

ИНОВАТИВНОСТ ФИНАНСИЈСКЕ ИНДУСТРИЈЕ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА СРБИЈЕ - СЕКЈУРИТИ- ЗАЦИЈА ХИПОТЕКАРНИХ КРЕДИТА

INNOVATION FINANCIAL INDUSTRY IN SERBIAN CAPITAL MARKET-SECURITIZATION MORTGAGE LOANS

Драган М. Момировић*

Пут ка слободном тржишту је био отворен и одржаван помоћу огромног пораста интервенционизма, стално организованог и контролисаног из центра

Карл Полањи

Резиме

У раду се указује на правне и институционалне претпоставке и ограничења примене финансијске иновације, секјуритизације, на тржишту капитала Србије. Циљ је да се на основу теоретских и емпиријских сазнања развијених тржишта секјуритизације укаже на могућност имплементације ове финансијске иновације на тржишту капитала Републике Србије. У раду се дефинише секјуритизација, те идентификују типичне врсте и карактеристике секјуритизације. Објашњавају се главни носиоци и мотиви, структуре секјуритизације. Указује се на ризик, те на предности и недостатке секјуритизације, као и на претпоставке примене и функционисања.

* Др Драган М. Момировић, Ад "Аутопромет" Ниш

Потом се разматрају кључне директиве секјуритизације у ЕУ и искуства примене у тим земљама. Даје се кратак, општи осврт на проблеме са којима се сусрећу земље у транзицији приликом имплементације ове финансијске иновације. На крају се анализира предлог Нацрта закона о секјуритизацији у Србији који још није усвојен. Потом се идентификују одређене правне и институционалне претпоставке које су од битног значаја за имплементацију ове финансијске иновације на тржишту капитала Републике Србије.

Кључне речи: секјуритизација, МБС, имовина, хипотекарне обвезнице, оригинатор, СВП, ризик, инвеститор.

Summary

This work deals with legal and institutional presumptions and limits of the application of financial innovation of securitization on the market of the capital of Serbia. Aim is to show the possibility of implementing this financial innovation into the market of capital of Serbia, relying on theoretical and empiric knowledge of developed markets of securitization. The securitization is defined in this study and the typical types and characteristics of securitization are identified. The main drives and motives and structures of securitization are explained. This work points out the risks and also advantages and disadvantages of securitization as well as basics of its application and functioning. The key instructions of securitization in European Union and experience in application in those countries are discussed afterwards. A short review of the problems that countries in transition confront in the course implementing of this financial innovation is given. In the end the proposition of the draft of the law about securitization in Serbia not yet accepted is analyzed. And finally certain legal and institutional presumptions of vital importance for the implementation of this financial innovation in the market of the capital of Serbia are identified.

Key words: securitization, MBS, the property, mortgage bonds, originator, SVP, risk, investor

Увод

Секјуритизација представља најзначајнију финансијску иновацију, која се појавила почетком седамдесетих година на финансијском тржишту у САД. Ова кључна финансијска иновација драматично је утицала на улогу и структуру финансијских посредника и замену традиционалног начина система индиректног финансирања. Радикално другачија од традиционал-

ног система, имала је битне импликације широког спектра на финансијска тржишта, уз разне бенефите за емитенте, зајмотражиоце, инвеститоре и уопште финансијски систем, поготово у САД.

Висок степен каматне осетљивости депозита, као извора који се користе за дугорочне пласмане, уз фиксне каматне стопе и висок степен неликвидности банкарских зајмова до рока доспећа у случају пораста тржишних каматних стопа, доводи до тога да су банке принуђене да плаћају више камате на депозите, док камате на већ одобрене кредите остају непромењене. Банкарски зајмови су неликвидни до рока доспећа, не подлежу вредновањима рејтинг агенција, и банка сама покрива ризик, за разлику од обвезница које су ликвидне на тржишту капитала, и константно су предмет процене рејтинг агенција и поседују побољшану структуру ризика.

Све то је утицало на "финансијске инжењере" да на тржишту капитала креирају, нову, посебно дизајнирану, финансијску иновацију, секјуритизацију. Секјуритизација (прва на хипотекарне зајмове на станове) је креирана од стране Lewisa Ranijerija, у департману, код Salomon Brothers за трговину хипотека.

Секјуритизација је, најпре, настала као тежња банака да буду присутније на финансијским тржиштима, у циљу оптимизације сопствених стратегија профитабилности и ликвидности. Представљена је као део програма за унапређење, односно, стварања секундарног тржишта стамбених хипотекарних кредита. Суштина аранжмана јесте да су специјализоване финансијске институције на бази послова хипотека, креирале обвезнице, чиме је створен систем у коме су хипотекарни зајмови, преко емитованих обвезница, могли да буду продати разним инвеститорима. Инвеститори су куповином обвезница пласирали свој финансијски потенцијал, уз наплату тржишне каматне стопе. То значи да настаје секундарна емисија обвезница, која се заснива на примарној емисији банкарских зајмова, који представљају покриће за емитовање обвезница. Ради се о хибридној финансијској форми која комбинује класичан банкарски кредит са карактеристикама корпорацијских обвезница

Управо, циљ овог рада јесте да се на основу теоријских и практичних сазнања развијених земаља и искуства земаља у ЕУ и транзицији, које користе ову финансијску иновацију, и сагледавањем и анализом постојеће законске регулативе у Републици Србији, укаже на нормативне и институционалне препреке и могућности примене секјуритизације, као и на њен значај и утицај на развој секундарног тржишта, на тржишту капитала Србије.

Рад је подељен на 3 одељака. У првом одељку, на основу референтне литературе са развијених тржишта финансијског капитала, разматра се те-

оријски аспект секјуритизације чији је циљ упознавање са основним постулатима и начелима, али и са терминологијом, с обзиром да ова финансијска иновација на финансијском тржишту капитала Републике Србије још није имплементирана. У другом одељку наводе се законска регулатива и емпиријска искуства Европске уније у примени секјуритизације, као и у транзиционим земљама. У трећем одељку разматрају се правна и друга ограничења за примену секјуритизације на тржишту капитала Србији, те предлажу законске и институционалне мере и оцењује перспектива развоја.

Импозантни резултати условиле су појаву многих, убедљивих дебата, које су описивале инвестиције, анализу и техничку структуру МБС-а. Међутим, дебате су биле провизорне, када је у питању карактеризација концепта које описују.

1. Теоријска разматрања секјуритизације

1.1. Шта је секјуритизација

Не постоји стандардна и унифицирана дефиниција секјуритизације¹, а већина њих је *ad hoc* варијанта оригиналне радне дефиниције. Fabozzijeва (1998) дефиниција секјуритизације идентична је оригиналној Salomon Brothers дефиницији, осим што укључује потраживања: "процес удруживања кредита или потраживања и издавање хартија од вредности подржане од стране заједничког фонда" Најновија издања речника Merriam-Webster's Collegiate Dictionary, потврђује популарност дефиниције, чије десето и једанаесто издање садржи, практично, еквивалентну дефиницију првобитне радне дефиниције секјуритизације. Очигледан недостатак горње дефиниције огледа се у опису начина спровођења секјуритизације, односно како се користе тржишне алтернативе и како се остварује циљ.

Према Banksu,(2005), "секјуритизација представља процес уклањања имовине, обавеза или готовинских токова из корпоративних биланса стања и њихово преношење на треће стране, путем утрживих хартија од вредности". Интересантну дефиницију даје Culp (2006), који секјуритизацију дефинише као "процес хомогенизовања и паковања финансијских инструмената у нове утрживе." Standard & Poors, (2003) секјуритизацију дефинише као "емисију ХОВ подржаних одређеном имовином."

¹ Реч секјуритизација је први пут употребљена 1977. године у чланку "Heard on the Street" у часопису Wall Street Journal када је Bank of America преко Solomon Brothers-а секјуритизацијом хипотекарних кредита емитовала прве приватне хипотекарне обезнице.

Секјуритизација представља процес у коме се неликвидни дуговни финансијски инструменти (кредити, зајмови, потраживања) претварају у ликвидне, лакше утрживе ХОВ којима се може трговати на финансијском тржишту. Ове ХОВ имају залог у прецизно дефинисаној активи, односно имовини и стога се називају ХОВ обезбеђене имовином (*mortgage-backed securities – MBS*). За секјуритизацију се, такође, може рећи и да "представља замену финансирања дуговних инструмената путем мање ефикаснијих и скупљих финансијских посредника (банака и других) ефикаснијим финансијским тржиштем" (Breidenbach, М. 2003).

1.2. Карактеристике и врсте секјуритизације

Емитоване ХОВ везују се за конкретну имовину и њен готовински ток, и не зависе од кредитног ризика иницијалног власника ове имовине. Инвеститори купују учешће у дотичној имовини и сразмерни износ права која су за њу везана. Емитоване обвезнице са подлогом (јемством) конкретне имовине битно одступају од традиционалних форми обвезница и других дуговних финансијских инструмената.

Постоји више врста ХОВ заснованих на различитим облицима активе (имовине):

- ХОВ обезбеђене активом (*asset-backed securities – ABS*) у ужем смислу – засноване на кредитима за аутомобиле, студентским кредитима, кредитима малих и средњих предузећа, кредитним картицама, лизингу опреме, и још на више од 30 различитих класа активе (Burke, W. М 2005).
- ХОВ обезбеђене хипотеком (*mortgage-backed securities – MBS*) – на основу стамбених и комерцијалних хипотекарних кредита, као што су:
 - Хипотекарне упутнице (*mortgage pass-through security – PTS*)
 - Колатерализована хипотекарна облигација (*collateralized mortgage obligation – CMO*),
 - Раздељена хипотекарна заложница (*stripped mortgage backed security SMBS*), (Стефановић, 2006).
- Колатералне дужничке облигације (*collateralised debt obligations – CDO*). У оквиру ове групе разликујемо колатерализоване кредитне облигације (*collateralised loan obligations – CLO*), које се емитују на бази кредита одобрених предузећима и колатерализоване обвезничке облигације (*collateralize bond obligations – CBO*) за чије емитовање као колатерал служе корпоративне обвезнице (Breidenbach, М. 2003).

- *Strips* су хипотекарне обвезнице које се креирају одвајањем прихода² код pass-through хипотекарних обвезница, креирајући на тај начин две или више обвезница, сваку са одређеним процентом од главнице или од приноса на обвезницу.
- *Callable Pass-through* хипотекарне обвезнице креирају се тако што се pass-through обвезнице деле на callable class и call class. Ималац callable класе у целости наплаћује главницу и камату, за разлику од ималаца call class, коме не припада принос и главница, а који има право да позива хипотекарну callable класе по унапред утврђеној цени након истека одређеног рока, предвиђеног за осигурање обвезнице callable класе.

