POLOŽAJ SEKURITIZACIJE U UPRAVLJANJU BANKAMA NAKON FINANCIJSKE KRIZE

Jerat, Franka

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:876158

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

POLOŽAJ SEKURITIZACIJE U UPRAVLJANJU BANKAMA NAKON FINANCIJSKE KRIZE

Mentor:

Izv.prof.dr.sc. Roberto Ercegovac

Student:

Franka Jerat, 1131915

Split, rujan, 2016.godina

SADRŽAJ:

1.UVOD **3**

2. POJAM, SADRŽAJ I ZNAČAJ PROCESA SEKURITIZACIJE **5**

2.1. Pojam sekuritizacije **5**

2.2. Počeci sekuritizacije – tržište stambenih kredita **6**

2.3. Tranširanje **10**

2.4. Koristi i rizici sekuritizacije **11**

2.5. Regulacija sekuritizacije **13**

2.6. Primjeri ostale sekuritizirane aktive **16**

2.7. Sekuritizacija u Hrvatskoj **17**

3. FUNKCIJA SEKURITIZACIJE U UPRAVLJAN JU BANKOM **19**

3.1. Općenito o upravljanju bankom **19**

3.2. Sekuritizacija kredita banke i ostalih dijelova aktive **21**

4. RIZICI IZ PROCESA SEKURITIZACIJE I ANALIZA U VREMENU FINANCIJSKE KRIZE **25**

4.1. Početak, razvoj i posljedice financijske krize **25**

4.2. Utjecaj sekuritizacije na krizu **29**

4.3. Učinci sekuritizacije **31**

5. NOVA OGRANIČENJA I NADZOR **33**

5.1. Političke inicijative na razini Europske unije **33**

5.2. Europski okvir za visokokvalitetnu sekuritizaciju **34**

6.DANAŠNJA ULOGA SEKURITIZACIJE U UPRAVLJANJU BANKAMA I PERSPEKTIVE RAZVOJA **36**

6.1. Sme sekuritizacija **36**

6.2. Razvijanje tržišne infrastrukture **37**

ZAKLJUČAK **38**

LITERATURA **40**

SAŽETAK **41**

SUMMARY **42**

UVOD

Sekuritizacija, kao i drugi oblici financijskih inovacija, ima svoje prednosti kao i nedostatke.Postoje uvjeti pod kojima sekuritizacije može biti korisnaza financijski sustav i obratno. Sekuritizacija kao koncept se ne može istaknuti kao dobra ni loša – mogu se naglasiti promjene u obavljanju različitih vrsta sekuritizirane imovine tijekom i za vrijeme globalne financijske krize.

Postoji nekoliko načina kroz koje zdrava tržišta sekuritizacije može poduprijeti i financijski sustav i šire gospodarstvo. Sekuritizacija može sniziti troškove financiranja i uštedjeti na kapitalu za financijske institucije - koristi koje se mogu proslijediti za poslovne subjekte i potrošače. Sekuritizacija može pomoći izdavateljima i investitorima diverzificirati i prenijeti rizik kroz različite vrste imovine, zemljopisna područja, industrije, instrumente i kreditni rizik. Pretvarajući nelikvidnu imovinu u utržive vrijednosne papire, sekuritizacija također predstavlja potencijalno vrijedan alat za pomoć pri nastavljanju kreditnog toka do vrijednih dužnika- problem koji je danas izuzetno važan za mnoge napredne ekonomije, posebno u Europi, gdje su kreditni uvjeti i dalje ostali oskudni te udio sekuritizacije desetljećima pokazuje pad.

Unatoč tome, ove potencijalne prednosti treba odvagnuti u odnosu na potencijalne rizike za financijski sustav, koje mogu proizaći iz sub-optimalno funkcioniranja tržišta sekuritizacije. Budući da sekuritizacija ima sposobnost da se poveća protok kredita unutar ili izvan formalnog bankarskog sustava, "financijski akcelerator" efekt koji može rezultirati prekomjernim povećanjem rasta kredita i cijena imovine. Problemi u kombinaciji s jako nepovoljnimpoticajem, potencijalno pogoršavaju i asimetrične informacije, koje također mogu biti važna značajka nekim tržištima sekuritizacije.

Ovaj rad ima za cilj dokazati promijenjene uvjete u mogućnostima primjene mehanizma sekuritizacije financijskih imovina u funkciji upravljanju bankom.

Problem istraživanja jest upravo sekuritizacija i njezina funkcija u upravljanju bankom. Da bi se postigli određeni ciljevi, prilikom pisanja rada korištene su sljedeće metode:

metoda analize, metoda sinteze i kabinetsko istraživanje.

Struktura rada

U prvom poglavlju, to jest u uvodnom dijelu definiran je problem i predmet istraživanja rada. Zatim se utvrđuju ciljevi rada te se navode metode koje će se koristiti prilikom pisanja rada.

U drugom poglavlju istaknut je sam pojam sekuritizacije, kao i počeci sekuritizacije(tržište stambenih kredita), tranširanje (koje predstavlja jednu od osnovnih karakteristika, regulaciju sekuritizacije) te primjeri ostale sekuritizirane aktive.

U trećem poglavlju je razjašnjena funkcija sekuritizacije u upravljanju bankom

U četvrtom poglavlju je objašnjen početak, razvoj i posljedice financijske krize te učinci sekuritizacije na krizu.

Peto poglavlje govori o političkim inicijativama na razini Europske unije te o europskom okviru za visokokvalitetnu sekuritizaciju.

U šestom poglavlju je obrađena sekuritizacija malih i srednjih poduzeća i razvijanje tržišne infrastrukture.

2. POJAM, SADRŽAJ I ZNAČAJ PROCESA SEKURITIZACIJE

2.1. POJAM SEKURITIZACIJE

Sekuritizacija je financijska transakcija koja se ostvaruje prijenosom imovine (tzv.sekuritizirane imovine) sa inicijatora (vlasnika) imovine na nositelja sekuritizacije, ili prijenosom kreditnog rizika (rizika mogućeg neplaćanja), radi izdavanja vrijednosnica ili ugovaranja izvedenica. Prvi oblik sekuritizacije, koji uključuje prijenos sekuritizirane imovine na nositelja koji izdaje dužničke vrijednosnice (npr. obveznice) naziva se tradicionalnom, a drugi oblik, koji uključuje prijenos kreditnog rizika uz ugovaranje izvedenica, sintetskom sekuritizacijom. Sekuritizacija se poduzima radi financiranja (investicijskih projekata ili radi upravljanja likvidnošću) i/ili radi prijenosa rizika. Sudionici koji inicijalno posjeduju imovinu (potraživanja) koje se sekuritizira mogu biti financijske institucije (npr. sekuritizacija portfelja kredita), vladine agencije (npr. sekuritizacija budućih primitaka od naplate cestarina), ili veća poduzeća (npr. sekuritizacija potraživanja dobavljača lijekova od HZZO-a).

