayre (ur.), *Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed securities* (str. 9–68). New York: John Wiley & Sons, Inc.
37. Hoggett, J. (2006). An issuer's perspective on the covered bond market. V J. Golin (ur.), *Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives* (str. 55–59). London: Euromoney Institutional Investor Plc.
38. *InvestorWords*. Najdeno 17. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.investorwords.com/4781/strip.html>
39. Jacobus, C. J. (2010). *Real Estate: An introduction to the Profession*. Mason: Cengage Learning.
40. Jobst, A. A. (2002). Collateralised Loan Obligations (CLOs) – A Primer. Najdeno 17. februarja 2012 na spletnem naslovu [http://www.securitization.net/pdf/fmg\\_clo\\_100102.pdf](http://www.securitization.net/pdf/fmg_clo_100102.pdf)
41. Jobst, A. A. (2006). Secondary Market Behavior of European Securitization. V R. S. Uh (ur.), *Financial Institutions and Services* (str. 51–124). New York: Nova Science Publishers, Inc.
42. Jobst, A. A. (2008). What Is Securitization? *Finance & Development*, 45(3), 48–49.
43. Johnson, R. S. (2004). *Bond evaluation, selection, and management*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd.
44. Johnson, R. S. (2010). *Bond Evaluation, Selection, and Management* (2<sup>nd</sup> ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
45. Kendall, L. T. (2000). Securitization: A New Era in American Finance. V L. T. Kendall & M. J. Fishman (ur.), *A Primer on securitization* (str. 1–16). Boston: Massachusetts Institute of Technology.
46. Langer, H. (2006). Covered bonds. V T. Rhodes (ur.), *Euromoney Encyclopedia of Debt Finance* (str. 92–102). London: Euromoney Institutional Investor Plc.
47. Liaw, K. T. (2006). *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview* (2<sup>nd</sup> ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
48. Lucas, D. J., Goodman, L. S., & Fabozzi, F. J. (2006). *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis* (2<sup>nd</sup> ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
49. Maeda, B. (2009). *The Complete Guide to Investing in Bonds and Bond Funds: How to Earn High Rates of Return – Safely*. Ocala: Atlantic Publishing Group, Inc.
50. Martellini, L., Priaulet, P., & Priaulet, S. (2003). *Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.

51. McMillan, M. G., Pinto, J. E., Pirie, W. L., & Van de Venter, G. (2011). *Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
52. Mejač Krassnig, A. (1997). Listinjenje v Združenih državah Amerike. *Bančni vestnik*, 46(1–2), 2–9.
53. *Mission*. Najdeno 12. februarja 2012 na spletnem naslovu: <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=457>
54. Munsberg, F. (2005). Ten Years Jumbo Pfandbrief – How it all began. V *The Pfandbrief – Europe's Covered Bond Benchmark, Facts and Figures 2005* (str. 29–35). Berlin: Association of German Pfandbrief Banks.
55. Nasarre-Aznar (2002, september). The funding of the mortgage loans in Spain by the issue of mortgage securities: Their legal structure. Najdeno 18. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.unirioja.es/dptos/dd/civil/Nasarre.pdf>
56. Packer, F., Stever, R., & Upper, C. (2007). The covered bond market. V C. Borio, M. Gudmundsson, R. McCauley, F. Packer, E. Remolona, P. Turner, P. Van den Bergh, W. White (ur.), *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments* (str. 43–56). Basel: Bank for International Settlements.
57. Paulson, H. M. (2008). *Best Practices for Residential Covered Bonds*. Washington: Department of the Treasury.
58. *Regulatory Capital*. Najdeno 19. februarja 2012 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm)
59. Ribnikar, I. (1991). Hipoteka, hipotekarno posojilo in vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami. *Bančni vestnik*, 40(10), 386–387.
60. Ribnikar, I. (1996). Listinjenje. *Bančni vestnik*, 45(1–2), 48–51.
61. Rudolph, J., Winkler, S., & Winkler, T. (2011). Covered bond statistics – Introduction. V W. Kälberer, L. Bertalot, P. Talks & B. Burlat (ur.), *2011 ECBC European Covered Bond Fact Book* (str. 451–455). Brussels: European Mortgage Federation / European Covered Bond Council.
62. Sabry, F., & Schopfloch, T. (2007, 21. junij). The Subprime Meltdown: A Primer. Najdeno 12. februarja 2012 na spletnem naslovu [http://www.nera.com/extImage/PUB\\_SubPrimer\\_1108.pdf](http://www.nera.com/extImage/PUB_SubPrimer_1108.pdf)
63. Saunders, A., & Cornett, M. M. (2003). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach* (4<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
64. Sundaresan, S. (2009). *Fixed Income Markets and Their Derivatives* (3<sup>rd</sup> ed.). London: Elsevier Inc.
65. Stöcker, O. (2011). Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures. Najdeno 11. februarja 2012 na spletnem naslovu [http://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/0/6DABD244876D12B1C1257983003497C2/\\$FILE/HFI\\_IV\\_2011\\_Stoecker-neu.pdf](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/6DABD244876D12B1C1257983003497C2/$FILE/HFI_IV_2011_Stoecker-neu.pdf)
66. Uredba (ES) št. 24/2009 Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o statistiki sredstev in obveznosti družb, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in so vključene v transakcije listinjenja (ECB/2008/30). *Uradni list EU* št. L15, zvezek 52, 20. januar 2009.
67. Veronesi, P. (2010). *Fixed income securities: valuation, risk, and risk management*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

68. Volk, B. (2011). *Market Guide: Covered Bond Market – set for further structural changes*. London: Deutsche Bank AG London.
69. Vuksanović, I. (2010). Glavne pravne značilnosti listinjenja. *Podjetje in delo: revija za gospodarsko, delovno in socialno pravo*, 36(5), 736–771.
70. Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO-1). *Uradni list RS* št. 10/2012.
71. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011.