1.3. Типови активе која се може секјуритизовати

Предмет секјуритизације може бити свако потраживање које генерише одређени новчани ток, односно који може бити трансферисано у дужничке обвезнице. Најчешћи облици активе које се могу секјуритизују су:

1. Хипотекарни кредити (стамбени и комерцијални),
2. Потрошачки кредити (посебно кредити за аутомобиле),
3. Потраживања по основу кредитних картица,
4. Кредити за мала и средња предузећа (МСП),
5. Студентски кредити,
6. Различити облици интелектуалне имовине и др.

Важна подела активе која се секјуритизације је на:

1. Амортизациону,
2. Неамортизациону.

1.4. Концепција секјуритизације – главни носиоци и мотиви секјуритизације

Постоје неколико корака креирања хипотекарних обвезница са становишта обезбеђења сигурности:

Origination and Servicing (*иницирати и проследити – originate and distribute*). Оригинатор обезбеђује финансијски аранжман, по коме нека друга финансијска институција прихвата да емитује обвезнице на бази пула зајмова. Зајмови оригинатора потичу из хипотекарних кредита на подлози имовине – стамбене јединице. Оригинатор установљава хипотекарну имо-

² Нпр. приход од 7% код једне pass-through обвезнице могу се креирати, издвајањем две обвезнице с тим што ће једна имати приход од 8% а друга од 5%.

вину коју жели да пренесе из свог биланса стања и обједињује је у референтни портфолио (пул). Потом продаје пул имовине емитенту, попут ентитета за посебне намене (СПВ). Референтни портфолио је углавном подељен у неколико транши са различитим степеном ризика, које се продају одвојено (Лакић, 2009). Оригинатор често задржава везу са својом имовином после секјуритизације, делујући као сервисер – односно заступник, који сакупља редовне уплате кредита од дужника, након чега их прослеђује СВП. Неки оригинатори уговорно ангажују друге организације да обављају функцију сервисирања или продају сервисниг права. За свој рад сервисер прима накнаду.

Трансфер имовине или "тачна продаја" (*True Sale*). У већини случајева секјуритизације, битан је трансфер средстава од оригинатора до СВП(а), који правно гледано, односи се, као продаја или "истинита продаја" (*tru sale*). Приходи од хипотекарних обвезница се преносе на оригинатора као куповна цена имовине. Ако трансфер средстава није "права продаја", инвеститори су рањиви на потраживања према оригинатору и склони правној интервенцији. Токови готовине подржани хипотекарним обвезницама или имовином, могу бити делимично у власништву имовине оригинатора и коришћена за сатисфакцију потраживања поверилаца ако до истините продаје не дође. Правно раздвајање имовине штити оригинатора. Инвеститори могу да се укључе једино у СВП за доспело плаћање у МБС, а не и на опште приходе оригинатора.

Специјално наменско правно лице (*Special Purpose Vehicle - SPV*).³ СВП оснива издавалац, емитент зајма (*loan originator*) или потписник (*underwriter*), односно инвестициона банка која је истовремено јемац и дистрибутер емисије хипотекарних кредита. СВП⁴ може бити труст, корпорација или облик партнерства, основан конкретно за куповину оригинаторове имовине и представља ток новчаних плаћања. СПВ из законских и рачуноводствених сврха се третира ванбилансно.

СПВ преузимају одређени број купљених хипотекарних кредита, креирајући од њих заједнички, хомогени "пул". Стварни број индивидуалних хипотека у пулу може да износи од неколико хиљада па до више стотина

³ СПВ је посебно правно лице, третирано као компанија за посебне намене (*special purpose vehicle-SPV*), често у форми старатељске компаније (труста) лоцирано на одговарајућој дестинацији која нуди разне погодности (углавном одсуство пореских обавеза и контроле капиталних и девизних трансакција).

⁴ СВП остварују приносе (профит) на основу разлике између остварених зарада на дугорочне кредите и плаћених камата на краткорочне дугове. Легални ентитети посебне намене, (СВП) теоретски издвајају матичну компанију од кредитног ризика са циљем измештања активне и пасивне из биланса стања. Од СВП се поново захтева да одреди вредност хипотекарне имовине на бази процене наплате хипотекарних дугова (плаћања).

хиљада зајмова. У ствари, врше препакивање иницијалног зајма у нове обвезнице на бази раније емитованих хипотекарних кредита. То је процес структурирања нових карактеристика хартија од вредности у односу на карактеристике зајма (кредита) иако ти зајмови чине основу за емисију хартија од вредности. Смисао хомогенизације, хетерогених индивидуалних хипотекарних кредита (зајмова) је у трансформацији ризика и приноса, као и у модификацији доспећа наплате и других својстава са циљем стимулисања инвеститора да купују. Емитенти продају хомогенизоване, индивидуалне хипотеке генерисане од пула у облику обвезница заинтересованим инвеститорима. Након иницијалне, примарне продаје МБС обвезница, њима се даље тргује на отвореном, секундарном тржишту. СВП, је најчешће, у правној форми труста (*trust*) чиме се омогућава повољнији порески третман. СПВ⁵ је формално власник имовине и носилац обавеза према инвеститорима. Појединци су делегирани да надгледају емитовање СВП или труста и тиме заштите интересе инвеститора. Оригинатори, међутим, и даље се сматрају спонзорима пула. Према томе, СПВ представља "трансмисиони механизам", цевовод/проводник (*conduit*) за ове трансакције, и за "одвајање" активе на бази које се емитује МБС од оригиналног власника, ("*чишћење биланса*"), која се потом формално преноси на СПВ, а затим емитују МБС обвезнице, чиме се оригинарни власник штити од регресних захтева, у случају да се не измире обавезе по основу емисије МБС обвезнице.

Рејтинг-побољшања квалитета кредита у односу на квалитет базичне активе на којој се он заснива. МБС се конституишу након процене рејтинг агенција. Заправо, МБС су оцењене од стране независних рејтинг агенција које су анализиране и сагледане од стране инвеститора, као водича за сигуран квалитет обвезница. Оне, готово у свим случајевима, стално прате и анализирају перформансе обвезница. Фокус процене МБС трансакција усмерен је на три кључне компоненте:

- Обезбеђење квалитета (*collateral quality*),
- Слабости и стечај (*bankruptcy-remoteness*),
- Пул администрације (*pool administration*).

Евалуација обезбеђења квалитета састоји се од анализе грешака, поништење права на ослобођење од хипотеке и губитка рејтинга оригинатора или сервисера хипотека и слично. Због тога је пул подвргнут серији тестова стреса, дизајниран тако да симулира најтеже економске ситуације. Фокус евалуације стечаја или банкрота је усмерен на анализу правне регула-

⁵ Код неких секјуритизација, СВП, служи само за прикупљање средстава која се потом преносе другим лицима, обично трусту препаковане у обвезнице.

тиве поверења у структуру, или на СПВ(а) да одржи колатерал хипотеке у корист носилаца обвезница. Евалуација пул администрације укључује процену способности повереника (*trust*) и сервисера да квалитетно и правовремено обављају административне послове и функције у оквиру пула. Процена сервисера се односи на ефикасност прикупљања, инвестирања и дистрибуцију исплате инвеститорима. Историјски, оцене рејтинг агенција структурираних трансакција су изузетно конзервативне. (nomura.com)

Кредитна проширења (*Credit Enhancement*). Кредитна проширења или подизање⁶ кредитног рејтинга су уобичајена у трансакцијама када је у питању секјуритизација, уколико заложна имовина не поседује довољно висок кредитни рејтинг да у случају наглашено неповољних околности обезбеди обећани новчани ток за рачун инвеститора. У зависности од природе трансакције и врсте имовине, секјуритизационом пулу је потребна подршка да може да анимира и привуче инвеститоре. Појачања или подршка може доћи од саме имовине (интерна подршка) или из спољних извора (екстерна подршка). Интерна подршка или побољшања углавном се односе на рангирање, субординацију једне или више транши,⁷ или дела издатих обвезница. Ова пракса захтева пласман једне транше изнад друге. Било који пропуст који утиче на обвезнице, може бити апсорбован од стране субординантних (подређених) транши пре старијих, утицајних транши. *Over-collateralization* секјуритизованог пула, се такође користе за кредитна проширења. Ово се дешава у случају када износ средстава плацираних у пул секјуритизације прелази износ вредности главнице обвезница које се емитују. Екстерна кредитна проширења односе се на јемства или кредитна писма издата од стране финансијских институција. Обе оп-

⁶ Већина приватних ознака МБС користе за подршку стандардних великих хипотекарних кредита тзв "Six Pack Structure", односно субординацију структуре кредита за проширење. Многи Alt-MBS такође користе шест пакета структуре.

⁷ Обично се транша (класа) старијег дуга аранжира тако да може да добије највиши кредитни рејтинг (AAA), док остале транше имају нижи кредитни рејтинг. компоновање транши (транширање) представља процес коришћења портфолио инструмената и трансакција да би се направио реинжењеринг профила ризика и приноса (*risk/return profile*) пула активе или изложености кредитном ризику у вишеструке класе ризика са различитим степеном приоритета (старости) у случају банкротства или неизвршења обавезе. "Старија" транша од "акцијске" транше је обично "mezanin" транша или (енгл. *mezzanine* = међуспрат) чије инвеститоре штити "акцијска" транша која прва апсорбује ризик, тако да инвеститори у ову траншу трпе губитак само ако је "акцијска" транша у целости исцрпљена. Ово је у случају да између "акцијске" и "mezanin" транше нема посебне "субординиране" транше (која је приоритетна у односу на "акцијску" траншу, али субординирана у односу на све остале транше). Са друге стране, "mezanin" транша је субординирана "старијој" транши која ће претрпети губитак само у случају да га нису у целости амортизовале "mezanin" и "акцијска" транша.

ције служе као гаранција инвеститорима да ће примити уплате на основу купљених обвезница. Најчешће, то су гаранција тј. осигурање од стране бонитетног⁸ подизача кредитног рејтинга или, алтернативно, тзв. презаложеност (*overcollateralization*). (Baron, 2000) Поред владиних⁹ и квазивладиних корпорација за проширење, подизање, финансирање и гаранцију МБС обвезница, постоје и приватне корпорације у систему МБС. Ове, са приватном етикетом "*private-label*" МБС, су емитоване обично од грађевинских корпорација, или од стране финансијских институција, или зависних ентитета подржани од стамбених зајмова који нису у складу са захтевима агенција. Приватни МБС су обавезно процењени од стране рејтинг агенција и често су у функцији експанзије кредита, као што је *overcollateralization* и акредитиви који су тако дизајнирани да обезбеђују сигурност и заштиту инвеститора од неплатиша или губитака на основу кредита.