Inicijator raspolaže potraživanjima koja želi sekuritizirati kako bi svoju nelikvidnu imovinu (potraživanja) zamijenio za novčana sredstva. U dogovoru s aranžerom transakcije (sponzorom) pokreće posao: potraživanja se prodaju subjektu posebne namjene – SPN-u (eng. special purpose vehicle – SPV) koji prikuplja (i uplaćuje inicijatoru) novčana sredstva do kojih dolazi plasmanom obveznica na tržištu kapitala. Sekuritizirana imovina služi kao zalog za obveznice. To znači da primici po osnovi naplate sekuritiziranih potraživanja služe za namirenje ulagatelja u vrijednosne papire. Obveznice mogu biti izdane u tranšama koje se razlikuju prema kreditnom riziku (vjerojatnosti naplate) i prinosu. O naplati potraživanja iz sekuritizirane imovine brine serviser za račun subjekta posebne namjene, a interese investitora štiti njihov fiducijarni zastupnik. U transakciju mogu biti uključeni i drugi sudionici. Na primjer, kod subjekta posebne namjene može se pojavljivati višak novčanoga toka kojeg će SPN povjeriti specijaliziranoj financijskoj instituciji na upravljanje. U transakciju može biti uključen i jamac - sudionik koji jamči za dio rizika naplate iz sekuritizirane imovine (u poslovima sekuritizacije to se naziva „kreditno poboljšanje“, eng. credit enhancement). Nadalje, ako sudionici žele osigurati visoku kvalitetu i širok interes za izdanje takvih vrijednosnih papira angažirat će agenciju za rejting. Ona će detaljno proučiti sva obilježja izdanja, posvetiti posebnu pažnju analizi kreditnog rizika sekuritizirane imovine i mogućim konfliktima interesa sudionika te dodijeliti javni rejting izdanju vrijednosnih papira ili njegovim pojedinim tranšama.

Financijska imovina hrvatskih financijskih institucija prelazi 130% BDP-a. Hrvatska prema tom pokazatelju ima jedan od najrazvijenijih financijskih sustava među europskim tranzicijskim zemljama. Povijest „starijih“ razvijenih europskih zemalja pokazuje da se otprilike na toj razvojnoj razini pojavljuje potreba za takozvanim strukturiranim financijskim proizvodima. U skupinu strukturiranih financijskih proizvoda pripadaju i vrijednosni papiri koji nastaju u poslovima sekuritizacije. Pritom se financijske institucije mogu pojaviti kao inicijatori sekuritizacije – oni koji inicijalno posjeduju imovinu (potraživanja) koju će sekuritizirati, kao kupci komercijalnih zapisa i obveznica koje se izdaju na temelju sekuritizirane imovine nekih drugih inicijatora, ili u nekoj trećoj ulozi između onih koje su prikazane na gornjoj slici. Razvijene su zemlje regulirale sekuritizaciju posebnim zakonima ili podzakonskim aktima na temelju postojećih propisa. Propust reguliranja sekuritizacije donosi dvije vrste rizika.

Prvo, otvara opasnost obavljanja transakcija u nereguliranom okruženju što donosi rizike svim sudionicima.

Drugo, s obzirom na predstojeću liberalizaciju međunarodnih tokova kapitala, otvara se mogućnost prodaje imovine nastale u Hrvatskoj inozemnim nositeljima radi strukturiranja ove vrste transakcija u inozemstvu gdje je pravno okruženje za sekuritizaciju bolje uređeno nego kod nas. Premda će se u uvjetima stvaranja jedinstvenog financijskog tržišta EU takav oblik međunarodnih transakcija redovito pojavljivati, stvaranjem kvalitetne domaće regulacije smanjit će se poticaji za odvijanje transakcija izvan Hrvatske, a domaći će regulatori zadržati kontrolu nad tom vrstom transakcija.

2.2. POČECI SEKURITIZACIJE – TRŽIŠTE STAMBENIH KREDITA

Pojam sekuritizacije nastao je na američkom rezidencijalnom tržištu stambenih kredita gdje su tri savezne agencije – Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (GNMA), Federalna nacionalna hipotekarna asocijacija (FNMA) te Federalna stambeno hipotekarna agencija (FHLMC) – radile na poboljšanju mogućnosti prodaje stambenih kredita.[1]

GNMA sponzorira program vrijednosnica osiguranih stambenim kreditima prema kojem banke i druge institucije koje nekom posuđuju sredstva mogu grupirati svoje stambene kredite što su ih institucije poput Federalne stambene uprave (FHA), Uprave veterana (VA) i Stambene uprave farmera (FMHA) osigurale od neispunjenja obveza te mogu izdavati tzv.

[1] Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka, Zagreb: Mate, 2003. str. 281.

prijenosne vrijednosnice na ime kredita u grupi. GNMA osigurava isplatu glavnice i kamata koje se duguju vlasniku tih prijenosnih vrijednosnica, a za koje se složila da će ih sponzorirati. Dok GNMA sponzorira i jamči izdavanje prijenosnih vrijednosnica od strane privatnih zajmodavaca, FNMA stvara svoje vlastito hipotekarno osigurane vrijednosnice koje prodaju individualnim investitorima i glavnim institucionalnim investitorima, kao što su mirovinski fondovi ili tvrtke koje se bave životnim osiguranjem koristeći se primicima od te prodaje za kupovanje paketa konvencionalnih i državno osiguranih stambenih kredita od banaka i drugih zajmodavaca.

FHLMC kupuje grupe konvencionalnih i državno osiguranih stambenih kredita od privatnih institucija koje drugima posuđuju sredstva i plaća ih izdavanjem vrijednosnica osiguranih hipotekom za koje jamči. S početkom 1980-ih, uz kooperaciju s institucijom First Boston Corporation, velikim dilerom vrijednosnica, FHLMC je razvio novu vrstu instrumenata osiguranu stambenim kreditima – jamstvenu hipotekarnu obvezu (CMO) – kojom se investitoru nude različite klase vrijednosnica osigurane hipotekama s različitim očekivanim šablonama protoka novca. CMO-i su tipično stvarani kroz višefazni proces u kojem su najprije zajedno grupirani stambeni hipotekarni krediti te su zatim izdane prenosive vrijednosnice na ime hipotekarnih kredita grupe za koje jamči GNMA, a može ih kupiti banka ili neki drugi investitor. Te su prijenosne vrijednosnice stavljene na povjerenički račun koji se ne nalazi u bilanci banke. Izdaju se u nekoliko razreda kao potraživanja na ime grupe prijenosnih vrijednosnica kako bi se prikupila nova sredstva. Banka, kao izdavatelj CMO-a, nada se da će zaraditi dobit pakiranjem prijenosnih vrijednosnica u obliku koji odgovara velikom broju različitih tipova investitora. Svaka klasa CMO-a obećava različitu kuponsku stopu povrata investitorima i sadrži različito dospijeće i rizik da će neki od hipotekarnih kredita u osnovnoj grupi biti prerano otplaćeni, smanjujući očekivanu dobit investitora.