## **PRILOGE**





## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Primera sintetičnega listinjenja.....	1
Priloga 2: Trg hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010 .....	2
Priloga 3: Trg kritih obveznic v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010 .....	5
Priloga 4: Primer delovanja hipotekarnih nepretočnih obveznic več zaporednih razredov .....	7
Priloga 5: Seznam kratic .....	10
Priloga 6: Terminološki slovar .....	11



## Priloga 1: Primera sintetičnega listinjenja

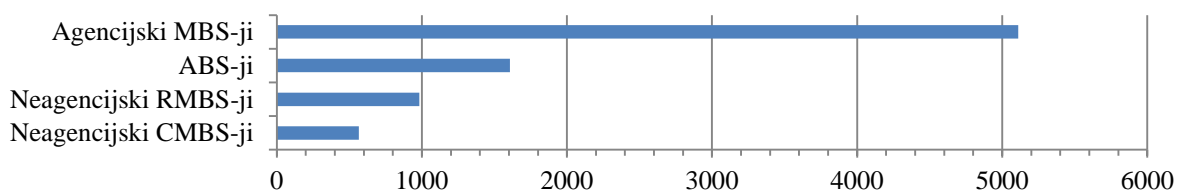
Sintetično listinjenje ponazarjata naslednja primera (BIS, ECB & IMF, 2009, str. 15–17):

- a. Začetni lastnik premoženja kupi zaščito za primer izgube, ki bi nastala zaradi slabih naložb v paketu premoženja – to stori s sklenitvijo kreditne zamenjave z družbo za listinjenje – in se ob tem zaveže, da bo tej družbi v zameno za nudenje zaščite periodično izplačeval določeno premijo za kreditno zamenjavo. Družba za listinjenje pa na drugi strani izda dolžniške vrednostne papirje in izkupiček od te izdaje v obliki depozitov naloži pri začetnem lastniku premoženja. Sredstva, potrebna za plačevanje obveznosti iz naslova izdanih dolžniških vrednostnih papirjev, družba za listinjenje zagotavlja iz premij za kreditno zamenjavo in obresti od depozitov, ki ji jih plačuje začetni lastnik premoženja. Če se zgodi, da začetni lastnik premoženja zaradi slabe naložbe v paketu premoženja utрпи izgubo, mu jo mora prodajalec zaščite, tj. družba za listinjenje, nadomestiti. Zgodil se je namreč kreditni dogodek, kot je opredeljen v pogodbi o kreditni zamenjavi. Ta to stori iz svojega edinega premoženja, tj. iz depozitov, a hkrati za enak znesek »oškoduje« vlagatelje, ki imajo njegove dolžniške vrednostne papirje (ti dolžniški vrednostni papirji so lahko izdani tudi v več razredih oziroma tranšah).
- b. K sintetičnemu listinjenju, a takšnemu brez sodelovanja družbe za listinjenje, pa sodi tudi izdaja oziroma prodaja kreditnih zapisov (angl. *credit linked notes*). Gre za s strani začetnega lastnika premoženja izdane dolžniške vrednostne papirje, ki so zavarovani s paketom premoženja (npr. posojili, obveznicami) in ki imajo »vgrajeno« funkcijo kreditne zamenjave (angl. *debt securities, with an embedded CDS*). Prav zadnja značilnost pa je tudi tista, ki izdajatelju omogoči prenos kreditnega tveganja na vlagatelje. Ko namreč vlagatelj kupi kreditni zapis, začetnemu lastniku premoženja proda kreditno zaščito za paket premoženja, sam pa postane upravičen do dvojega, tj. do dogovorjenih obresti in ob dospelju kreditnega zapisa do vračila glavnice oziroma vračila polne odkupne vrednosti kreditnega zapisa. Je pa pri tem to vračilo polne odkupne vrednosti kreditnega zapisa negotovo, saj je (zaradi omenjene prodaje kreditne zaščite) odvisno od »uspešnosti« naložb iz paketa premoženja. Če namreč pri slednjem začetni lastnik premoženja ne utрпи nobenih izgub, mora ob dospelju kreditnega zapisa vlagatelju izplačati polno odkupno vrednost kreditnega zapisa, če pa utрпи izgube, mu mora izplačati le odkupno vrednost kreditnega zapisa, zmanjšano za te izgube.

## Priloga 2: Trg hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010

Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova MBS-jev je v Združenih državah Amerike ob koncu leta 2010 znašala 6.657,8 milijarde EUR. Za 5.110,1 milijarde EUR teh obveznosti je nastalih z izdajo agencijskih MBS-jev, za 981,6 milijarde EUR z izdajo neagencijskih RMBS-jev in za 566,1 milijarde EUR z izdajo neagencijskih CMBS-jev. Neporavnanih obveznosti iz naslova ABS-jev je bilo v Združenih državah Amerike ob koncu tega istega leta za 1.606,6 milijarde EUR (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 6).

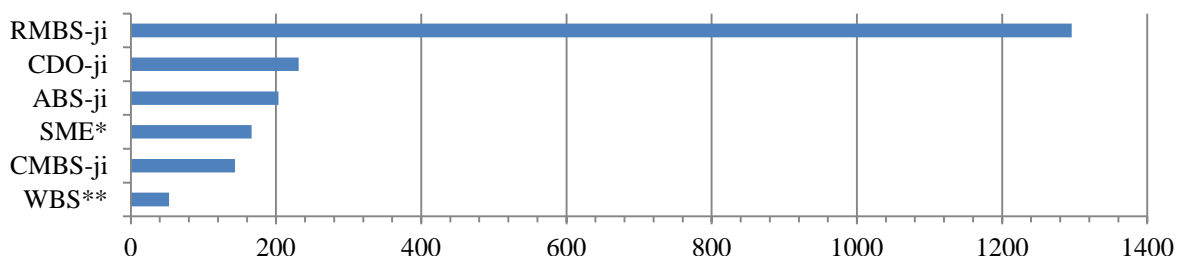
Slika 1: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova z listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev glede na vrsto zavarovanja v Združenih državah Amerike ob koncu leta 2010 v milijardah EUR



Vir: AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1:2011, 2012, str. 6.

Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova MBS-jev je v Evropi ob koncu leta 2010 znašala 1.439,3 milijarde EUR. Za 1295,9 milijarde EUR teh obveznosti je nastalih z izdajo RMBS-jev, za 143,4 milijarde EUR pa z izdajo CMBS-jev. Poleg tega je bilo takrat v Evropi tudi za 231 milijard EUR neporavnanih obveznosti iz naslova CDO-jev, za 203,4 milijarde EUR neporavnanih obveznosti iz naslova ABS-jev, za 166,2 milijarde EUR neporavnanih obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev, nastalih z listinjenjem posojil malim in srednjim podjetjem, in za 52,5 milijarde EUR neporavnanih obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev, nastalih z listinjenjem »celotnih podjetij« (angl. *whole business securitization*) (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 9).

Slika 2: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova z listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev glede na vrsto zavarovanja v Evropi ob koncu leta 2010 v milijardah EUR



**Legenda:** \* SME – zavarovanje tvorijo posojila malim in srednjim podjetjem.

\*\* WBS – listinjenje »celotnega podjetja«.

Vir: AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1:2011, 2012, str. 9.

Primerjaje zgolj evropske države pa je bilo ob koncu leta 2010 največ neporavnanih obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev, izdanih z listinjenjem v Združenem kraljestvu (622,1 milijarde EUR), temu pa so sledile Nizozemska (319,6 milijarde EUR), Španija (297,4 milijarde EUR), Italija (214,2 milijarde EUR), Nemčija (97,3 milijarde EUR) itd. Govorim o vrednostnih papirjih RMBS-jev, CMBS-jev, ABS-jev, CDO-jev, vrednostnih papirjih, nastalih z listinjenjem posojil malim in srednjim podjetjem in vrednostnih papirjih, nastalih z listinjenjem »celotnih podjetij« (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 9).

*Tabela 1: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova z listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev glede na vrsto zavarovanja v izbranih državah Evrope ob koncu leta 2010 v milijardah EUR*

Država	RMBS-ji	CMBS-ji	ABS-ji*	CDO-ji	SME**	WBS***	Skupaj
Avstrija	2,1	0,2	0,2	-	-	-	2,5
Belgija	61,5	0,1	0,2	-	14,6	-	76,4
Finska	4,4	-	-	-	0,1	-	4,6
Francija	11,2	2,5	18,2	0,0	2,7	-	34,6
Grčija	6,8	0,3	12,6	2,7	12,7	-	35,1
Irska	68,9	0,4	-	2,8	-	-	72,1
Italija	142,7	10,3	50,2	5,2	4,5	1,4	214,2
Nemčija	22,6	20,1	40,0	2,3	12,2	0,1	97,3
Nizozemska	289,0	8,2	6,7	0,6	15,1	-	319,6
Portugalska	41,9	-	6,9	-	8,5	-	57,3
Španija	190,0	0,4	19,2	2,1	85,7	-	297,4
Turčija	-	-	4,8	-	-	-	4,8
Združeno kraljestvo	453,9	66,3	41,2	7,0	3,6	50,1	622,1
Druge države****	0,4	-	0,1	1,9	0,4	-	2,8
Pan-Evropa	0,2	32,0	1,0	20,6	4,0	0,1	57,9
Večnacionalni posli*****	0,2	2,6	2,2	185,7	1,9	0,9	193,5
Evropa (skupaj)	1295,9	143,4	203,4	231	166,2	52,5	2092,3

**Legenda:** \* Vrste premoženja, ki lahko tvori zavarovanje, so posojila za nakup avtomobila, terjatve iz naslova kreditnih kartic, potrošniška posojila, posojila za študij ipd.

\*\* SME – zavarovanje tvorijo posojila malim in srednjim podjetjem.

\*\*\* WBS – listinjenje »celotnega podjetja«.

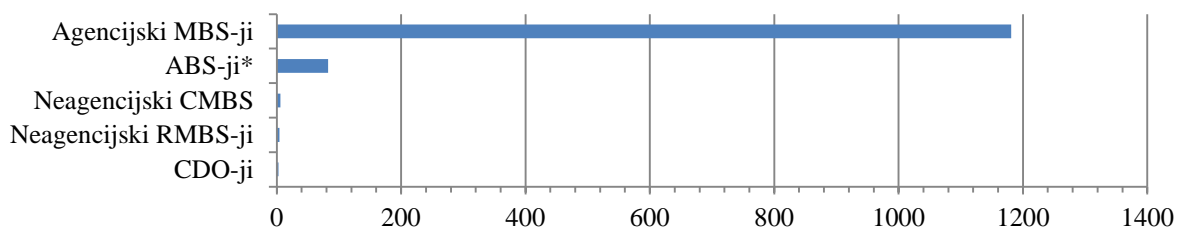
\*\*\*\* Mednje sodijo Gruzija, Islandija, Madžarska, Ukrajina, Švedska in Švica.

\*\*\*\*\* Med večnacionalne posle sodijo tisti, pri katerih sredstva, ki so predmet listinjenja, izvirajo iz več različnih zakonodaj oziroma držav (večinoma CDO-ji).

*Vir: Prirejeno po AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1:2011, 2012, str. 9.*

V letu 2010 je bilo v Združenih državah Amerike izdanih za 1.191,4 milijarde EUR MBS-jev, od tega za 1.181,3 milijarde EUR agencijskih MBS-jev, za 4,1 milijarde EUR neagencijskih RMBS-jev in za 6 milijard EUR neagencijskih CMBS-jev. V istem obdobju je bilo v Združenih državah Amerike izdanih še za 82,6 milijarde EUR ABS-jev in za 2,7 milijarde EUR CDO-jev (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 3).