Потписник, или покровитељ (*Underwriter*), обично инвестициона банка, служи као посредник између емитенте (СВП или труста) и инвеститора. Обично, покровитељ, односно потписник ће саветовати како структурирати МБС према перцепцијама и захтевима инвеститора. При том, може на пример, саветовати СПВ да емитује различите транше, од којих свака може да има посебан дизајн, структуриран и атрактиван за различите сегменте тржишта. Такође, помажу, да одреде понуду обвезница јавно или приватно. И најважније, покровитељи преузимају ризик у вези са куповином обвезница у целости и препродају га инвеститорима. Покровитељ је гарант и дистрибутер емисије хартија од вредности, задужен

⁸ GSEs (до скоро владина спонзорисане корпорације од недавно национализована) у Сад, могу повећати кредит МБС чиме се решавају проблеми наплате, гарантовањем правовремене исплате главнице и камате.

⁹ У САД, три владе или квази-владине корпорације су одговорне за већину МБС емитовања хартија од вредности. Government National Mortgage Association, GNMA или Ginnie Mae је владина агенција која гарантује исплату хипотекарних хартија од вредности издатих од стране регистрованих приватних институција, већином хипотека кредитора. Ginnie Mae гарантују сигурност МБС хартије од вредности, респектибилно, као гаранције које се пружају обвезницама УС трезора. Ове гаранције обезбеђују инвеститорима исплату главнице и камате у времену доспећа. Federal National Mortgage Association, FNMA или Fannie Mae је корпорација која је финансирана од стране (спонзорисана) владе. То је корпорација у јавном власништву која послује на основу повеље Конгреса, под контролом владе САД. Fannie Mae је гарант хипотекарних хартија од вредности. Иако хартије од вредности немају гаранције владе САД, оне се увек сврставају у ААА кредитни рејтинг. Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC или Freddie Mac је владина финансирана јавна корпорација, односно спонзорисана. Уствари, Freddie Mac је конкурент Freddie Mac и углавном функционише мање више на исти начин. Хартије од вредности које поседује подразумевају ААА ниво кредитног рејтинга. Од појаве светске финансијске рецесије ове корпорације су национализоване од стране владе САД.

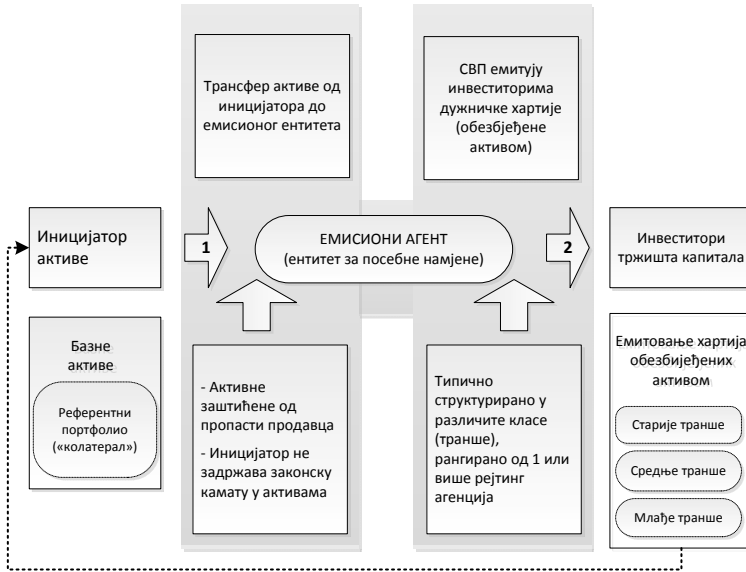
за финансијске експертизе и одређивање продајне цене, промоцију и продају емисије.

Плаћање хипотеке се састоји од камате и главнице. Сервисирање се односи на иницијалне зајмове које обављају оне финансијске институције које су одобриле зајмове, а које су касније ушле у пулове, да би се на основу тога емитовале обвезнице. Укупни новчани токови новоформираних обвезница, у принципу, треба да буду изједначени с новчаним токовима примарних банкарских зајмова, с тим да рокови доспећа могу бити различити.

Дилери (Dealers) Као и на осталим тржиштима обвезница, дилери играју значајну улогу када је у питању иницијална дистрибуција. За већину инвеститора, ликвидност, али и способност лаке куповине и продаје обвезница је важна оријентација и карактеристика. Дилери обезбеђују ове услуге, нудећи цене по којима ће купити или продати обвезнице за инвеститоре. Трговина обвезница је обично интензивнија и активнија у иницијалној фази дистрибуције, односно ближе датуму емитовања. Ово, из разлога што трговци обвезница, најчешће институционални инвеститори, (пензиони фондови или осигуравајуће компаније) у свом портфељу држе највише обвезница пре доспећа, чија трговина опада са приближавањем рока њиховог доспећа. Обим емитованих обвезница, кредитни рејтинг и јавно или приватно емитовање, такође могу утицати на ликвидност. Свим обвезница МБС се тргује преко дилерских кућа, или ванберзанским тржиштем (*over-the-counter*), тако да ликвидност зависи делом од способности и спремности дилера да одрже залихе или креирају регуларно тржиште за МБС обвезнице.

Инвеститори, наравно, играју одлучујућу улогу у целом процесу. Њихова заинтересованост за куповину ХОВ из процеса секјуритизације опредељујућа је у оцени успешности ових операција. Због тога се, емитоване обвезнице (њихов бонитет, рок доспећа, структура новчаног тока, деноминација, секундарни промет и друге карактеристике) прилагођавају инвестиционим потребама великих инвеститора. Инвестиције хипотекарним обвезницама нуде се на минимални износ од 1.000 \$ до 25.000\$, у зависности од издаваоца обвезница. Инвеститори у хипотекарне обвезнице обухватају установе свих величина: корпорације, комерцијалне банке, предузећа, осигуравајуће компаније, пензиони фондови, труст фондова, добротворне задужбине, као и појединце.

Слика 1: Традиционални механизам шеме секјуритизације



Извор: Лакић, С., (2009): Финансијска криза-дебаланс ризичних профила, *Montenegrin Journal of economics* No 9

1.5. Структуре секјуритизације

Досадашњи развој секјуритизације одвијао се у три фазе. Прва фаза уствари представља традиционални механизам превођења одобрених зајмова у проследне (*pass-through*) ХОВ. У другој фази дошло је до развоја структурног финансирања (*structured finance*) као облика финансијског посредовања који је настао усавршавањем технологије секјуритизације. Овај процес је омогућио квалитативно нови приступ емисији ХОВ које су подржане различитим облицима активе, како на плану формирања пулова активе и структурирања саме емисије кроз креирање инструмената са више класа (*multiclass instruments*) кроз процес транширања, тако и кроз дисперзију ризика. (Graffam R 2000).

Трећа фаза, која је у току, претпоставља генерисање нових класа ХОВ са измењеним карактеристикама у правцу задовољења потреба инвеститора на глобалном финансијском тржишту. Емисије преко државних граница, и са активом пореклом из земља у развоју, као и коришћење *off-shore* центара за локацију СПВ-а, одакле се ХОВ емитују инвеститорима на глобалном финансијском тржишту, све више добијају на значају. Сматра се, да ће се у будућности секјуритизација развијати у финансијским системима који подстичу конкуренцију међу финансијским институцијама и

флексибилне и модерне правне оквире неопходне за креативне потезе у домену финансијског инжењеринга. (Burke, 2000)

Постоје два типа (структуре) секјуритизације:

1. "Pass through"¹⁰ структуре,
2. "Pay through" структуре.

"Pass through" структуре или проследни сертификати (*ПЦ*), односе се на ремитента или сервисера који наплаћују месечне рате од власника имовине (станови и куће), чији су кредити дати (структурирани) у пулове, и прослеђени (*pass-though*) као токови готовине инвеститорима у месечне исплате које укључују главницу и камату. (bond.com) Ове хипотекарне хартије су дужничке ХОВ, где емитент обвезница месечно прикупља отплате дуга од зајмопримца и тај приход уплаћује инвеститорима у смислу обавезе по хипотекарним обвезницама. Већина емитованих "pass-though" хипотекарних обвезница су осигуране или зајемчене од стране владиних агенција, квазивладиних корпорација или осигуравајућих компанија што имплицира да поседују ААА бонитет. Остали приватни емитенти који емитују МБС углавном су процењени ААА или АА бонитетом. Плаћање главница са каматом (принос и део главнице) у "pass-though" структури за инвеститора се сматрају сигурним, с тим што новчани ток ових инвестиција може да осцилира из месеца у месец, у зависности од висине, стварне унапред плаћене рате основних хипотекарних зајмова (превремене отплате зајмопримаца) (Goldman Sachs Asset Management). Обвезнице "pass-though" се углавном емитују, дугорочно, до 30 година, иако већи број може да има и краћи рок доспећа 15,7 или пет година (bond.com). Финансијске институције које користе секјуритизацију, односно "pass-though" структуру у целости "измештају" кредитна потраживања из биланса иницијатора (*loan originator*) ради ефикаснијег управљања капиталом.

"Pay through" структура се не разликује много од "pass through" структуре, нарочито када су ради о готовинским токовима (приливи). Разлика је једино у томе што финансијска институција не продаје кредит (активу) која се налази у њеним књигама, већ "пакује" готовинске токове (приливе) у СПВ. "Pay through" структура омогућава десинхронизацију сервисирања обвезница од основне токове готовине. СПВ има дискреционо право, мада у ограниченој мери, кроз "*pay through*" да поново реинвестира, у кратком року, вишак финансијских средстава за разлику од "*pass through*" која не поседује такво дискреционо право. У "*pay through*" структуру инвеститори су сервисирани, као и када се новац генерише код основне имовине. Доцња (кашњење) у новчаним токовима је заштићена до нивоа кредитног

¹⁰ Pass-though-директно значење је "прођеш-преко" а најприхватљиве значење је проследне

повећања. Ризик плаћања пре доспећа (унапред), међутим, прелази на инвеститоре који онда морају да се ухвате у коштац са ризиком реинвестирања. Предности "pay through"¹¹ структуре односи се на могућност рангирања обвезница на основу различитих критеријума и диференцирање њихових продајних цена. (Colletta, Shenker 1999).

Два главна типа (структуре) секјуритизације према Basel II (са аспекта третирања захтеваног капитала) су:

- Традиционалне структуре (Traditional securitisation structure),
- Синтетичка структуре (Synthetic securitisation structure).

Традиционална структура секјуритизације (*Traditional securitisation structure*) подразумева правни и економски трансфер средстава у СВП (*special-purpose vehicle*). То је таква структура, где се готовински прилив (*cash flow*) из основног пула изложености употребљава ради сервисирања барем два различита слоја ризичних позиција или транши, одражавајући различите степене кредитног ризика. Тзв. слојне или транширане¹² структуре секјуритизације се разликују од редовних сениор/субординираних дужничких инструмената по томе што млађе (јуниор) секјуритизационе транше могу апсорбовати губитке без да се прекида уговорно плаћање према старијим траншама, будући да субординација код сениор/субординираних дужничких структура представља ствар остваривања права прече наплате у случају ликвидације. Ова структура обично утиче на мерење агрегата банкарских кредита.