Pomoću CMO-a različite tranše u kojima su obveznice izdane imaju isplatu kamata na koje su naslovljene, ali isplate svih glavnica od kredita najprije idu k obveznicama izdanim u najvišem razredu sve dok instrumenti iz tog najvišeg razreda ne budu u potpunosti isplaćeni. Poslije, zaprimljene uplate glavnica idu investitorima koji su kupili obveznice koje pripadaju sljedećem razredu, sve dok vrijednosnice u tom razredu nisu otplaćene, i tako dalje dok ne dođe do točke u kojoj su svi razredi CMO-a naposljetku isplaćeni. Viši razredi CMO-a imaju kraće i više predvidivo dospijeće koje reducira reinvesticijsku izloženost riziku. Za razliku od toga, niži razredi sadrže dospijeće duljeg vijeka i veći broj rizika prerane otplate, a uz to obećavaju više očekivanih povrata.

Izvjesni instrumenti CMO-a danas obuhvaćaju specijalne Z tranše s najvišim stupnjem izloženosti riziku s obzirom na to da tranša ne stvara isplate glavnice ili kamata sve dok nisu

otplaćeni svi ostali CMO-i. Među egzotičnijim CMO-ima nedavno razvijenim jesu krediti s promjenjivom kamatnom stopom (čija je stopa povrata vezana s određenim indeksom kamatnih stopa), „super krediti“ s promjenjivim kamatnim stopama (koji donose višestruku promjenu u povratu temeljenu na određenom indeksu kamatnih stopa) te tzv.“odskočne Z tranše“, koje se mogu iznenada lansirati katapultom na prvo mjesto među razrede CMO-a, ovisno o zbivanjima na tržištu.

Tablica 1- Sažetak nepodmirenih kolaterala u drugom kvartalu 2011., 2012., 2013.u mlrd €

	Q2 2011	Q2 2012	Q2 2013
ABS	207.9	208.3	211.5
CDO	226.2	177.7	152.6
CMBS	149.0	127.9	113.0
RMBS	1,263.5	1,069.1	920.1
SME	173.0	166.4	136.6
WBS	58.2	59.2	61.0
Total	**2,077.8**	**1,808.6**	**1,594.7**

Izvor: AMFE Securitisation Data Reports

Tijekom 1990-ih pojavilo se i naglo razvilo novo tržište za vrijednosnice osigurane kapitalno stambenim kreditima. Kapitalno stambeni krediti omogućavaju vlasnicima stana posuđivanje novca po preostaloj vrijednosti njihova prebivališta – a to je razlika između trenutačne tržišne vrijednosti stana i iznosa hipotekarnog kredita prema tom vlasništvu. Kapitalno stambeni krediti postali su vrlo popularni jer su njihove kamatne stope često niže od kamatnih stopa uobičajenih kredita od banaka, jer otkrivaju novi izvor kredita za kućanstva što im daje pristup većim količinama sredstava, jer mogu rezultirati smanjenjima poreza na prihode od kamata koje plaća zajmoprimac i jer su fleksibilne u upotrebi (često se koriste za financiranje obrazovanja djece ili za započinjanje novog poslovnog pothvata). Obveznice osigurane grupama kapitalno stambenih kredita često nose veće dobiti od ostalih vrijednosnica poduprtih kreditima zbog stalnog rizika prerane otplate onda kada kamatne stope padaju, a vlasnici stanova prije otplaćuju svoje kapitalno stambene kredite, iako izgleda da mnogi kapitalno stambeni zajmoprimci ne posjeduju snažne kreditne rejtinge koji su često potrebni za refinanciranje njihovih kredita (uzimanje novog kredita za otplatu starog). Konkurencija je na ovom tržištu postala jaka među bankama i ostalim institucijama koje plasiraju novac pokušavaju privući što je više moguće kapitalno stambenih subjekata koji posuđuju novac,

povećavajući rizik vrijednosnica osiguranih kapitalno stambenim kreditima za investitore koji ih kupuju.

Još jedno sredstvo koje pomaže bankama u prikupljanju financijskih sredstava nedavno se pojavilo u obliku kreditno osiguranih obveznica. Bankari mogu odvojiti na stranu grupu kredita u svojoj bilanci stanja, izdati obveznice te založiti te kredite kao jamstvo. Za razliku od prijenosnih vrijednosnica i CMO-a koji bankama i drugim zajmodavcima omogućavaju izbacivanje kredita iz njihovih bilanci, kreditno osigurane obveznice obično ostaju u bilanci bankara kao obveze. Osim toga, dok krediti koji osiguravaju ove obveznice daju jamstvo za pozajmicu (ako banka koja izda obveznice ne ispuni svoje obveze, vlasnik obveznice ima pravo prvenstva potraživanja na teret založenih kredita), priljev novca od grupiranih kredita nije jedini izvor gotovine za praćenje glavnice i kamata obveznica. Dapače, sredstva koja se duguju prema kreditno osiguranoj obveznici mogu potjecati od bilo kojih prihoda koje je stvorila banka izdavatelj obveznice. Budući da je tržišna vrijednost založenih kredita kao jamstvo obično veća u iznosu od volumena izdanih obveznica, kreditno poduprte obveznice u biti mogu sadržavati viši kreditni rejting nego što ga ima banka koja ih je izdala sama po sebi.

Što dobiva banka izdavanjem kreditno osiguranih obveznica?

Prvo, troškovi koje ima banka pri financiranju sredstava mogu se smanjiti jer investitori smatraju da obveznice imaju mali rizik neispunjenja obveza uslijed veće dolarske vrijednosti kredita koji osiguravaju vrijednosnice. U biti, često je jeftinije izdati takve obveznice nego prodati depozite velikih denominacija koji nisu u potpunosti pokriveni državnim osiguranjem depozita, što sugerira da neke banke mogu zamijeniti neosigurane depozite obveznicama osiguranim odabranom aktivom banke. Osim toga, obveznice općenito imaju dulje vrijeme dospijeća od depozita, tako da banka može produljiti dospijeće obveza u svojoj bilanci stanja izdavanjem kreditno osiguranih obveznica te se bolje uskladiti s duljim dospijećima svoje aktive. Nažalost, dio te dvostruke koristi od kreditno osiguranih obveznica – niži troškovi financiranja i bolja usklađenost dospijeća aktive i obveza – može imati gubitke zbog mogućnosti banke da proda osigurane depozite po vrlo niskim kamatnom stopama, s obzirom na to da su državno osigurani.