*Slika 3: Izdaja z listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev glede na vrsto zavarovanja v Združenih državah Amerike v letu 2010 v milijardah EUR*

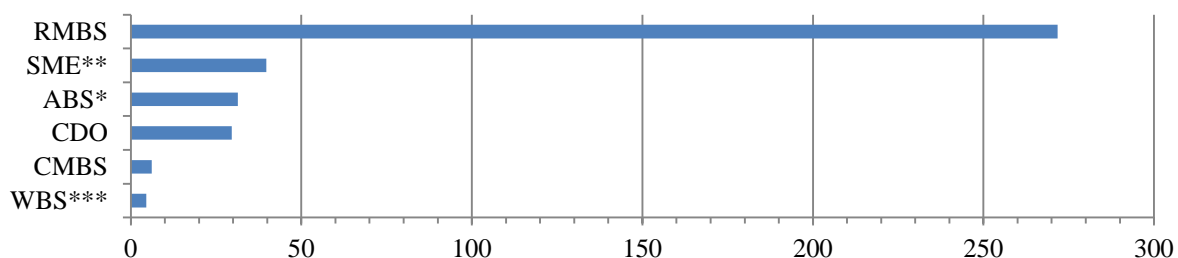


**Legenda:** \* Vrste premoženja, ki tvorijo zavarovanje, so posojila za nakup avtomobila, terjatve iz naslova kreditnih kartic, gospodinjstva posojila, posojila za študij, terjatve iz naslova zakupa opreme, posojila za nakup tovarniško izdelane hiše ipd.

*Vir: AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1:2011, 2012, str. 3.*

V letu 2010 je bilo v Evropi izdanih za 277,8 milijarde EUR MBS-jev, od tega za 271,7 milijarde EUR RMBS-jev in za 6,1 milijarde EUR CMBS-jev. V istem obdobju je bilo v Evropi izdanih tudi za 31,4 milijarde EUR ABS-jev, za 29,6 milijarde EUR CDO-jev, za 39,7 milijarde EUR vrednostnih papirjev, nastalih z listinjenjem posojil malim in srednjim podjetjem, in za 4,5 milijarde EUR vrednostnih papirjev, nastalih z listinjenjem »celotnih podjetij« (AFME/ESF & SIFMA, 2012, str. 3).

*Slika 4: Izdaja z listinjenjem izdanih vrednostnih papirjev glede na vrsto zavarovanja v Evropi v letu 2010 v milijardah EUR*



**Legenda:** \* Vrste premoženja, ki tvorijo zavarovanje, so posojila za nakup avtomobila, terjatve iz naslova kreditnih kartic, razna druga posojila, terjatve iz naslova različnih zakupov ipd.

\*\* SME – zavarovanje tvorijo posojila malim in srednjim podjetjem.

\*\*\* WBS – listinjenje »celotnega podjetja«.

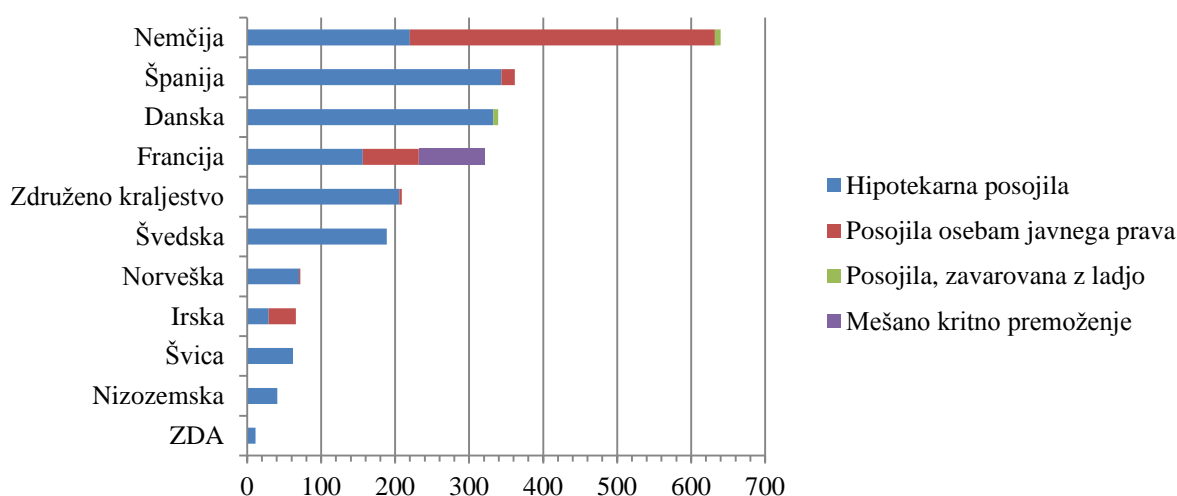
*Vir: AFME/ESF & SIFMA, AFME/ESF Securitisation Data Report Q1:2011, 2012, str. 3.*

### Priloga 3: Trg kritih obveznic v Združenih državah Amerike in Evropi v letu 2010

Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic je v svetu<sup>30</sup> ob koncu leta 2010 znašala 2.500,9 milijarde EUR. Za 1.789,7 milijarde EUR (71,6 %) teh obveznosti je nastalih z izdajo hipotekarno kritih obveznic, za 608 milijard EUR (24,3 %) pa z izdajo kritih obveznic, kritih s krediti osebam javnega sektorja. Takrat je bilo od desetih držav z največ neporavnanimi obveznostmi iz naslova kritih obveznic kar sedem takšnih, pri katerih je delež neporavnanih obveznosti iz naslova hipotekarno kritih obveznic v neporavnanih obveznostih iz naslova vseh kritih obveznic presegal 90 % (ECBC, 2012a, str. 1).

Z vrednostjo neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic v višini 639,8 milijarde EUR je imela ob koncu leta 2010 največji trg kritih obveznic Nemčija; sledile so ji Španija (361,8 milijarde EUR), Danska (339,2 milijarde EUR), Francija (320,5 milijarde EUR), Združeno kraljestvo (208,9 milijarde EUR) itd. V Združenih državah Amerike je vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic ob koncu leta 2010 znašala 11,5 milijarde EUR (ECBC, 2012a, str. 1).