Синтетичка¹³ секјуритизација (*Synthetic securitisation structure*) може смањити ризик на бази капитала, помоћу једног или више кредитних деривата за пренос укупног или дела ризика пула кредитне изложености. Овај тип секјуритизације укључује више инвеститора који су договорно поделили кредитни ризик евентуалног губитка у референтни пул. Генерално, постоје најмање три транше или слоја ризичних позиција. Ризична позиција, која носи први долар губитка на референтном имовином (assets)

¹¹ Најпопуларније активе (потраживања) које се секјуритизују кроз ове структуре су приливи од кредитних картица грађана и приливи по основу продатих кола на лизинг.

¹² "Senior" обвезнице добијају најбољи рејтинг, затим "mezanin", док највиши степен ризика имају "јуниор" обвезнице, које се по правилу задржавају у поседу емитента. "Јуниор" обвезнице углавном чине мали део, обично су испод 4-5 %, и већи део портфолио ризика се преноси на трећа лица. Купци "mezanin" и "сениор" обвезнице добијају за своју инвестицију принос сразмеран преузетом ризику.

¹³ Синтетичка секјуритизација, којом се ризик портфолија преноси путем портфолио гаранција. Банка не добија средства за финансирање своје активе, већ осигурање за портфолио. Тиме се подиже адекватност капитала и "ослобађа" капитал за нове инвестиције.

до неког наведеног покрића, названа је "прва губитничка позиције"¹⁴ (*first loss position*). Највеће старије позиције, (*senior position*)¹⁵ које носе кредитни ризик тек после свих осталих транши су избрисане од губитка и често се називају "супер висока позиција" (*super senior position*)¹⁶. Између првог губитка (*first loss position*) и супер више позиције (*super senior position*) постоје више генералне "међуспратне" (*mezzanine*)¹⁷ позиције, већином старијих (*most senior*) које су "виша позиција" (објашњавајући зашто је наиме позиција изнад "супер сениор"). (Стефановић, 2006) Слојеви ризичних позиција или транши одражавају различите степене кредитног ризика, где се кредитни ризик основног пула изложености трансферише, у целини или делимично, кроз обезбеђивање средстава (*funded*) – кроз рецимо ЦЛН, или без обезбеђивања средстава (*unfunded*) – кроз кредитне деривате или гаранције које служе да се хедује кредитни ризик портфолија. Инвеститоров потенцијални ризик зависи од перформанси основног пула.

У односу на пул актива, постоје два типа структура:

1. Статични пулови.
2. Динамични пулови.

1.6. Ризик у систему МБС

Процес емитовања МБС хипотекарних обвезница покривених пулом стамбених кредита, је и даље, чак и у САД, релативно нов и мање познат, посебно у односу на "традиционалне" облике хипотекарног тржишта, које укључује банке или друге депозитне институције као иницијатора, финансијера и сервисера. Због тога додатна разматрања о посебним карактеристикама МБС процеса, је свакако оправдана, посебно када је у питању брига о благовременој отплати, односно кредитном ризику. При том, кључни фокус свих финансија је кредиторова брига о наплати кредита.

¹⁴ Хартије прве транше (*First Loss Tranche*). Реч је о најмлађој транши у трансакцији структурног финансирања, која апсорбује иницијалне губитке.

¹⁵ Хартије старије транше (*Senior Tranche*), су хартије на врху трансакционе структуре. Захваљујући кредитној подршци која је усклађена са трансакционом структуром, постиже се да старије транше буду заштићене од ризика неизвршења обавеза из основног пула активе, кроз апсорпцију губитка од млађих транши.

¹⁶ Супер сениор транше (*Super Senior Tranche*). То су транше хартија које се налазе на самом врху трансакционе структуре, а ризик ових хартија је трансферисан на трећа лица (финансијске гаранције или свопови доспелих кредита *ЦДЦ*). Тако се хартије из ове транше сматрају најсигурнијим пласманом хијерархији трансакционе структуре.

¹⁷ Хартије средње транше (*Mezzanine Tranche*). То су хартије које се налазе у средини трансакционе структуре, а креиране су да апсорбују додатне губитке у односу на прву траншу.

Забринутост кредитора за наплату одобреног кредита, посебно је важна у случају МБС, где су зајмодавци домаћинства која су непозната инвеститорима који купују.

Процес МБС, садржи неколико поступака ради обезбеђења гаранције инвеститорима (заштита од ризика) да ће добити благовремено исплату главнице и камату, и на тај начин проширити потенцијално тржиште за ову категорију хартија од вредности.

Прво, од природе самог кредита-хипотека са подлогом стамбене јединице, обезбеђује колатерал који нуди сигурност отплате – обезбеђује велики облик гаранције.¹⁸

Друго, хипотеке су упаковане у стотине пулова (понекад и хиљадама) појединачно, тако да постоји већа сигурност у великом броју и диферзификацији.

Треће, технички стандарди за хипотекарне кредите, обично захтевају да однос (процент) зајам-према-вредности (*LTV- Loan To Value*)¹⁹ буде значајно испод 100%, при чему треба узети у обзир, да неки губитак у вредности или колатерала и даље ће дозвољавати пуну отплату кредита, или инсистирати на стандардима треће стране, осигурањем хипотека које ће покрити потенцијалне губитке.

Четврто, коефицијент покривености²⁰ дуга (*DSCR – Debt Service Coverage Ratio*), који је једнак односу нето оперативне добити и износу отплате дуга. *DSCR* означава колики *cash-flow* генерише некретнина у односу на потребни износ отплате дуга. Ако *DSCR* расте, ризик улагања у хартију се смањује и обрнуто. Падом овог коефицијента испод 1.25, сматра се да је ризик улагања висок.

Пето, пакери (*packagers*) хипотека (емитенти МБС) могу хипотеке ставити у "ентитет посебне намене", обично труст (узајамни фонд), који је у потпуном власништву емитента, и правно одвојен од издаваоца (оригинатор). Ова издвајања омогућавају хипотекама (наравно које су основна имовина која подржавају издати МБС) да буду ван утицаја негативних до-

¹⁸ Ова контраст са банком је фокусирана у два смера: прва усмереност банке је ка методама кућних финансија, где банка као иницијатор, сервисер и финансијер хипотекарног кредита стекне кључна сазнања о зајмопримцима, и друго усмерење ка улагачима, (*последњи финансијери*), који се ослањају на перформансе банке, ликвидност, солвентност, углед, тржишно учешће, безбедност и на стабилност владиних прописа о сигурности њиховог улагања

¹⁹ Коефицијент зајма према вредности некретнине (*LTV- Loan To Value*). Укупан дуг у односу на вредност некретнине одржава колики је левериџ некретнина. У САД највиши *LTV* рацио износи 80%, мада је било и већих до 95% када је захтевано осигурање хипотеке.

²⁰ Нето оперативна добит је добит која се остварује коришћењем те некретнине, нпр. рента од издавања. Отплата дуга је износ који зајмопримац враћа до доспећа обвезница.

гађаја који могу утицати на издаваоца. Ово опет пружа додатну сигурност, гаранцију инвеститору.

Шесто, пакер (*packagr*), емитент ће тражити гаранције (укључујући регрес опцију на повратак незадовољавајуће хипотеке) од иницијатора (оригинатор) да одржи високе стандарде иницијалних обвезница.

Седмо, упркос описаној заштити, инвеститори ће и даље вероватно бити забринути за сигурност правовремене отплате. (Lawtence, J. W. 2004).

Други метод гаранције према инвеститорима односи се на обезбеђење неког облика кредита за повећање сигурности. Обезбеђење повећања кредитне сигурности могуће је, на следеће начине:

1. Екстерне гаранције трећих лица или осигурање,
2. Интерне гаранције на основу сопственог пула хипотека-структурирањем таквог пула сигурности, који је диференциран на "привилеговане" (*senior securities*) и "подређене" (*subordinated securities*), с тим што се привилеговане МБС продају инвеститорима, а подређене остају код емитента или се продају неком ко је спреман да прихвати ризик, који може бити знатан.

Повлашћени пул хипотека апсорбује, прво, предвиђене износе губитка изражене у процентима, у распону који варира од 4 до 20%, и које пружају већу гаранцију имаоцима ових МБС пулова. Рејтинг агенције су увек процењивале рејтинг сигурности повлашћеног МБС. Процена рејтинга је тежња емитента да буду рангирани високом оценом, односно да добију висок рејтинг, да могу да понуде МБС инвеститорима који траже сигурност. Заузврат, обично, одређујући фактор предвиђеног обима губитка код подређеног МБС треба да се апсорбује.

Хипотеке су дугорочне дужничке ХОВ.²¹ Отплаћују се у једнаким месечним ратама током периода доспећа. Хипотеке, у већини случајева, емитују се са фиксном каматном стопом. Код њих не постоји прилагођавање са неким индексом каматних стопа на тржишту. Већином су емитоване са фиксном каматном стопом, уз одсуство плаћања казне, чиме су имаоци таквих хипотека, или на основу тих хипотека, изложени значајном ризику "превремене"²² отплате. Неке превремене отплате се могу увек очекивати, углавном, што део домаћинства услед промена запослења, током дугог периода трајања хипотека, промене место боравка. Са променом места боравка, они продају своје стамбене објекте и отплаћују своје

²¹ У САД земљи са најразвијеним тржиштем хипотекарних кредита, уобичајени рок доспећа хипотека је до 30 година, мада су издаване хипотеке са мање од 15 година доспећа

²² У суштини, дужник има уграђен "позив" опција која омогућава да дужник "позови" (врати) хипотеке у сваком тренутку

дугове по основу хипотека. Међутим, фиксне каматне стопе, дају подстицај дужницима да рефинансирају своје хипотеке, у ситуацијама пада каматних испод нивоа изворних каматних стопа, довољне да покрију трансакционе трошкове рефинансирања. Плаћање пре доспећа није повољно за инвеститоре, (сносе трансакционе трошкове реинвестирања), зато су принуђени да "прерано" поново реинвестирају у приносе са мањим каматним стопама од изворне каматне стопе МБС, коју су унапред платили. Насупрот томе, плаћање пре доспећа у случају смањења каматних стопа, вероватно ће повећати каматне стопе изнад првобитне, изворне, што ће мотивисати инвеститоре (зајмопримаоци исплаћују пре доспећа), да поново реинвестирају у ХОВ са вишим каматним стопама. Зато, инвеститори треба да буду заинтересовани и унапред разумеју плаћање пре доспећа, као и све опште и специфичне карактеристике МБС, како би могли на време да реагују и остваре веће приносе. Специфични фактори, који вероватно могу утицати на плаћање пре доспећа у повлашћене хипотеке (а тиме и МБС изведених из њих) обухватају: (Lawgense, J. W. 2004).