Naravno, postoje neki neuravnoteženi nedostaci izdavanja tih kreditno osiguranih obveznica, što pomaže objasniti zašto se kreditno osigurane obveznice najmanje koriste od svih danas dostupnih sredstava sekuritizacije. Primjerice, svaki kredit založen na ime tih obveznica mora se držati u bilanci stanja banke sve dok obveznice ne dospiju, što smanjuje sveukupnu likvidnost kreditnog portfelja banke. Osim toga, uz ove kredite koji ostaju u bilanci stanja, banka mora ispuniti zakonski propisane kapitalne zahtjeve za podupiranje kredita. Istovremeno, budući da banka kao jamstvo mora posjedovati više kredita od količine izdanih

obveznica, mora se koristiti i s više depozita i ostalih pozajmljenih sredstava za pokrivanje razlike, povećavajući tako iznos preuzetih obveza, a vjerojatno povećavajući obvezne zakonske rezerve banke ako je ona primorana izdati još više depozita.

2.3. TRANŠIRANJE

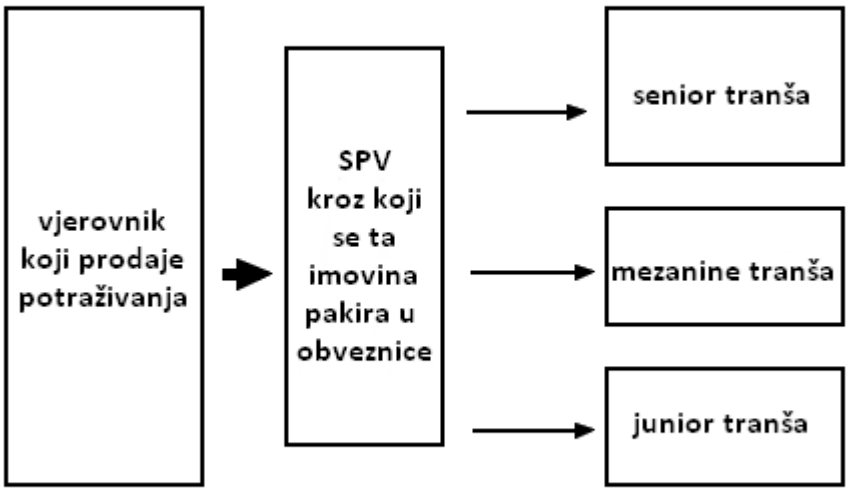
Osnovna je karakteristika sekuritizacije tranširanje. Potraživanja prebačena u SPV dijele se u minimalno dvije tranše različite izloženosti kreditnom riziku. Prva tranša je ona u kojoj se nalazi najveći broj vrijednosnica i njen se prinos štiti sastavljanjem druge (i treće) tranše. Junior tranše su rizičnije i u normalnim okolnostima daju veći prinos, a u slučaju poteškoća s isplatom apsorbiraju gubitke bez da se naruše isplate povlaštenih tranši.[2] Prema tzv. vodopadu novca, prihodom od imovine koja je predmet sekuritizacije najprije se isplaćuje senior tranša, pa druga, pa treća itd. Ako se tranša smatra previše rizičnom da bi ostvarila željeni prinos, "ojačava" se različitim garancijama, osiguranjem i sl.

Ono što dođe kao konačni proizvod na tržište rizično je poput portfelja originalnog vjerovnika (ili manje rizično zbog ojačanja). Istina, imovina je u različitim tranšama različite rizičnosti i prinosa, ali bar teoretski nije problem složiti portfelj iz različitih tranši tako da rizičnost odgovara početnom portfelju (bude manja zbog ojačanja). Naravno, to se baš i ne radi budući da se upravo podjelom imovine u tranše stvaraju različite kombinacije prinosa i rizika koje će kupci ovisno o svojim potrebama kupovati za svoje portfelje.

Ili, drugi riječima:

[2] http://www.arhivanalitika.hr/dat/CROSekuritizacijaPUPI.pdf

Slika 1: Prikaz tradicionalne sekuritizacije



Izvor:https://strasilo.wordpress.com

2.4. KORISTI I RIZICI SEKURITIZACIJE

Provedba sekuritizacije može donijeti nekoliko koristi. Te koristi opravdavaju angažman javnih resursa radi regulacije. Koristi su:

• sekuritizacija financijskim institucijama, poduzećima i državi pruža nove mogućnosti za upravljanje likvidnošću i financiranje investicijskih projekata,

• promiče domaću i međunarodnu financijsku stabilnost omogućavajući prijenos rizika na sudionike koji su specijalizirani za upravljanje pojedinim vrstama rizika te osigurava stabilniji pristup izvorima likvidnosti

• može unaprijediti učinkovitost središnjih banaka u njihovoj ulozi krajnjeg kreditnog utočišta ako se visokokvalitetne osigurane obveznice mogu koristiti kao instrument osiguranja u pristupu nekim kreditima središnje banke,

• smanjuje financijske rizike dužnika i njihovih vjerovnika šireći njihov pristup novim mogućnostima financiranja,

• omogućava diversifikaciju kreditnog rizika i s njom povezanu optimizaciju kapitala u sektorima koji moraju izdvajati minimalni kapital (npr. banke),

• regulatorima olakšava nadzor nad tržištem (zbog pojave informacija o cjenovnom iskazu rizika praćenjem kotacija dužničkih vrijednosnica nastalih sekuritizacijom na burzi),
• smanjuje kolebanja ponude kredita i njihovu korelaciju s poslovnim ciklusom, pogodujući potrošačima financijskih usluga kroz omogućavanje lakšega pristupa povoljnijim izvorima financiranja u nepovoljnim razdobljima poslovnoga ciklusa,
• širi ponudu financijskih instrumenata s fiksnim kamatnim stopama uz povoljnije uvjete,
• širi mogućnost vođenja financijske politike (npr. poticanje sekuritizacije portfelja kredita namijenjenih malim i srednjim poduzećima),
• općenito unaprjeđuje učinkovitost financijskog tržišta.

Ovime se ne želi reći da će se sve te koristi očitovati u Hrvatskoj u kratkome roku. Međutim, pored nekih od gore pobrojanih koristi, posebne koristi koje bi se mogle očitovati u Hrvatskoj u razmjerno kratkom vremenskom roku obuhvaćaju:
• pojavu novih prigoda za ulaganja mirovinskih i drugih fondova u kojima se prikuplja velik dio domaće štednje;
• ubrzavanje integracije hrvatskog i europskog tržišta kapitala kroz ulogu stranih investitora,
• zadržavanje regulacijskih ovlasti nad određenim segmentima međunarodnih transakcija nakon predstojeće potpune liberalizacije međunarodnih tokova kapitala.
Regulacija se predlaže i zbog mogućih problema odnosno rizika u provedbi sekuritizacije, a to mogu biti:
• smanjena sposobnost nositelja sekuritizacije da nadzire uredno ponašanje krajnjih dužnika nakon sekuritizacije potraživanja od krajnjih dužnika (tzv. moralni hazard),
• ne-fer ponašanje kreditora ili dužnika do čega može doći ako zbog promjene vjerovnika dođe do promjene pravnoga položaja krajnjih dužnika,
• rast vanjskoga duga u dijelu u kojem će za kupnju vrijednosnica nastalih kroz postupke sekuritizacije biti zainteresirani i inozemni investitori,
• povećano izlaganje inicijatora riziku ako se inicijator upusti u kupnju rizičnijih tranši obveznica nastalih sekuritizacijom.
Cilj predloženoga propisa jest olakšati ostvarenje koristi i spriječiti očitovanje nedostataka sekuritizacije.
Sljedeći prikaz definira zainteresirane strane i prikazuje njihove poglede na problem regulacije poslova sekuritizacije.
Ciljevi donošenja propisa o sekuritizaciji iz perspektive zainteresiranih strana definirani su na sljedeći način:

• Potrošači (krajnji dužnici): osigurati stabilnije izvore financiranja uz povoljne uvjete i pritom zadržati jednaka prava dužnika, kao da ne dolazi do promjene vjerovnika.