*Slika 5: Vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova kritih obveznic glede na vrsto kritnega premoženja v izbranih državah\* ob koncu leta 2010 v milijardah EUR*



**Legenda:** \* Deset držav z največ neporavnanimi obveznostmi iz naslova kritih obveznic ob koncu leta 2010 in Združene države Amerike.

*Vir: ECBC, ECBC Covered Bond Statistics by Country and Asset Type 2009/2010, 2012, str. 1.*

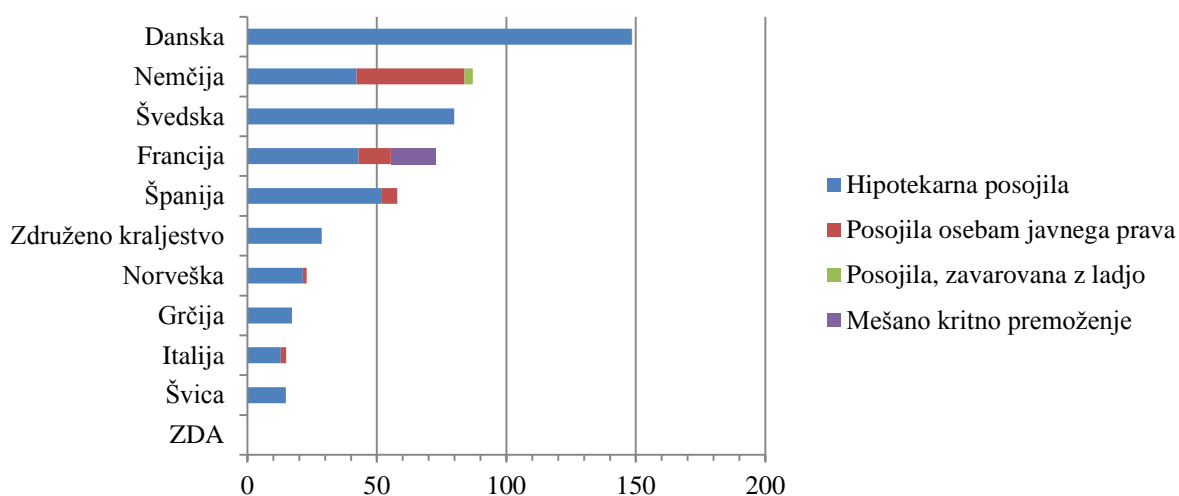
V letu 2010 je bilo v svetu izdanih za 613,1 milijarde EUR kritih obveznic. Od tega jih je bilo za 517,1 milijarde EUR (84,3 %) kritih s hipotekarnimi krediti, za 75,4 milijarde EUR (12,2 %) pa s

<sup>30</sup> Podatek se nanaša na države, v katerih so po podatkih ECBC-ja obstajale neporavnane obveznosti iz naslova kritih obveznic ob koncu leta 2010. Mednje sodijo Avstrija, Češka, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Kanada, Latvija, Luksemburg, Madžarska, Nemčija, Nizozemska, Norveška, Nova Zelandija, Poljska, Portugalska, Slovaška, Španija, Švedska, Švica, Združene države Amerike in Združeno kraljestvo (Velika Britanija ter Severna Irska) (ECBC, 2012a, str. 1).

kreditu osebam javnega sektorja. Od prvih deset držav z v istem obdobju najobsežnejšimi izdajami kritih obveznic je bilo osem takšnih, pri katerih je delež vrednosti izdaj hipotekarno kritih obveznic v vrednosti izdaj vseh kritih obveznic presegal 85 %. V štirih od teh osmih držav je ta delež znašal 100 % (ECBC, 2012a, str. 2).

V letu 2010 je bilo največ kritih obveznic izdanih na Danskem (148,6 milijarde EUR), po obsegu izdaj v tem istem letu pa so Danski sledile Nemčija (87 milijard EUR), Švedska (79,9 milijarde EUR), Francija (72,7 milijarde EUR), Španija (57,8 milijarde EUR) itd. V Združenih državah Amerike se krite obveznice v letu 2010 niso izdajale (ECBC, 2012a, str. 2).

*Slika 6: Izdaja kritih obveznic glede na vrsto kritnega premoženja v izbranih državah\* v letu 2010 v milijardah EUR*



**Legenda:** \* Deset držav z najobsežnejšimi izdajami kritih obveznic v letu 2010 in Združene države Amerike.

*Vir: ECBC, ECBC Covered Bond Statistics by Country and Asset Type 2009/2010, 2012, str. 2.*



## Priloga 4: Primer delovanja hipotekarnih nepretočnih obveznic več zaporednih razredov

Spodaj prikazani Saundersov in Cornettov primer – to vidim pri Fabozziju (2007, str. 273–277) – prikazuje delovanje zaporednih CMO-jev, izdanih v sklopu zaporednih razredov oziroma tranš. Gre torej za najosnovnejše CMO-je, ki so strukturirani tako, da se posamezni razredi CMO-jev v celoti odplačajo drug za drugim oziroma zaporedno.

Hipotekarni denarni tok se med imetnike CMO-jev več (zaporednih) razredov prerazporeja na naslednji način (Saunders & Cornett, 2003, str. 753–754):