- Да ли је хипотека са фиксном стопом или прилагодљива, својим специфичним условима,
- Разлика између каматне стопе хипотека и тренутне тржишне цене,
- ЛТВ однос хипотеке,
- Пут од свог настанка (свој "уведена на тржиште"),
- Специфичности демографских фактора дужника.

Постоје два начина за решавање ових проблема. Први, аналитички, на основу емпиријског искуства хипотека, створен је алат и инструментариј за мерење и моделирање, како би се унапред обезбедило предвиђање кретање специфичних МБС пулова. Други, многе МБС су структуриране као "колатерализована хипотекарна обавеза" (CMOS). У овом случају, креиране су више транша сигурних хартија од вредности, где, на пример, једна генерација или класа, преузима отплату свих главница пулова хипотека, укључујући и исплату пре доспећа све до коначне исплате те генерације или класе, затим друга генерација или класа отплаћује главницу до коначне отплате, итд. Тиме су инвеститори стављени пред избор, краткорочни или дугорочни рок, имајући при том у виду, сигурност и већа јемства (осигурање) као и смањење хирова отплате пре доспећа.

1.7. Предност и недостаци инвестирања у МБС канала

Предности МБС канала се огледа, у могућност конвертовања некотираних и неутрживих хипотека у сигурне и ликвидне ХОВ, чиме се, непосредно, шири тржишни потенцијал, управо, за даље финансирање хипотека ванбанкарско оријентисаног хипотекарног система. Тиме се обезбеђују

средства за финансирање стамбене изградње. Наиме, инвеститори имају неколико опција избора, прво, могућност директног улагања у области стамбене изградње куповином МБС, или куповином хартија од вредности од посредника који инвестирају у МБС, обично од инвестиционих фондова, и друго, могућност индиректног улагања у финансирање стамбене изградње преко депозита банака. Акције инвеститора, избором једне од претходних опција, повећава понуду новца, што има за последицу снижење каматних стопа. Проширивањем и продубљивањем тржишта хартија од вредности, требало би да доведе до еластичније опште понуде, што би омогућило флексибилнији хипотекарни систем финансирања, више прилагодљивог од флукуацијама у тражњи за финансијским средствима и мање подложен понуди, односно тежњи да се одржи ликвидност.

Међутим, постоје одређени компромиси када је у питању повећање понуде за финансирање стамбене изградње изван банкарског система. Јер од банака, а можда још више од других уско фокусираних депозитних институција, као што су штедионице, које су инвеститори у изградњу станова, очекује се да увек буду ту и "у добра и у лоша времена". Међутим, њихова понуда финансијских средстава је релативно нееластична и нефлексибилна у односу на повећање или смањење захтева за финансирањем. Затим, уски фокус за финансијску институцију, дугорочно, може изазвати финансијску нестабилност и неликвидност. Чак и евентуална побољшања у технологији и алатима финансија може да ослаби њихову специјалност.

С једне стране, ови проблеми могу се умањити проширењем понуде финансијских средстава обухватајући МБС. Увођење система МБС, истовремено значи, да су каматне стопе у сектору стамбене изградње повезане, непосредно, са осталим тржиштима хартија од вредности, и подложне њиховим флукуацијама за разлику од каматних стопа, одређених искључиво, од специјализованих кредитних институција. Једнако важна, је могућност да се новчани готовински токови, ради стварања сигурности која је базирана на хипотеци, "резање и коцкање", и то оних токова добро структурираних хартија од вредности које се могу прилагодити према преференцији и толеранцији инвеститора, с обзиром на кредитни ризик, плаћања пре рока и ризика плаћања.

Постоје две методе "резања и коцкања". Једна је већ споменута, сениор или старија/подређена структура, која се односи на проблеме кредитног ризика, и СМО са структуром од више транши (*multi-tranche*) које се односе на проблеме плаћања пре доспећа. Други отворен начин поделе готовинских новчаних токова, односи се на једноставно одвајање и отплате главног дуга (главница само или *PO-principal-only security*) и исплате камате (само камате или *IO-interest-only security*) и продаје *PO* и *IO* *XOB* одвојено. Остале варијације су ограничене у зависности од инвентивности

"финансијских инжењера" и преференције потенцијалних инвеститора. Значајно је да ближе усклађивање својства одређених хартија од вредности са преференцијама инвеститора, несумњиво утиче на експанзију и ширења МБС процеса за финансирање стамбене изградње са свим позитивним ефектима.

Постоје три потенцијалан недостатка у систему који користи МБС за финансирање стамбене изградње, и то:

1. Проблем асиметричних информација, услед вертикалне дезинтеграције финансијског процеса инициран МБС, који је у супротности са банкарским системом. Јер, у МБС систему поверење пакера (packagr) се мора заснивати на оригинатора који ће доставити квалитетне хипотеке, инвеститор мора се ослонити на пакера (packagr) који ће емитовати квалитетне хипотекарне обвезнице, али и на искреност и поштење сервисера према новчаним токовима и елиминисању несавесних, проблематичних зајмпопрималаца. Ако подстицајни механизам не укључи угледне инвеститоре који ће ефикасно обављати послове или не имплицира оштре законске казне за неизвршење, МБС систем може доживети "крах" са губицима "опечених" инвеститора и друштвених трошкова за замену МБС система са нечим другим.
2. Проблем ослањања на владиним и квази владиним ентитетима за МБС издавање, које играју значајну и веома важну улогу у процесу МБС. МБС укључује обвезнице са подлогом хипотека издатих на стамбене објекте непознатих носилаца (власника). Присутна забринутост кредитног ризика на тим обвезницама је оправдана и разумљива. Кредибилне гаранције владиних и квази владиних ентитета, у крајњој инстанци, на сигуран и ефикасан начин решава овај проблем. Међутим, те гаранције нису бесплатне. Јер, програми ових владиних и квазивладиних ентитета, заснивају се увек на ефикасном функционисању система МБО, мада су константно представљале потенцијалну опасност, у случају неких поремећаја на тржишту стамбене изградње, нарочито, за средстава пореских обвезника. На крају то се обистинило великом рецесијом²³, изазваном хипотекарних обвезница другог реда. (subprime mortgages).

²³ Тржиште хипотекарних кредита је доживело експанзију крајем 70-етих година прошлог века у развијеним тржиштима капитала, посебно у САД. Истовремено емитовањем, али и мултиплицирањем тзв. нискоквалитетних хипотекарних обвезницама, (*subprime mortgages*) преигравањем "халапљивих" финансијских инжењера, "похлепних" инвеститора у симбиози са неодговорним и корумпираним регулаторима на тржишту капитала САД произвело је синергетски ефекат, највећу финансијску кризу хипотекарних обвезница, прво у тој земљи, која се потом домино ефектима пренела на глобалном тржишту капитала,

3. Проблем увођење МБС система у систем хипотекарног тржишта, (који је већ банкарски оријентисан), неминовно ће произвести нека политичка "трвења" економије са актуелним финансирањем услуга. Ова врста "трвења" је увек присутна и неизбежна, посебно када се на финансијском тржишту имплицира нова технологија и алати (финансијски инструменти и иновације), који доносе нове идеје и нове учеснике, посебно на банкарски сектор, који је подложен "трењу" услед свог високог степена leverage-a, обимне регулације, као и посебне природе биланса, у коме доминирају депозити као основне обавезе, који вероватно имају експлицитну и имплицитну гаранцију владе у случају инсолвентности.

1.8. Претпоставке за функционисање систем

Да би систем МБС био имплементиран и квалитетно функционисао, неопходно је испунити одређене претпоставке. А то су:

- Правна регулатива јасних имовинских права у сфери становања и тачно извештавање.
- Правна регулатива која на ефикасан и брз начин одузима хипотеку (имовину) од зајмпримаоца у случају неплаћања, као и јасну процедуру и права за све учеснике.
- Релаксирајући порески систем, са повољним опорезивањем трансакционих активности у поступку обезбеђења финансијских средстава.
- Институционални и законски оквир који подстичу развој институција и едукацију за ефикасно стамбено финансирање, на пример, посреднике да помогну откуп дужника и зајмодавца, осигурање хипотека, кредитни бирои, проценитељи, итд).
- Институционални и законски оквир који не омета прикупљање информација о дужнику од стране зајмодавца.
- Функционисање тржишта продаје стамбених објеката, које обезбеђује поређење података, на основу података о вредности стамбених

проузроковши највећу финансијску кризу, после велике економске кризе 1933 год. Паника која је захватила широм света тржишта капитала довела је до банкрота великих финансијских институција, (*хеџ фондова и инвестиционих банака*) и паралелно са тим преусмерила средстава пореских обвезника у облику државне помоћи, ка спашавању кључних финансијских играча, прво у САД, а затим и у другим земљама. Многе државне и квази-државне институције, јемци хипотекарних обвезница су национализоване. Све то указује на опрезност и јаку регулативу, али и ригорозну контролу, посебно у садашњим условима високе софтицираности процеса секјуритизације.

објеката, који уз подршку процене, пружа основу за кредитора да процени стамбени колатерал (јемство) који подржава хипотекарне зајмове.

Поред ових претпоставки, МБС систем захтева:

- Институционални развој специјализованих *originators, servicers* и ХОВ,
- Правни и институционални оквир који обезбеђује подстицајне али и казнене мере, са циљем мотивације свих учесника да не ефикасан и у складу са добрим пословним обичајима (поштен начин) обављају своју улогу и функцију,
- Правни и порески оквир који не омета конкретне мере и поступке који су потребни за креирање структуре вредности и ХОВ тако да могу сви учесници да се баве кредитним ризиком и ризиком унапред,
- Правни и институционални оквири који не ометају стандардизацију хипотекарних аранжмана, укључујући и услове и документацију,
- Правни и порески оквир који не обесхрабрује инвеститоре свих врста - физичка лица, банке и друге институције, осигуравајуће компаније, пензионе фондове, инвестиционе фондове, финансијске компаније, иностране инвеститоре, итд - од куповине и одржавања МБС,
- Институционални оквир тржишта ХОВ (брокери, дилери, креатори тржишта, аналитичари, итд) које омогућава куповину и продају хартија од вредности.

2. Искуства примене секјуритизације

Прве емисије и дистрибуција хипотекарних обвезница (*pass-through mortgage-backed securities*) у процесу секјуритизације хипотекарних кредита, покрићем хипотека МБС²⁴, до "неповерљивих" инвеститора биле су емитоване од стране владиног националног хипотекарног удружења (*Government National Mortgage Association - GNMA ili Ginnie Mae*).

Од тада, дошло је до експлозије секундарног тржишта хипотекарних кредита, односно МБС.²⁵ Од настанка, секјуритизација је увела велике промене у традиционални процес финансирања и финансијског посредо-

²⁴ МБС (*mortgage-backed securities*) – хипотекарне заложнице

²⁵ Креирањем и усавршавањем неопходних механизма, институција и регулативе систем секјуритизације се, почев од средине 80-тих година ХХ века, из САД проширио и на остале земље света а примењен је и на рефинансирање кредита за аутомобиле, студентских кредита, лизинга опреме, цанк обвезница, потраживања по основу кредитних картица и др.