• Sudionici tržišta kapitala općenito: povećati financijsku dubinu uvođenjem nove vrste financijskih instrumenata i otvaranjem vrata za ulazak novih sudionika (korporacije i drugi izdavatelji) na financijsko tržište na nov način.

• Inicijatori: povećati učinkovitost korištenja imovine i diversifikaciju; stvoriti koristi kroz poboljšanje upravljanja kapitalom i smanjenje troška financiranja uz smanjenje rizika likvidnosti.

• Domaći ulagatelji: proširiti spektar financijskih instrumenata raspoloživih za ulaganja; povećati ponudu obveznica s javnim rejtingom radi povećanja broja prigoda za diversifikaciju rizika, posebno za mirovinske fondove

• Regulatori: osigurati razboritu i troškovno opravdanu regulaciju radi poticanja tržišnih sudionika na izvođenje sekuritizacije u Hrvatskoj u uvjetima globalizacije (posebno važno nakon liberalizacije međunarodnih tokova kapitala).

• Sudionici na međunarodnim tržištima: povećati stupanj međunarodne financijske integracije Republike Hrvatske i pritom izbjeći neodrživ rast vanjske zaduženosti te alocirati rizike na investitore koji potražuju veće rizike i znaju upravljati njima.

• Banke i supervizori banaka: povećati stabilnost bankovnoga sustava širenjem spektra raspoloživih financijskih instrumenata i omogućavanjem prijenosa rizika uz zadržavanje mogućnosti sprječavanja pretjerane sekuritizacije ukoliko bi vodila neodrživom rastu vanjskoga duga ili nekoj drugoj pojavi koja bi mogla narušiti financijsku stabilnost.

2.5. REGULACIJA SEKURITIZACIJE

U postojećim zakonima ne postoje izričite odredbe koje se odnose na sekuritizaciju, a koje bi omogućile nesmetanu izvedbu ovih transakcija. Visok stupanj regulacijske neizvjesnosti postoji u pogledu sedam važnih područja koja su opisana u nastavku. Time se ne iscrpljuje opis svih trenutnih regulacijskih nedostataka za obavljanje transakcija sekuritizacije, već se samo ističu najvažniji među njima.:

- Prijenos sekuritizirane imovine: pitanja obavješćivanja dužnika i registracije kolaterala (instrumenata osiguranja). U postojećim propisima nema jasnih odredbi o tome: tko može biti inicijator sekuritizacije i temeljem kojih vrsta imovina se ona može obavljati; koji sudionik i kako vodi brigu o naplati i drugim pitanjima vezanima uz sekuritiziranu imovinu nakon njenog prijenosa na subjekt posebne namjene koji izdaje vrijednosne papire (poslovi servisiranja); kako obavještavati krajnje dužnike ako transakcija uključuje velik broj (tisuće)

krajnjih dužnika; kako i kada u tim slučajevima provoditi registraciju promjene hipotekarnih i fiducijarnih vjerovnika odnosno vlasnika itd.

- Prijenos kreditnog rizika koji je povezan s prijenosom imovine. Rizik kao pojam u hrvatskim financijskim propisima nije dobro definiran osim u propisima o osiguranju. Sekuritizacija se u dijelu prijenosa rizika bitno razlikuje od poslova osiguranja te nikako ne može biti predmetom reguliranja istim ili sličnim propisima. Sekuritizacijom se prvenstveno prenosi kreditni rizik dok se u poslovima osiguranja prvenstveno osiguravaju nezavisni događaji. Poznati su slučajevi kada su sudovi u nekim državama koristili propise o osiguranju pri razrješavanju problema vezanih uz sekuritizaciju što je dovodilo do loših presuda i kočilo financijski razvitak.
- Zaštita podataka. Niz propisa uređuje zaštitu tajnosti podataka. Kako se u poslovima sekuritizacije pojavljuje velik broj sudionika uključenih u transakciju od kojih se većina nalazi ili se može naći u situaciji stjecanja uvida u podatke o krajnjim dužnicima, nedostatak preciznijih odredbi o zaštiti podataka u poslovima sekuritizacije stvarao bi velik stupanj regulacijske neizvjesnosti koji bi čak mogao spriječiti razvoj ovih transakcija.
- Subjekti posebne namjene i porezna pitanja. Subjekt posebne namjene (SPN) koji stječe sekuritiziranu imovinu i/ili preuzima kreditni rizik koji proizlazi iz te imovine ne može biti trgovačko društvo kao svako drugo društvo. Ako ne bi postajala ograničenja u obavljanju poslovanja, zatim posebne obveze registracije i izvještavanja te druge slične odredbe, onda bi se ključni sudionik sekuritizacije nalazio u „regulacijskom vakuumu“. Također, postojala bi neizvjesnost u pogledu poreznog tretmana takvog subjekta odnosno njegovih transakcija. Odgovorne sudionike financijskoga tržišta takva bi situacija odvratila od pokretanja sekuritizacija, a one manje odgovorne navela na „preveliku kreativnost“.

Zaštita investitora i kreditora. Bez odgovarajuće regulacije postoje vrlo veliki rizici za potencijalne investitore i kreditore u transakcijama sekuritizacije. Postoji sedam skupina takvih rizika. Prvo, odredbe o prospektu Zakona o tržištu vrijednosnih papira (ZTVP-a) nisu prilagođene poslovima sekuritizacije, jer kod ove vrste poslova nije važno poslovanje subjekta posebne namjene - koji u pravilu nema trogodišnja financijska izvješća koje traži ZTVP, već su prvenstveno važne karakteristike sekuritizirane imovine, o čijem objavljivanju ZTVP ne propisuje posebne odredbe. Drugo, SPN može imati i druge vjerovnike osim ulagatelja u vrijednosne papire te bi se bez odgovarajućih ograničavajućih odredbi mogla pojaviti opasnost da se i drugi vjerovnici SPN-a, koji nisu povezani sa sekuritizacijom, namiruju iz sekuritizirane imovine što bi predstavljalo velik rizik za odvijanje sekuritizacije. Treće, najučinkovitiji mehanizam sprječavanja konflikta interesa sudionika u sekuritizaciji jest mogućnost koordiniranog zastupanja interesa ulagatelja prema ostalim sudionicima