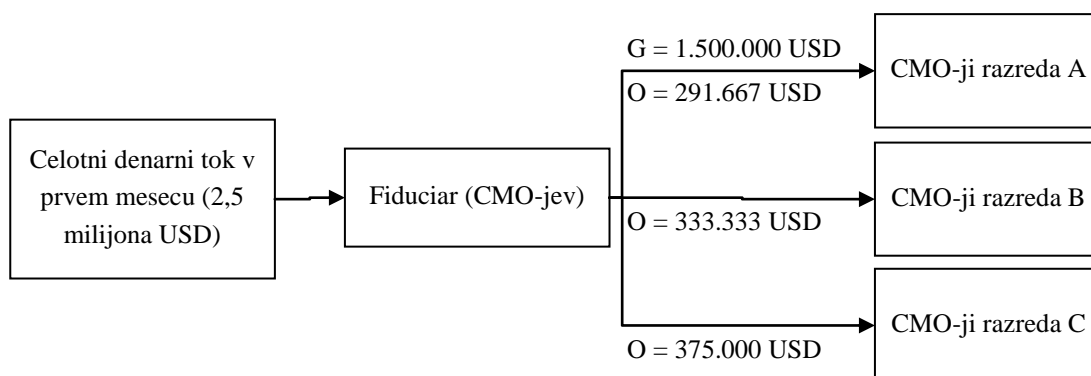
- a. Predpostavka 1: Investicijska banka (npr. Goldman Sachs) kupi za 150 milijonov USD MPTS-jev (od Ginnie Mae), in jih prenese na fiduciarno družbo, ta pa na podlagi tega premoženja oziroma zavarovanja izda CMO-je.
- b. Predpostavka 2: CMO-ji se izdajo v treh razredih, tj. v razredih A, B in C. Vrednost vseh treh razredov je enaka in znaša 50 milijonov USD. Za CMO-je razreda A je določena fiksna letna kuponska obrestna mera v višini 7 %, za CMO-je razreda B v višini 8 %, za CMO-je razred C pa v višini 9 %.
- c. Opis 1: Posojilojemalci, katerih hipotekarna posojila so podlaga za izdajo MPTS-jev, mesečno plačujejo obveznosti iz naslova svojega posojila (redna odplačila glavnice in plačila obresti), v pogodbeno določenem obdobju odplačevanja posojila pa lahko svoje posojilo odplačajo tudi predčasno.
- d. Opis 2: Denarni tok iz *Opisa 1* se na mesečni ravni »pretaka« najprej lastnikom MPTS-jev – tj. investicijski banki oziroma izdajatelju CMO-jev (fiduciarne družbi) –, ti pa ga nato prek fiduciarja<sup>31</sup> uporabljajo za plačevanje obveznosti do imetnikov CMO-jev.
- e. Predpostavka 3: Investicijska banka prejme iz naslova MPTS-jev po prvem mesecu 2,5 milijona USD, pri čemer je za 1 milijon USD pričakovanega denarnega toka (redna odplačila glavnice in plačila obresti), za 1,5 milijona USD pa nepričakovanega denarnega toka (predčasna odplačila glavnice). Zbrani denar posreduje fiduciarju, ta pa nato z njim poplača obveznosti iz naslova izdanih CMO-jev.
- f. Opis 3: Denar iz *Predpostavke 2* (2,5 milijona USD) fiduciar razdeli med imetnike CMO-jev različnih razredov na naslednji način:
  - Plačilo obresti oziroma kuponov: fiduciar imetnikom CMO-jev vseh treh razredov najprej mesečno izplačuje zajamčene obresti. Po prvem mesecu imetnikom CMO-jev razreda A izplača 291.667 USD ( $50 \text{ milijonov USD} * (0,07/12)$ ), imetnikom CMO-jev razreda B 333.333 USD ( $50 \text{ milijonov USD} * (0,08/12)$ ), imetnikom CMO-jev razreda C pa 375.000 USD ( $50 \text{ milijonov USD} * (0,09/12)$ ).
  - Odplačilo glavnice: po plačilu obresti, fiduciarju ostane 1,5 milijona USD. Prav to, kako razdeli ta znesek, pa je posebnost obravnavanih CMO-jev. Fiduciar ga namreč ne razdeli med imetnike CMO-jev vseh treh razredov, ampak ga izplača le imetnikom CMO-jev razreda A.

---

<sup>31</sup> Investicijska banka (serviser) zbrani denar posreduje fiduciarju, ta pa ga razdeljuje med imetnike CMO-jev.

Ti torej po prvem mesecu poleg obresti prejmejo še 1,5 milijona USD, pri čemer se ta znesek obravnava kot vračilo dela njihovih vloženi sredstev. Po prvem mesecu in po opisanih izplačilih je torej vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razreda A le še 48,5 milijona USD (50 milijonov USD – 1,5 milijona USD), vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razredov B in C pa nespremenjenih 50 milijonov USD.

Slika 7: Razdelitev denarnega toka med imetnike CMO-jev več (zaporednih) razredov po prvem mesecu



Vir: M. M. Cornett & A. Saunders, *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, 2003, str. 754.

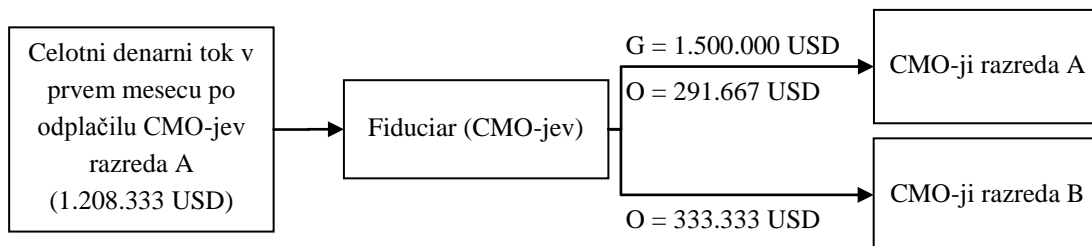
- g. Predpostavka 4: V drugem mesecu je denarni tok iz naslova MPTS-jev, s katerim razpolaga fiduciar, ponovno višji od zneska, potrebnega za plačilo zajamčenih obresti imetnikom CMO-jev vseh treh razredov, in to znova za 1,5 milijona USD.<sup>32</sup>
- h. Opis 4: Po plačilu obresti fiduciar preostali znesek (1,5 milijona USD) tudi v drugem mesecu porabi za vračilo dela vloženi sredstev imetnikov CMO-jev razreda A. Po drugem mesecu in po omenjenih izplačilih je torej vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razreda A le še 47 milijonov USD (48,5 milijona USD – 1,5 milijona USD), vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razredov B in C pa spet nespremenjenih 50 milijonov USD. Ob prikazanem načinu razdeljevanja denarnega toka, generiranega s strani MPTS-jev, je po določenem obdobju razred A prvi, ki je v celoti odplačan oziroma »upokojen« (angl. *fully retired*). To pa pomeni, da po njegovem odplačilu, dokler ni na enak način odplačan tudi razred B, obstojita samo razreda B in C.
- i. Predpostavka 5: Po prvem mesecu po upokojitvi razreda A fiduciar razpolaga z 1.208.333 USD (znesek, prejet na račun MPTS-jev).
- j. Opis 5: Fiduciar imetnikom CMO-jev zdaj dveh razredov, B in C, enako kot prej najprej izplača obresti, in sicer imetnikom CMO-jev razreda B 333.333 USD, imetnikom CMO-jev razreda C pa 375.000 USD. Ker pa pred tem razpolaga z zneskom iz *Predpostavke 5* (1.208.333 USD), mu zdaj ostane še 0,5 milijona USD nerazporejenih sredstev. Ta ponovno porabi za vračilo dela vloženi sredstev, le da tokrat tistih, ki so jih vložili vlagatelji v CMO-