вања, ширећи палету иновативних инструмената и уводећи нове учеснике на тржишту капитала.

У Европи нагли развој секјуритизације је започео тек крајем 90-их година прошлог века, након повећаних потраживања институционалних инвеститора који су били спремнији и способнији од других, да инвестирају у кредитни ризик и у обвезнице које су "креиране по мери", али и услед технолошког прогреса (софтицираности) који је допринео смањењу трошкова емитовања и директно утицао на повећање и дисперзију нове палете финансијских производа, као и увођење јединствене валуте, што је довело до укидање курсних разлика међу земљама чланица ЕУ и ефикаснију циркулацију финансијског капитала. Следећи тренд и економске потезе земаља ЕУ, земље у транзицији су приступиле моделирању процеса секјуритизације, сходно својим специфичним условима, предлажући или доносећи законску регулативу, при том фокусирајући се и на побољшање и отклањање институционалних и других препрека за примену ове финансијске иновације.

2.1. Европске директиве и примена у земљама ЕУ

У ЕУ последњих година дошло је до значајног пораста секјуритизације, што се битно одразило на банкарски сектор. Променила се улога бакарског сектора, која се може сликовито приказати, из почетне препоруке "креирај и држи" кредитни портфељ у садашњи "креирај, препакуј и продај" кредитни портфељ. (Altunbas, 2007) То је омогућило појединим банкама да додатно повећају своју кредитну активност и смање изложеност појединим кредитним ризицима.

У ЕУ постоје две директиве које регулишу покривеност обвезница: 1988, Директива за обавезе за колективно улагања у преносиве ХОВ, (*Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating, 85/611 Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS)*) и 2006/48/EC ЕУ, Директива повећања капитала (*EU Capital Requirement Directive*) која је ступила на снази 1. јануара 2008. UCITS²⁶ дефинише основе које обвезнице морају испунити, као и правила ограничења и могућности инвестирања у обвезнице. Покривене обвезнице су у складу са захтевима који се сматрају безбедним и сигурним за улагање инвестиционих фондова, као што су пензиони фондови, који могу улагати до 25% својих средстава у обвезнице покривене од стране једног емитента који задовољава

²⁶ Директиве UCITS дефинишу основе за привилегован третман покривених обвезница у европском финансијском тржишту регулације (члан 22).

одређене критеријуме. (ECBC 2009) У UCITS, Директивама ЕУ из 1992 год., дозвољено је осигуравајућим компанијама, да на сличан начин инвестирају у Covered Bonds истог емитента, с тим, што ограничење износи 40% од вредности капитала. Осим одредаба које вреде за све обвезнице, предметна директива садржи и елементе повлашћеног третирања хипотекарних обвезница, што се највише очитује у изнимка које се односе на ограничавања обујма улагања у такве обвезнице. (Тепуш, 2007). У ЕУ хипотекарне обвезнице се сматрају сигурнијим од других, на пример корпорацијских обвезница. Такође, постоји могућност одобрења већег обима инвестирања у хипотекарне обвезнице појединог, односно групе емитента, као што су банке или фондови.

Модел секјуритизације ЕУ темељи се на основу заложене активе из које се емитују хипотекарне обвезнице (*mortgage bonds*) по принципу билансне секјуритизације (*on balance sheet securitization*). Билансна секјуритизација означава такву емисију где заложена имовина остаје у билансу оригинатора заједно са припадајућим обавезама. Сервисирање, такође, најчешће врши исто лице.

Критеријуми за емитовање обвезница у земљама Европске уније су:

- Covered Bonds емитент може бити искључиво кредитна институција,
- Covered Bonds емитовање мора бити регулисано посебним правним оквиром,
- Институције емитента су под надзором и контролом надлежног јавног регулаторног тела (предмет посебног јавног надзора),
- Врста, покривене имовине мора бити дефинисана законом,
- Покривена средства пулом морају да обезбеде довољан колатерал, који гарантује сигурност и захтеве имаоца (власник) обвезница током периода покрића обвезница,
- Власници обвезница имају приоритет, односно привилегије потраживања у случају банкрота емитента.

Capital Requirement Directive, 2006 ЕУ, која је заснована на Basel II, али прилагођена специфичностима финансијског тржишта ЕУ, успоставила је привилеговане кредитне ризике, важне за покривене обвезнице, под условом да су у складу са следећим критеријумима, предвиђени Анексом VI, параграф 68-71:

- Covered bonds морају бити емитоване у складу са UCITS члану 22.,
- Имовина пула подржана покривеним обвезницама мора да садржи само конкретно дефинисане типове имовине и да буде одређеног кредитног квалитета,
- Емитенти покривених обвезница подржани хипотекарним кредитима морају да испуњавају одређене минималне захтеве у погледу мо-

ниторинга и вредновања хипотекарне имовине (однос кредита у вредности заложне имовине мора износити 80% за стамбене кредите и 60% за остале комерцијалне послове).

Ово ће вероватно све бити прихватљиво, јер ЕУ је наметнула тржишни стандард и непоштовање стандарда ограничава атрактивност покривених обвезница на тржишту. Ту ће неизбежно постојати много изузетака, као што илуструје недавна појава структурираних хибридних производа, као и проблем земаља у транзицији да прихвате и усвоје правила уско фокусираним на условима ЕУ, који ће ограничити потенцијални обим хипотекарног тржишта обвезница. У том смислу кључна питања су: (ЕСВС 2009)

- Сегрегацију хипотекарних кредита из портфеља емитента које су у форми покривеног пула,
- Давање бондхолдерс (власници) права приоритета над покривеним пулом,
- Услови обвезница и права из власништва,
- Текуће одржавање и мониторинг покривеног пула,
- Правна регулација стечаја или несолвентност емитента или сервисера.

Covered Bonds морају да буду покривене у целокупном износу обавеза, која је једна од кључних компоненти тржишта ЕУ. Износ неизмирених хипотекарних обвезница покривено је са око 20 % преосталих стамбених хипотекарних кредита. Обим неизмирених хипотекарних обвезница крајем 2008 год. износио је укупно 2.38 трилиона евра, (Covered Bonds, покривају хипотекарне кредите, кредите јавног сектора и бродске кредите), што представља 12% више у односу на претходну годину. Covered Bonds играју важну улогу у финансијском систему ЕУ, јер доприносе ефикасној алокацији капитала, а тиме просперитет и економски развој.

Обвезнице се емитују на подлози одобрених хипотекарних кредита, које се одликују следећим карактеристикама:

- Имовина на основу које се емитују обвезнице, остају у билансу оригинатора,
- Оригинатор обавља и све остале активности и послове везане за емитовање обвезница,
- Јединствена функција - оригинација, власништво и сервисирање се обавља од стране истог лица,
- Финансијска институција (обавља оригинација, власништво и сервисирање) истовремено сноси кредитни ризик хипотекарних обвезница,
- Хипотекарне обвезнице нису везане за тачно одређену групу хипотекарних кредита.

У Европи се креирају разни дизајни и форме хипотекарних дужничких финансијских инструмената, односно обвезнице, управо, на бази различите дистрибуције кредитног, каматног и ризика ликвидности, као и ризика превремене отплате. У већини земаља секјуритизоване обвезнице се сматрају сигурним инвестицијама, а у неким земљама се користе као замена централној банци за краткорочне обвезнице помоћу којих се регулише количина новца у оптицају. Поред тога, могу да се користе и за процену каматних стопа на безрична и ниско ризична улагања.

Постоје разлике у приступу процесу секјуритизације кредита међу чланицама ЕУ. Разлог томе, ја свакако релативна новина секјуритизационе праксе, посебно код земаља које су прошле или су на крају транзиције, а од скоро су постале чланице ЕУ. Проблеми и тешкоће примене и развој секјуритизације присутне су не само код емитената, већ и код инвеститора, власти појединих држава, али и широкој јавности. Због тога, а ради убрзања имплементације ове финансијске иновације, у ЕУ је основан Европски секјуритизациони форум (*European Securitisation Forum, ESF*) који заступа интересе свих учесника секјуритизације у ЕУ.

Тржиште обвезница које се емитују на тлу ЕУ, најзаступљенија су у Данској, Шведској и Аустрији, у којима између 50 и 100% хипотекарних кредита бива рефинансирано на овај начин. Преко 50% издатих хипотекарних обвезница продато је инвеститорима изван ЕУ, укључујући инвеститоре из Азије, Средњег Истока и Африке, што указује на глобалне ефекте дисперзије кредитних ризика. Као емитенти хипотекарних обвезница доминирају банке у свим земљама ЕУ. Емитују се на бази одобрених хипотекарних кредита уз неколико специфичности. Актива на основу које се емитују остаје у билансу оригинатора који обавља и све остале активности. Наиме, код ових хартија оригинација, власништво и сервисирање се обављају од стране истог лица (банке или штедионице). Та иста финансијска институција сноси и кредитни ризик хипотекарне обвезнице. Још једна специфичност је да хипотекарне обвезнице нису везане за тачно одређену групу хипотекарних кредита за разлику од сличних хартија на америчком тржишту. Различите форме хипотекарних инструмената се управо и развијају на бази различите дистрибуције кредитног, каматног и ризика ликвидности и ризика превремене отплате.

2.2. Проблеми и искуства имплементације у земљама у транзицији

Земље у транзицији су водиле дебате на почетку процеса реформе, на тему која од два система секјуритизације развијати, да ли развијати систем хипотекарних обвезница или систем МБС. Основна дилема је била да ли су ова два модела међусобно конкурентна или комплементарна. И

поред расправа са аргументима за и против, ипак већина земаља у транзицији је извесну предност дала систему хипотекарних обвезница, мада нису искључиле могућност емитовања и МБС. Разлози су различити, али кључан је тај који указује на недовољну изграђеност регулативе за релативно једноставан начин преноса хипотека који је неопходан у случају МБС система. Поред тога, битан фактор не прихватања МБС, јесте и тихи бојкот банкарског лобија, да не подржи систем који би из њихових биланса, по сопственој процени, исисавао, искључиво најквалитетнију финансијску активу (хипотекарне кредите), као и опште нерасположење за увођење система, који је тек од недавно, озбиљно почео да функционише у развијеним европским економијама. Заговорници система МБС, за земље у транзицији, истичу да би овај систем у земљама у транзицији омогућио отклањање ризика држања значајног дела у активи пословних банака у форми хипотекарних кредита, и успоставио би стандарде кредитне евалуације и заложних процедура које би директно утицале на подизање ефикасности примарног и секундарног хипотекарног тржишта. То би створило издржљивији банкарски систем са бољом диверсификацијом ризика и ефикаснији систем одобравања хипотекарних кредита.