sekuritizacije, što ZTVP-om nije predviđeno kada je riječ o izdavanju dužničkih vrijednosnih papira. Četvrto, ako je SPN društvo kao i svako drugo trgovačko društvo onda ne postoji mogućnost drukčijeg tretmana sekuritizirane imovine od vlastite imovine društva pa bi se takvi odnosi mogli regulirati samo privatnim ugovorima što ne bi osiguravalo odgovarajući stupanj pravne sigurnosti. S time je usko povezan i peti rizik koji se odnosi na nejasnoće u pogledu načina namire troškova transakcije. Prema sadašnjim propisima ne bi postojala nikakva ograničenja za takvu namiru iz sekuritizirane imovine. Šesto, u većini tradicionalnih sekuritizacija izdani dužnički vrijednosni papiri nose i neki oblik založnoga prava na sekuritiziranoj imovini. Prema sadašnjim propisima nije dovoljno jasno kako bi se provelo takvo založno pravo koje predstavlja najvažniji instrument zaštite vjerovnika. Sedmo, odredbe o prospektu ZTVP-a nisu prilagođene posebnostima sekuritizacije pa koncipiranje prospekta izdanja prema odredbama ZTVP-a – čak i ako bi se premostio problem financijskih izvješća izdavatelja vrijednosnica za protekle tri godine, ne bi osiguralo dovoljnu zaštitu investitora.

- Računovodstvo i regulacija kapitala. Bez posebnih regulacijskih odredbi SPN bi sastavljao i objavljivao financijska izvješća kao i svako drugo trgovačko društvo, a bez posebnih odredbi o riziku i njegovom prijenosu mogle bi se pojaviti dvojbe u pogledu računanja kapitala kod financijskih posrednika čiji zakoni propisuju minimalan kapital.
- Međunarodne transakcije. Bez posebnih regulacijskih odredbi postojale bi dvojbe o regulaciji transakcija čiji se pojedini dijelovi ostvaruju uz sudjelovanje inozemnih sudionika.

Prvo su razmatrane dvije opcije:

1)ne regulirati sekuritizaciju u Hrvatskoj

2) regulirati sekuritzaciju

U slučaju opcije regulacije razmatrana je regulacija kroz promjenu ili razradu postojećih propisa, naspram opcije donošenja posebnoga propisa.

U slučaju priklanjanja opciji da se ove transakcije ne reguliraju, moguća su dva ishoda:

Prvi je započinjanje takvih transakcija u uvjetima regulacijske neizvjesnosti (mala vjerojatnost). U tom slučaju sudionici će biti izloženi velikim rizicima, a kvalitetni investitori poput mirovinskih fondova neće moći ulagati u kvalitetne obveznice.

Drugi je prodaja sekuritizirane imovine subjektima koji posluju u drugim državama s uređenom regulacijom. Vjerojatnost drugoga ishoda rast će usporedno s produbljivanjem financijske integracije Hrvatske i EU i s liberalizacijom međunarodnih tokova kapitala. U slučaju toga ishoda, nadzor domaćih regulatora nad tom vrstom transakcija bit će vrlo slab ili uopće neće postojati, a prihodi od odvijanja transakcija pripast će pretežno inozemnim sudionicima sekuritizacije. Zbog toga je donesena odluka o regulaciji sekuritizacije u

Hrvatskoj. U odlučivanju između opcije prilagodbe postojećih propisa nasuprot opcije donošenja posebnoga propisa prevladalo je mišljenje u korist drugoga rješenja zbog velike složenosti materije koju je potrebno regulirati. Bez posebnoga propisa ne bi bilo moguće postići kvalitetnu regulaciju sekuritizacije u Hrvatskoj.

2.6. PRIMJERI OSTALE SEKURITIZIRANE AKTIVE

Primjer sekuritiziranih kredita jest tržište za sudjelovanje u diskontiranim zaduženjima što su ih izdale manje razvijene zemlje i tržište sindiciranih eurokredita[3]. Ti se međunarodni krediti, plasirani većinom vladama i multinacionalni tvrtkama, često ne otplaćuju kako je planirano. Uostalom, mnoge su domaće sekuritizacije nastale iz nepovoljnih situacija gubitaka po kreditima s kojima su se suočile banke uzdrmane od kredita za energiju, poljoprivredu i nekretnine te su sekuritizaciju smatrale načinom za pročišćenje svojih portfelja. S manje rizičnim i nedjelotvornim kreditima u knjigama, banka izgleda financijski jača i može biti u mogućnosti smanjiti svoje troškove vezane uz pozajmljivanje sredstava od drugih. Sekuritizacija povećava likvidnost i diverzifikaciju kreditnog portfelja te se može koristiti za smanjenje rizika kamatne stope pomoću boljeg usklađivanja dospijeća aktive i pasive banke.
U SAD-u se kreditno poduprte vrijednosnice izdaju na teret sve šireg spektra kredita, uključujući komercijalne stambene kredite, kredite namijenjene malim poduzetnicima, kredite za pokretne domove, potraživanja po kreditnim karticama, lizinge kamiona i računala.
Sekuritizacija nije izvor sredstava dostupan svim bankama. Najnovije procjene sugeriraju da minimalna vrijednost ponude kreditno poduprtih vrijednosnica, kako bi bila uspješna, mora iznositi bar 50 milijuna dolara. Međutim, manje su banke često aktivni investitori u te vrijednosnice, pa je moguće da nekoliko manjih banaka grupira svoje kredite i da zajednički izda vrijednosnice.
Kreditno osigurane vrijednosnice jako podsjećaju na tradicionalne obveznice, obećavaju fiksnu kamatnu stopu plativu mjesečno, kvartalno ili polugodišnje. Te vrijednosnice često sadrže različite oblike kreditnog poboljšanja kako bi kupcima dale dojam da su to investicije niskog rizika. Ta kreditna poboljšanja mogu uključivati akreditive od neke druge financijske institucije koja je voljna jamčiti za otplatu tih vrijednosnica. Još jedno kreditno poboljšanje jest to da izdavatelj odvoji na stranu gotovinsku rezervu, stvorenu od viška povrata zarađenog

[3]Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka,

sekuritiziranim kreditima u odnosu na iznos kamata isplaćenim vlasnicima vrijednosnica kako bi se pokrili gubici od bilo kojeg nevraćenog kredita.

2.7. SEKURITIZACIJA U HRVATSKOJ

Ciljevi regulacije sekuritizacije u Hrvatskoj mogli bi se definirati na sljedeći način:

• Ohrabriti i potaknuti provođenje sekuritizacije u Hrvatskoj, nastojeći pritom ostvariti godišnje iznose sekuritizacije u trogodišnjem razdoblju nakon donošenja zakona, koji će omogućiti ostvarenje značajnih mikroekonomskih koristi, a da pritom jačaju poticaji bankama za otplate inozemnih obveza i njihov doprinos stabilizaciji međunarodne zaduženosti hrvatskoga gospodarstva.