<sup>32</sup> Obresti, ki so po drugem mesecu izplačane imetnikom CMO-jev razredov B in C, so enake tistim iz prvega meseca, imetniki CMO-jev razreda A pa jih prejmejo nekoliko manj (282.917 USD (48,5 milijona USD\*(0,07/12) namesto 291.667 USD). Celotni denarni tok drugega meseca je torej nekoliko manjši (2.491.250 USD).

je razreda B. Po prvem mesecu po odplačilu razreda A je torej vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razreda B le še 49,5 milijona USD (50 milijonov USD – 0,5 milijona USD), vrednost neporavnanih obveznosti iz naslova CMO-jev razreda C pa je še vedno nespremenjenih 50 milijonov USD.

- k. Opis 6: Razred A je prvi, ki je v celoti odplačan, enako pa se v nadaljevanju zgodi tudi z razredoma B in C.

*Slika 8: Razdelitev denarnega toka med imetnike CMO-jev več (zaporednih) razredov po prvem mesecu po odplačilu CMO-jev razreda A*



Vir: M. M. Cornett & A. Saunders, *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, 2003, str. 754.

## Priloga 5: Seznam kratic

Tabela 2: Seznam kratic

<b>KRATICA</b>	<b>POLNI NAZIV</b>
ABS-ji	s premoženjem zavarovani vrednostni papirji
AFME/ESF & SIFMA	Združenje za finančne trge v Evropi in njihova podružnica z nazivom Evropski forum o listinjenju ter Združenje za vrednostne papirje in finančne trge
BIS	Banka za mednarodne poravnave
CBO-ji	zadolžnice, zavarovane z obveznicami
CDO-ji	zadolžnice, zavarovane z dolgom
CLO-ji	zadolžnice, zavarovane s posojili
CMO-ji	zadolžnice, zavarovane s hipotekarnimi posojili / hipotekarne nepretočne obveznice
CMBS-ji	vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili
Direktiva CRD	Direktiva o kapitalskih zahtevah
Direktiva UCITS	Direktiva 85/611/ECC Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
Nova direktiva UCITS	Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
EBRD	Evropska banka za obnovo in razvoj
ECB	Evropska centralna banka
ECBC	Evropski svet za krite obveznice
IMF	Mednarodni denarni sklad
MBS-ji	hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
MPTS-ji	hipotekarne pretočne obveznice
Predlog direktive CRD IV	Predlog Direktive Evropskega parlamenta in Sveta o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih družb ter spremembi Direktive 2002/87/ES Evropskega parlamenta in Sveta o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem in (spremljajoč) Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja
PAC razred	razred z načrtovano amortizacijo
RMBS-ji	vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili
SMBS-ji	STRIP hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
ZHKO-1	Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS, št. 10/2012)

## Priloga 6: Terminološki slovar

Tabela 3: Terminološki slovar

ANGLEŠKI IZRAZ	SLOVENSKI IZRAZ
accrual class	prirastkovni razred
agency residential mortgage-backed securities	agencijski vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili
agency commercial mortgage-backed securities	agencijski vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili
asset-backed commercial paper	s premoženjem krit komercialni zapis
asset-backed securities	s premoženjem zavarovani vrednostni papirji
asset-backed securitisation	listinjenja premoženja
Association for Financial Markets in Europe	Združenje za finančne trge v Evropi
Bank for International Settlements	Banka za mednarodne poravnave
bid/ask prices	nakupno-prodajne cene
call protection	zaščita pred odpoklicem
Capital requirements directive	Direktiva o kapitalskih zahtevah
collateralised bond obligations	zadolžnice, zavarovane z obveznicami
collateralised debt obligations	zadolžnice, zavarovane z dolgom
collateralised loan obligations	zadolžnice, zavarovane s posojili
collateralised mortgage obligations	hipotekarne nepretočne obveznice
commercial lease receivables	terjatve iz naslova komercialnih zakupov
commercial mortgage-backed securities	vrednostni papirji, zavarovani s komercialnimi hipotekarnimi posojili
companion tranches	spremljevalni razredi
(to be in) conservatorship	biti pod vladnim nadzorom
covered bonds	krite obveznice
credit default swap	kreditna zamenjava
credit enhancer	garant kreditne bonitete
credit linked notes	kreditni zapisi
credit rating	boniteta
debt securities, with an embedded CDS	dolžniški vrednostni papirji, ki imajo »vgrajeno« funkcijo kreditne zamenjave
debt-to-service coverage ratio	stopnja pokritja dolga
Department of housing and urban development	Ministrstvo za gradnjo in urbanistični razvoj
dual recourse bonds	obveznice, ki imetnikom nudijo dvojno zavarovanje
ECBC Essential features of covered bonds	ECBC Bistvene značilnosti kritih obveznic