3. Секјуритизација у Србији

3.1. Предложена законска инфраструктура

Секјуритизација потраживања, у овом тренутку, није прописима регулисана финансијска активност у Србији, па су зато у пракси, до сада, постојали само покушаји секјуритизације. Народна банка Србије је у новембру 2007. представила јавности први, а потом 17. јануара 2008. и други измењени Нацрт закона о секјуритизацији потраживања.

Ефикасна секјуритизација подразумева правну сигурност у конституисању обезбеђења потраживања и могућност ефикасног преноса средстава обезбеђења, уз што ниже трошкове. Хипотека и залога, регулисани Законом о хипотеци и Законом о заложном праву, представљају најсигурнија средства обезбеђења у привреди Србије и чине основу за потенцијалну секјуритизацију.

Нацрт Закона о секјуритизацији превише рестриктивно регулише секјуритизацију, што одудара од тенденције и стандардизације међународног финансијског тржишта и очекивања инвеститора. (Лопичић 2009)

Предложеним Нацртом закона, предвиђа се следеће:

- Нацрт предвиђа две основне врсте секјуритизације (дефинисане у оквирима Директиве 2006/48 ЕУ, Комисија за ХОВ):
 - Секјуритизацију са преносом потраживања,

- Синтетичку секјуритизацију.
- Банке, компаније финансијског лизинга и осигуравајуће компаније, једино могу бити иницијатори секјуритизације, што онемогућава постојање корпоративних оригинатора, као и могућност да Република Србија и облици територијалне аутономије користе овај модел финансирања,
- Општи приступ, прихваћен у многим јурисдикцијама континенталне Европе, попут Шпаније, Португалије, Белгије и Француске, да се потраживања која су предмет секјуритизације преносе у фонд секјуритизације, којим управља Друштво за управљање фондом секјуритизације, ДУФС,
- Модел секјуритизације са ДУФС и *Basel II Accord*-ом, забрањује да иницијатор буде повезано лице са друштвом за управљање,
- Сервисер је правно лице које, на основу уговора закљученог са ДУФС у име и за рачун овог друштва, обавља послове наплате потраживања која су предмет секјуритизације и преноса наплаћених средстава фонду. Могућност да иницијатор истовремено буде и сервисер, што би допринело смањењу трошкова секјуритизације. Једино банка може бити сервисер без ограничења.
- Имовина Фонда секјуритизације се састоји од:
 - Потраживања која су предмет секјуритизације,
 - Споредна права, укључујући и средства обезбеђења и потраживања по основу камата,
 - Новчана средства остварена наплатом предметних потраживања,
 - Новчана средства остварена привременим улагањем имовине фонда,
- Фонд, нема својство правног лица а његова имовина је одвојена од имовине друштва за управљање и имовине осталих фондова,
- За сваки поступак секјуритизације образује се посебан фонд, на основу пренетих потраживања једног или више иницијатора,
- Пренос потраживања је ослобођена од пореза на додату вредност (смањење трошкова),
- ДУФС може, у својој одлуци о издавању дужничких хартија од вредности обезбеђених имовином фонда, одредити да поједини инвеститори имају право залогe на одређеним деловима имовине фонда или право првенства наплате својих потраживања. Овом одредбом поставља се правни основ за концепт "транширања" или класификације дужничких хартија од вредности према приоритету наплате или квалитету имовине фонда којом су обезбеђене,

- Имовина фонда не може бити укључена у ликвидациону, односно стечајну масу Друштва за управљање, иницијатора или сервисера, нити може бити предмет принудне наплате, чији је циљ намиравање потраживања према Друштву за управљање, другом фонду, иницијатору или сервисеру,
- Национална корпорација за осигурање стамбених кредита може дати гаранције и осигуравати хартије од вредности обезбеђене имовином – на основу уговора закљученог с друштвом за управљање, под условима и на начин који су утврђени статутом и правилима пословања те корпорације. (Нацрт Закона, 2008)

Посебну заштиту за инвеститоре представља установљена законска залога на имовину фонда у корист инвеститора по основу купљених дужничких хартија од вредности, као и у корист поверилаца фонда. Такође, од посебног значаја за потенцијалне инвеститоре је да, под одређеним условима, образују скупштину која ће одлучивати о избору сервисера и покретању поступка ликвидације фонда, као и да изаберу свог заступника, који може, у име и за рачун појединих или свих инвеститора, предузимати правне радње ради наплате потраживања, по основу дужничких хартија од вредности обезбеђеним имовином фонда. Друштво за управљање може привремено улагати имовину фонда, у периоду од наплате потраживања од дужника до исплате инвеститора. Модел надзора над учесницима у процесу секјуритизације веома је сличан моделима који се користе у регулисаним финансијским делатностима, попут банкарских и услуга осигурања, делатности инвестиционих и пензионих фондова или финансијског лизинга. Комисија за ХОВ је регулаторни орган за делатност секјуритизације потраживања, која би била, између осталог, надлежна за издавање дозвола за обављање делатности друштвима за управљање и лицима у управи ових друштава, као и за одобрења концентрација између друштава.

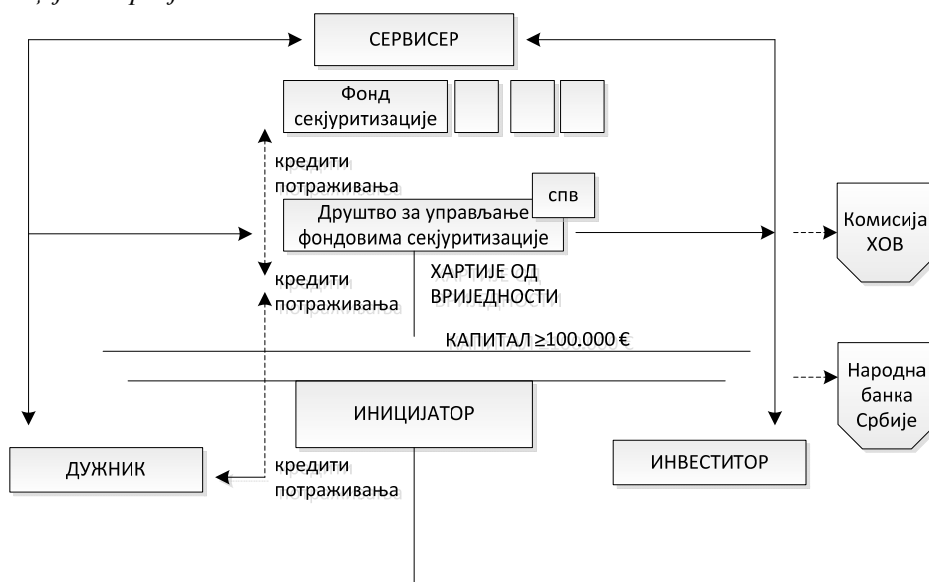
Mayer Brown LLP publications у раду "Securitization in Serbia: some Legal" из априла 2009 год., анализира правни аспект, односно регулативу одређених Закона у Србији²⁷ који у својим нормативним актима садрже одређене одредбе које, док се не усвоји Закон о секјуритизацији, омогућавају извесне секјуритизационе трансакције.

Секјуритизација са преносом, односно продајом потраживања, услед непостојања посебних прописа, могла би се у Србији извршити једино у

²⁷ Закон о девизном пословању, Закон о порез на додатну вредност, Закон о банкама итд., где аутор разматра правну регулативу преноса потраживања, обезбеђење података, порезе, тачност података и слично.

оквирима општих принципа грађанског права о уступању потраживања, који су садржани у Закону о облигационим односима. У случају да се уступају потраживања која произлазе из девизног пословања, неопходно је узети у обзир и прописе о девизном пословању, пре свега, Закона о девизном пословању. Остали прописи, попут Закона о стечајном поступку, такође садрже одредбе које су значајне за постављање секјуритизационе структуре. (Лопичић, 2009)

Слика 2: Структура секјуритизације према предложеном Законом о секјуритизацији Р. Србије



Извор: Ивановић, П. (2009) Секјуритизација, National Bank of Greece Serbia Београдска банкарска академија

3.2. Основне претпоставке примене секјуритизације у Србији

Према проценама стручњака Mayer Brown LLP, Mayer Brown International LLP секјуритизација би требала ускоро да се имплементира на финансијском тржишту Србије. Следећи фактори би могли да утичу на српске банке да приступе секјуритизационим трансакцијама: а) повољне околности за српске банке, б) велики раст потражње за стамбене кредите у Србији, д) снажна конкуренција међу српским банкама е) постојећа покривеност позајмица и ф) тежња банака да усмерено рефинансирају са страним тржиштима капитала. (Mayer Brown 2009)

Примена нове финансијске иновације, секјуритизације, на тржишту капитала Србије, поред усвајања Закона о секјуритизацији, неопходно је отклонити и одређене институционалне али и друге дилеме и непознанице, а које се односе на:

- Институционални и законски оквири који подстичу развој институција и едукацију за ефикасно стамбено финансирање,
- Функционисање тржишта продаје стамбених објеката,
- Институционални развој специјализованих оригинатора, сервисера и ХОВ,
- Дефинисање пореског и рачуноводственог оквира секјуритизације. Рачуноводствени и порески третман хипотекарних обвезница треба да буде јасна и прецизна за оба учесника, и инвеститора, и емитента,
- Транспарентност и тачност обелодањивања информација о колатералу,
- Тачна и правовремена процена ризика емитента,
- Дефинисање установа за регистрацију залога, за обезбеђење и подршку хипотекарних обвезница емитованих на основу хипотекарних кредита,
- Истинит, тачан и правовремени снимак интереса зајмодавца у колатерал, односно обезбеђење,
- Способност да се спроведе колатерал²⁸, од чега зависе интереси инвеститора као крајње носиоце ризика. Непримењивање колатералних интереса зајмодавца у ланцу хипотека, је главни фактор привлачности и атрактивности хипотека у обвезница,
- Способност преноса колатерала. У случају секјуритизације постоји пренос интереса од зајмодавца на инвеститора, где правни систем мора да регулише трансфер уз минималне трошкове,
- Заштита инвеститора од стечаја оригинатора или сервисера,
- Правни оквир са подстицајним али и казним мерама, са циљем мотивације свих учесника да не ефикасан и поштен начин обављају своју улогу и функцију.

Поред тога, на примарном и секундарном тржишту хипотекарних обвезница, постоје бројне претпоставке које је неопходно испунити, а то су:

²⁸ Кредибилитет законских одредби, тј. суштина закона, је да обезбеди инвеститоре (bondholderse), односно да имовина оригинатора или сервисера буде, издвојена посебно, ван домашаја осталих поверилаца у случају стечајног поступка. За сврхе секјуритизације, концепт посебне намене имовине или друга конструкција која изолује, одваја коратерални пул од емитента или сервисера је значајан и веома важан поступак, садржан у посебно евидентираном, ванбилансном рачуноводственом третману капитала емитента.