Sljedeća lista opisuje ciljeve definirane na temelju prepoznatih koristi za sve uključene strane na koje će sekuritizacija utjecati:

• Potrošači: osigurati stabilnije izvore financiranja uz povoljne uvjete i pritom zadržati jednaka prava, kao da ne dolazi do promjene vjerovnika.

a. Sudionici tržišta kapitala općenito: povećati financijsku dubinu uvođenjem nove vrste financijskih instrumenata i otvaranjem vrata za ulazak novih sudionika na financijsko tržište (korporacije i drugi izdavatelji).

b. Inicijatori: povećati učinkovitost korištenja imovine i diversifikaciju; stvoriti koristi kroz poboljšanje upravljanja kapitalom i smanjenje troška financiranja uz smanjenje rizika likvidnosti.

c. Domaći ulagatelji: proširiti spektar financijskih instrumenata raspoloživih za ulaganja; povećati ponudu obveznica s javnim rejtingom radi povećanja broja prigoda za diversifikaciju rizika.

d. Regulatori: osigurati razboritu i troškovno opravdanu regulaciju radi poticanja tržišnih sudionika na izvođenje sekuritizacija u Hrvatskoj u uvjetima globalizacije.

e. Sudionici na međunarodnim tržištima: povećati stupanj međunarodne financijske integracije Republike Hrvatske i pritom izbjeći neodrživ rast vanjske zaduženosti te alocirati rizike na investitore koji potražuju veće rizike.

f. Banke i supervizori banaka: povećati stabilnost bankovnoga sustava širenjem spektra raspoloživih financijskih instrumenata i omogućavanjem prijenosa rizika.

Sekuritizacija se do sada nije razvila u Hrvatskoj uglavnom zbog problema i neizvjesnosti povezanih s regulacijom. RIA-om je identificirano dvadeset takvih problema ili skupina problema koji zahtijevaju rješenja kroz zakon ili pod-zakonske akte. Regulacijski problemi odnosno pitanja povezani su sa: obuhvatom i strukturom teksta regulacije, definicijom jurisdikcije, definicijom same sekuritizacije, definicijom sekuritizirane imovine (što se posebno odnosi na problem definiranja budućih potraživanja), odvajanjem imovine odnosno izdvajanjem sekuritizacijskih struktura iz stečaja, obavješćivanjem krajnjih dužnika, prijenosom instrumenata osiguranja (kolaterala), identitetom inicijatora, oblikom subjekta posebne namjene (SPN ili eng. special purpose vehicle – SPV), pravima SPV-a u pogledu raspolaganja imovinom, licenciranjem i nadzorom nad SPV-om, pitanjima rejtinga, servisiranja, prospekta i zaštite investitora, oporezivanja, zaštite potrošača i podataka, računovodstva i prudencijalne regulacije kapitala i, zadnje ali ne i najmanje važno, pitanjima monetarne i devizne regulative koja se primjenjuje kada su banke uključene u takve transakcije. Regulativa koja je zadnja spomenuta imat će odlučujući utjecaj na vanjski dug, jer ova RIA pokazuje da je moguće izgraditi regulaciju koja će stvoriti optimalne poticaje. U cilju stvaranja koherentne kombinacije instrumenata koji se međusobno podupiru, a koja će dovesti do istovremenog prijenosa rizika i bolje kontrole nad vanjskim dugom, potrebno je koordinirano donijeti zakon o sekuritizaciji, primijeniti definicije transfera rizika iz sekuritizacijskoga okvira Basel II[4] te nastaviti s primjenom granične obvezne pričuve po visokim stopama koje se neće primijeniti na primitke od sekuritizacije. Na taj će se način potaknuti banke da primitke od sekuritizacije iskoriste za vraćanje obveza prema inozemstvu.

[4] http://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf

3. FUNKCIJA SEKURITIZACIJE U UPRAVLJANJU BANKOM

3.1. OPĆENITO O UPRAVLJANJU BANKOM

Sekuritizacija predstavlja ključan element koji prikazuje dobro funkcioniranje financijskih tržišta. Može biti važan kanal za diverzificiranje izvora financiranja i raspoređivanja rizika mnogo uspješnije unutar financijskog tržišta u Europi.

Omogućuje širu distribuciju rizika financijskog sektora, dopuštajući institucionalnim investitorima da preoblikuju njihove portfelje. Isto tako mogu pomoći da „oslobode banke" dopuštajući daljnje posuđivanje ekonomiji.

Sve u svemu, pomaže poboljšati učinkovitost financijskog sustava i pronaći dodatne investicijske prilike. Sekuritizacija preko banaka i kapitalnih tržišta može indirektno donijeti korist kako i poduzećima tako i građanima(to se može očitovati kroz, npr. jeftinije zajmove, hipoteke i kreditne kartice).Sekuritizacija će vjerojatno utjecati na banke i na menadžment na nekoliko različitih načina. Nema sumnje da ona podiže razinu natjecanja za kredite najbolje kvalitete između banaka i drugih zajmodavaca. Krediti najviše kvalitete posjeduju dvije prednosti – oni se uglavnom isplaćuju po planu (uz manje računovodstvenih problema za osoblje banaka) i najisplativiji su za sekuritizaciju, otvarajući novi izvor financiranja banke koji nadopunjava tradicionalne izvore.

Sekuritizacija može podići i konkurentnu razinu između banaka koje pokušavaju privući depozite (posebice CD-e velikih denominacija), jer deponenti koji poznaju problematiku mogu otkriti da postoje mogućnosti ostvarivanja veće dobiti kupnjom kreditno osiguranih vrijednosnica, nego kupnjom depozita neke banke. Isto tako, sekuritizacija je omogućila većini poduzeća zaobilaženje banaka prilikom traženja kredita te okretanje otvorenom tržištu preko prodaje vrijednosnica, smanjujući time stopu porasta kredita – primarnih izvora prihoda većine banaka.

Dobar primjer banaka koje su zaobišli njihovi najbolji komitenti poduzeća jest njihovo pojavljivanje na tržištu komercijalnih zapisa; mnoge tvrtke danas grupiraju svoja potraživanja od prodaje kredita i od izdavanja komercijalnih zapisa – kratkoročnih korporativnih zadužnica – na teret tih potraživanja. Izdavanje tih „komercijalnih zapisa osiguranih aktivom", kao i većina sekuritizacije, obavlja se preko SPE-a (odjel za posebne namjene), preko kojeg se kupuju potraživanja poduzeća korištenjem gotovine prikupljene prodajom vrijednosnica koje

su osigurane potraživanjima. Za razliku od ostale sekuritizacije, akreditiv podržan aktivom jest kratkog dospijeća(manje od devet mjeseci), ali dogovor ne mora završiti kad i dospije potraživanje ili kad se otplate vrijednosnice. Umjesto toga, nova se potraživanja mogu prodati istom SPE-u kako bi se zamijenio akreditiv koji dospijeva.