se nadaljuje

nadaljevanje

<b>ANGLEŠKI IZRAZ</b>	<b>SLOVENSKI IZRAZ</b>
European Bank for Reconstruction and Development	Evropska banka za obnovo in razvoj
European Central Bank	Evropska centralna banka
European Covered Bond Council	Evropski svet za krite obveznice
European Mortgage Federation	Evropsko hipotekarno združenje
European Securitization Forum	Evropski forum o listinjenju
Federal Home Loan Bank System	Sistem federalnih bank za stanovanjska posojila
Federal Home Loan Mortgage Corporation / Freddie Mac	Zvezno združenje za stanovanjska hipotekarna posojila
Federal Housing Administration	Zvezna stanovanjska uprava
Federal housing finance agency	Zvezna agencija za stanovanjsko financiranje
Federal National Mortgage Association / Fannie Mae	Zvezno nacionalno hipotekarno združenje
federally related institution	z zvezno vlado povezana institucija
floating-rate class	razred s spremenljivo kuponsko obrestno mero
fully amortized (mortgage)	(hipotekarno posojilo z) anuitetnim načinom odplačevanja
(to be) fully retired	biti »upokojen« / biti v celoti odplačan
Government National Mortgage Association / Ginnie Mae	Vladno nacionalno hipotekarno združenje
government-sponsored enterprise	vladno-sponsorirano podjetje
guarantee	jamstvo
guaranteeing fee	plačilo za zagotavljanje jamstva
home equity loans	posojila za črpanje stanovanjskega premoženja gospodinjstva
interest-bearing securities	obrestovani vrednostni papirji
interest-only class	obrestni razred (pri SMBS-jih)
interest-only mortgage strips	obrestni STRIP hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
International Monetary Fund	Mednarodni denarni sklad
inverse floating-rate tranche	razred z inverzno spremenljivo kuponsko obrestno mero
jumbo covered bonds	»jumbo« krite obveznice
manufactured housing loans	posojila za nakup tovarniško izdelane hiše
maturity mismatch	neusklajenosti v ročnosti med sredstvi in obveznostmi do virov sredstev
mortgage-backed securities	hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
mortgage bonds	hipotekarne obveznice

se nadaljuje

nadaljevanje

<b>ANGLEŠKI IZRAZ</b>	<b>SLOVENSKI IZRAZ</b>
mortgage covered bonds	hipotekarno krite obveznice
mortgage passthrough securities	hipotekarne pretočne obveznice
mortgage securities	hipotekarni vrednostni papirji
nonagency residential mortgage backed securities / private-label residential mortgage backed securities	neagencijski vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili
non-PAC tranches	ne-PAC razredi
non-PAC II support tranche	ne-PAC II podporni razred
non-real estate asset-backed securities	ne-nepremičninski, s premoženjem zavarovani vrednostni papirji
notional interest-only class	fiktivni obrestni razred
off-balance-sheet covered bonds	krite obveznice, katerih kritno premoženje se prenese na družbo s posebnim namenom
Office of Public and Indian Housing	Pisarna za javno in indijansko stanovanjsko gradnjo
on-balance-sheet covered bonds	krite obveznice, katerih kritno premoženje ostane v bilanci stanja izdajatelja
on-balance sheet securitisation	bilančno listinjenje
overcollateralization	izdaja vrednostnih papirjev v vrednosti, ki je nižja od vrednosti zavarovanja (pri MBS-jih)
PAC I tranche / Level I PAC tranche	PAC I razred
PAC II tranche / Level II tranche	PAC II razred
»plain-vanilla« fixed rate bullet bonds / bullet maturity, fixed annual coupon bond	navadne kuponske obveznice s fiksno kuponsko obrestno mero in z letnim izplačilom obresti oziroma kuponov
planned amortization class / PAC class	razred z načrtovano amortizacijo
pooling models	»združevalni« modeli (izdajanja kritih obveznic)
principal-only class	glavnični razred (pri SMBS-jih)
principal-only mortgage strips	glavnični STRIP hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
Public Securities Association (PSA) prepayment model	PSA model (za določitev predčasnih odplačil hipotekarnih posojil)
real estate asset-backed securities	nepremičninski s premoženjem zavarovani vrednostni papirji
regulated / legislative covered bonds	regulirane oziroma zakonsko urejene krite obveznice
regulatory capital relief	znižanje minimalnih kapitalskih zahtev

se nadaljuje

nadaljevanje

<b>ANGLEŠKI IZRAZ</b>	<b>SLOVENSKI IZRAZ</b>
residential mortgage-backed securities	vrednostni papirji, zavarovani s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili
risk/return pattern	razmerje med tveganostjo in donosnostjo
Rural Housing Service	Služba za stanovanjsko gradnjo na podeželju
Securities Industry and Financial Markets Association	Združenje za vrednostne papirje in finančne trge
senior subordinated debt structure	podrejena/nadrejena struktura dolga
senior units	nadrejene enote
sequential-pay CMO structures	zaporedne CMO strukture / izdaje CMO-jev različnih zaporednih razredov
sequential-pay tranches	zaporedni razredi
sequential-pay PAC tranches	zaporedni PAC razredi
(loan) servicer	serviser (posojil)
special purpose vehicle	družba s posebnim namenom
stripped mortgage-backed securities / mortgage strips	STRIP hipotekarno zavarovani vrednostni papirji
structured covered bonds	strukturirane krite obveznice
structured interest-only class	strukturirani obrestni razred
substitute assets	nadomestno kritno premoženje
support tranches	podporni razredi
surety bond	porošтво
synthetic coupon pass-throughs	pretočne obveznice s sintetično kuponsko obrestno mero
synthetic securitisation	sintetično listinjenje
tranches	razredi / tranše (obveznic)
true-sale securitisation	listinjenje s pravo prodajo
trust	fiduciarna družba
trustee	fiduciar
underwriter	kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev
Veterans Administration	Vladna služba za veterane
whole business securitization	listinjenje »celotnega podjetja«
whole loan	»čisto« posojilo
whole-loan CMOs	CMO-ji iz »čistih« posojil
Z class	Z razred
zero-coupon bonds	brezkuponske obveznice