- Стандардизација докумената (уговора, рејтинга и процене ризика) и технологије (технолошка стандардизација), која обухвата стандардизацију производа и "технолошких" алата садржаних у нижим трошковима трансакција, посебно у случајевима проширења хипотекарних кредита у процес секјуритизације. Ова ограничења мање су строга према хипотекарним обвезницама, јер је фокус на стандардизацији кредита, на којима се заснивају хипотекарне обвезнице, али је, исто тако, неопходно да се дефинишу јасни законски оквири, квалитет и услови кредитирања у хипотекарне обвезнице,
 - Висок квалитет сервисирања и наплате. Инвеститори у хипотекарне обвезнице зависе од спољних агената (сервисера) који прикупљају, наплаћују одложена и заостала плаћања по основу хипотекарних кредита од зајмотражилаца (дужника). Већа је вероватноћа развоја хипотекарног тржишта ако су релативне цене средстава мања (нижа цена кредита) и уколико инвеститори имају поверење у емитента да ће бити способни да извршавају ове трансмисије (сервисирање хипотекарног кредита, наплате дуга и сервисирање дуга према инвеститорима),
 - Правни и порески оквир који не обесхрабрује, већ стимулише, инвеститоре свих врста, физичка лица, банке и друге институције, осигуравајуће компаније, пензионе фондове, инвестиционе фондове, финансијске компаније, иностране инвеститоре, и друга заинтересована лица, од куповине и одржавања МБС,
 - Професионални стандарди процене имовине. Инвеститори морају бити уверени у вредност колатерала и право залогe,
 - Стандардизација пословања секундарног хипотекарног тржишта, чиме се утиче на његов даљи развој и повећање обима промета.
- Такође, неопходно је да и имовина која је предмет секјуритизације испуни одређене услове као што су:
- Правна регулатива јасних имовинских права у области становања и тачно извештавање,
 - Имовина (актива) мора да поседује атрибуте високог квалитета у смислу редовних прилива. Ово указује на мали ризик ненаплативости потраживања али и мали ризик наплате пре доспећа, што може да у значајној мери поремети cash-flow инвеститорима,
 - Хомогена имовина, у смислу, да потраживања из којих произлазе даљи cash-flow морају да имају исте или сличне профиле. Због тога, се хетерогени хипотекарни кредити трансформишу у хомогене пулове,
 - Имовина мора да испуни све редовне, али и додатне критеријуме процене од стране рејтинг агенција. Рејтинг агенције су неопходне,

- јер без додељеног рејтинга хипотекарне обвезнице не могу да буду довољно атрактивне потенцијалним инвеститорима,
- Имовина најчешће мора да буде додатно осигурана, осигурањем стамбеног кредита. Инвеститори често захтевају да сва појединачна потраживања из пула буду активна, односно да је бар једна транша отплаћена. Значајан је и пословни рејтинг и репутација оригинатора и сервисера.

Закључак

У Србији, је на основу општих принципа уговорног права и кључних одредби Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, правно, могуће извести секјуритизацију са продајом потраживања уз учешће резидентног друштва за секјуритизацију Усвајањем Нацрта представљало би корак, у правом смеру, јер би имплементација модела секјуритизације са друштвом за управљање фондом, уместо учешћа фантомских компанија без запослених и инфраструктуре, допринело, пре свега, већој финансијској дисциплини учесника у поступку секјуритизације. Одређени практични проблеми и ризици за инвеститоре могу настати услед примене појединих прописа релевантних за поступак секјуритизације.

Кључно питање о целисходности усвајања закона о секјуритизацији у условима тренутне финансијске кризе је, пре свега, економске природе. Одговорност је на стручњацима из области економије и финансија, да одлуче да ли је секјуритизација, модел финансирања који може да доприне се развоју тржишта капитала, и ако јесте, који је прави моменат за усвајање правне регулативе. Оно што је сигурно, рестриктивни приступ изради Нацрта, у делу потенцијалних учесника и надзора, значајно умањује ризик од негативног утицаја глобалне рецесије.

Примена секјуритизације у Републици Србији отвара бројне могућности и зато је веома битно донети закон који регулише то подручје. Јер, највећи део секјуритизационих трансакција завршавао би, управо, изношењем хипотекарних обвезница на берзи или *over-counter market*, чиме би се формирала нова категорија ХОВ, а самима тим, би се отварила шанса домаћим и страним фондовима да тргују. Уједно би инвеститори преузели и део ризика банака.

Примена секјуритизације има смисла у Србији. Јер српско тржиште некретнина је регулисано и постало је веома атрактивно, што се види у тражњи и експанзији стамбених кредита (пре рецесије), стабилног банкарског система, постојећа покривеност позајмица, конкурентност међу банкама и тежња банака за усмерено рефинансирање на иностраним тржи-

штима капитала. На финансијском тржишту Србије постоји изражена тражња (глад) за хипотекарне кредите (стамбени кредити) који би, када се имплементира закон о секјуритизацији, реши правна регулатива, као и испуне остале неопходне институционалне претпоставке и отклоне бројне баријере, емисијом хипотекарних обвезница, привукле многе компаније, које би куповином хипотекарних обвезница, могле надоместити недостајајућа финансијска средства за изградњу станова.

Процена је да би банке биле прве које ће секјуритизирати свој кредитни портфељ и понудити на тржишту капитала нове хипотекарне обвезнице инвеститорима. Хипотекарне обвезнице осигуране секјуритизационом имовином би представљале финансијску иновацију, нову комбинацију повратка и ризика, досад непознату на тржишту капитала Р. Србије, дакле, нова погодност за инвестирање и диверзификацију портфеља. Тиме би се смањио притисак на финансирање банка у иностранству.

Истовремено, секјуритизација би у Србији подигла стабилност финансијског система и донела нов производ (иновацију) на тржиште капитала. Поред преноса ризика портфолија на инвеститоре, она би помогла банкама да искористе нов извор финансирања са дужим периодом отплате. Ово је значајно за управљање дугорочном ликвидношћу банке. Како квалитет портфолија морају да провере агенције за процену кредитног ризика, то ће додатно "избрусити" политику управљања кредитним ризиком у банкама. На крају, побољшана позиција банака, које раде у Србији, имаће позитиван утицај и на стабилност извора међународног финансирања за читаву српску економију

Хипотекарне обвезнице базиране на квалитетној имовини, јакој регулативи и ригорозним правилима и контроли могу оправдати поверење у Србији. Али њих за сада нема. Дакле, закључак је да тржиште хипотекарних обвезница, односно финансијска иновација, секјуритизација на тржишту капитала Србије још нема.

И колико год да је секјуритизација атрактивна, треба имати на уму да је реч о комплексној и софистицираној финансијској трансакцији која може донети и ризике, било комерцијалне било правне, у случају кад учесници секјуритизације не би могли испунити своје преузете обавезе.

Дугорочно гледано, треба реформисати финансијско тржиште Србије, које је сада јако мало и врло сиромашно ХОВ, са циљем стварањем услова за креирање и увођење нових финансијских инструмената или финансијских иновација (муниципалне обвезнице, финансијски деривати и слично), укључујући, при том, и хипотекарне обвезнице, засноване на квалитетној имовини.

Литература

1. Banks, E.,(2005): *Catastrophic, Risk: Analysis and Management*, John Willey, Sons, Ltd,West Sussex, England, str. 101.
2. Baron, N. D.,(2000): *"The Role of Rating Agencies in the Securitization Process"*, in Kendall, L. T., M. J. Fishman (eds.), *A Primer of Securitization*, MIT press paperback edition,
3. Breidenbach, M.,(2003): *"Real Estate Securitization as an Alternative Source of Financing for the Property Industry"*, Paper presented at the 9th Annual Conference of the Pacific-Rim Real Estate Society, Brisbane
4. Burke, W. M.,(2000): *Handbook on Cross-Border Securitization*, Shearman & Sterling Hong Kong & Tokyo
5. Culp, C.,(2006): *Structured Finance and Insurances*, John Willey, Sons, Inc, New Jersey, str. 341
6. Fabozzi, F. J. Overview. (1998): *In F. J. Fabozzi (Ed.). Handbook of Structured Financial Products*. New Hope, PA: Frank J. Fabozzi Associates, str. 1–5.
7. Fontaine, M., J. Gorp, R. Hugi, and B. Sabahi (2008): *Synthetic securitizations under Basel I and Basel II* The review of Banking Financial Services Vol. 24 No. 7
8. Goldman Sachs Asset Management: 2006): *Introduction to Mortgage-Backed Securities (MBS) and Other Securitized Assets*
9. Graff, R., (2006): *Securitization Demystified*, Journal of Real Estate Portfolio Management
10. Graffam R., D.,(2000): *"A Case Study in International Securitization: Meeting the Needs of Developing Nations"*, in Kendall, L. T., M. J. Fishman (eds.), *A Primer of Securitization*, MIT press paperback edition
11. Ивановић, П. (2009) *Секјуритизација*, National Bank of Greece Serbia, Београдска банкарска академија
12. Kendall, L.T.,(2000): *"Securitization: A New Era in American Finance"*, in Kendall, L.T., M. J. Fishman (eds.), *A Primer of Securitization*, MIT press paperback edition,
13. Лакић, С., (2009): *Финансијска криза-дебаланс ризичних профила*, Montenegrin Journal of economics No9.
14. Lawrence, J. W. (2004): *Mortgage-Backed Securities: Another Way to Finance Housing*, The Joint Congress of UN-HABITAT and the European Federation of Building Societies, Berlin
15. Лопичић, Д. (2009): *Секјуритизација потраживања у Србији*

16. Mayer Brown (2009): *Securitization in Serbia: some Legal*, Mayer Brown LLP, Mayer Brown International LLP, and/or JSM. All rights reserved
17. McNamee, M. (2004): *Your Mortgage Was His Bond*. Business Week, str.18.
18. Народна банка Србије, (2008), Предлог Закона о секјуритизацији,
19. Nomura Securities International, Inc. Two World Financial Center New York, nomura.com
20. Nouriel Roubini (2007): *"The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets."* Транскрипт семинара одржаног 13. Рујна у Међународном монетарном фонду.
21. Shenker J. C. and Colletta A. J.,(1991): *Asset Securitization Evolution: Current Issues and New Frontiers* In Texas Law Review, str.1374.
22. Стефановић, С. (2006): Секјуритизација активе: концепт, експанзија и нове тенденције у контексту глобализације, Економске теме, Економски факултет Ниш, ХЛИВ, бр. 1-2.
23. Structured Finance-Glossary of Securitization Terms, Standard & Poor's a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, str. 26.
24. Тепуш, М. (2007): Анализа модела финансирања дугорочних кредита посредством тржишту капитала у Хрватској, Економски преглед, Загреб 58 (7-8)
25. Yener Altunbas, Leonardo Gambacorta i David Marques (2007): *"Securitisation and the Bank Lending Channel"*, ECB working papers No 838
26. www.bond.com
27. www.nomura.com