Banke su u mogućnosti indirektno se okoristiti sekuritizacijama koje provode njihovi korporativni komitenti, tako što pružaju, uz naknadu, akreditiv koji poboljšava kreditni rejting korporacije koja prodaje svoje vrijednosnice na javnom tržištu. Osim toga, banke mogu stvoriti dodatne prihode od naknada pružanjem potpore u likvidnim sredstvima ako tvrtka koja obavlja sekuritizaciju nema dovoljno gotovine, a mogu i igrati ulogu osiguravatelja novih izdanja vrijednosnica osiguranih aktivom. I banke uviđaju da se mogu koristiti sekuritizacijom kako bi pomogle dobrim korporativnim klijentima u pronalaženju financiranja bez izravnog odobravanja kredita, koji bi „napuhali“ rizičnu aktivu banke i od nje zahtijevali prikupljanje dodatnog kapitala. Čisti rezultat svih tih promjena vjerojatno je smanjiti donekle prihode banke i povećati možda troškove financiranja. Suočene s intenzivnom konkurencijom na obje strane svoje bilance stanja, mnoge banke odnedavno sve agresivnije traže područje usluga gdje je sekuritizacija manje važan čimbenik, kao što je to područje kredita malim i srednje velikim poduzetnicima i domaćinstvima.

Dugoročnim financiranjem obuhvaćene su neke ključne značajke[5]:

- Njime se financiraju *proizvodne* djelatnosti kojima se potiče rast smanjenjem troškova, diversifikacijom sredstava proizvodnje i stvaranjem radnih mjesta na pametan, održiv i uključiv način;
- Strpljivo je jer ulagatelji uzimaju u obzir dugoročne rezultate i rizike ulaganja, a ne kratkoročne fluktuacije cijena. Tom se dugoročnom perspektivom djeluje protuciklički i promiče financijska stabilnost;
- Uključivo je jer ulagatelji u svojim strategijama ulaganja uzimaju u obzir dugoročne aspekte, kao što su okolišna, društvena, upravljačka i druga pitanja.

Podrška odgovornom bankarskom pozajmljivanju i poticanje nebankarskih izvora financiranja, kao što su institucionalni ulagatelji, uključujući osiguravajuća društva, mirovinske fondove, tradicionalne ili alternativne investicijske fondove, državne fondove ili zaklade jest ključno: iako će banke i dalje imati značajnu ulogu, diversifikacija financiranja važna je kratkoročno za poboljšanje dostupnosti financiranja, ali i dugoročno kako bi se europskom gospodarstvu pomoglo da bolje podnese buduće krize.

[5]Izrazi koje je uveo OECD u dokumentu „Poticanje dugoročnog ulaganja institucionalnih ulagatelja: Odabrana pitanja i politike”, 2011., http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf.

Transakcije sekuritizacije omogućuju bankama da refinanciraju kredite udruživanjem imovine i njihovim pretvaranjem u vrijednosne papire koji su privlačni institucionalnim ulagateljima. Iz perspektive banaka takvim se transakcijama mogu pokrenuti kapitalna sredstva, povećavajući sposobnost banaka da prošire svoje kreditiranje i financiraju gospodarski rast. Takvim se vrijednosnim papirima, ako su dovoljno veliki, institucionalnim ulagateljima nude mogućnosti likvidnog ulaganja u kategorije imovine u koju ne ulažu izravno, npr. MSP-ove ili hipoteke.

U prošlosti su neki modeli sekuritizacije bili neodgovarajuće regulirani. Slabosti tih modela rano su utvrđene i rješavane u naknadnoj financijskoj reformi EU-a. Zahtjevi za zadržavanjem rizika uspostavljeni su u bankarskom sektoru EU-a od 2011. i prošireni na sve financijske sektore. Uz to, obveze objave pojačane su kako bi se ulagateljima omogućilo da u cijelosti razumiju instrumente u koje ulažu.

Brojne konkretne mjere poduzela su tijela kako bi sekuritizacijske transakcije učinila standardiziranijima i transparentnijima, čime raste povjerenje ulagatelja[6]. Institucije EU-a i agencije trebaju povećati svoju suradnju i razviti sinergije, na primjer u smislu standardizacije obrazaca za izvješćivanje. Uz to, i inicijative koje vodi industrija, kao što je provedba označivanja, doprinose tim ciljevima.

Unatoč tim mjerama, do sada nije zabilježen nikakav značajan oporavak ovog tržišta. To je velikim dijelom rezultat stigme koja je još uvijek povezana s tim transakcijama i njihovim regulatornim tretmanom. Brojni dionici zatražili su podjelu sekuritizacijskih proizvoda za bonitetne potrebe kako bi se promicao razvoj održivih sekuritizacijskih tržišta. Tehničkim izvješćem EIOPA-e za Solventnost II. i prijedlog Komisije o strukturnoj reformi bankarstva uvedena je podjela za „visokokvalitetne" sekuritizacijske proizvode.

3.2. SEKURITIZACIJA KREDITA BANKE I OSTALIH DIJELOVA AKTIVE

Sekuritizacija (zamjena) kredita banke i ostalih dijelova aktive jednostavna je ideja za prikupljanje novih sredstava i smanjenje izloženosti banke riziku. Sekuritizacija aktive zahtijeva od banke odvajanje na stranu dijela prihodonosne aktive – kao što su hipotekarni ili potrošački krediti – i prodaju vrijednosnica vezanu za tu aktivu, na otvorenom tržištu.

[6] Glavne inicijative pravne su odredbe Uredbe o agencijama za kreditiranje u kojima se zahtijeva uspostava javnog *web*-mjesta ESMA-e (CRA3, čl. 8.b) i centraliziranog Europskog skladišta podataka (engl. *European DataWarehouse*, EDW) koji financira ESB.

Kako se aktiva isplaćuje – primjerice kad subjekti koji su od banke pozajmili sredstva otplaćuju glavnicu i kamatu koju duguju na svoj kredit – taj priljev prihoda odlazi vlasniku vrijednosnica. Zapravo, krediti banke pretvoreni su u vrijednosnice kojima se javno trguje. Za sebe banka dobiva natrag novac koji je potrošila za kupnju sredstava i koristi se njime za kupnju novih sredstava ili za pokrivanje operativnih troškova.

Banka ili drugi zajmodavac čiji su krediti grupirani naziva se osnivač. Navedeni krediti zatim se prenose izdavatelju koji je obično samostalno tijelo s posebnim ciljem (SPE). SPE je u potpunosti odvojen od osnivača tako da ako zajmodavac bankrotira, taj događaj neće imati štetan učinak na kreditni status kredita u grupi. Povjerenik je postavljen kako bi jamčio da će izdavatelj ispuniti sve uvjete transfera kredita u grupu i kako bi osiguravao sve obećane usluge (uključujući, gdje je to predviđeno, izdavanje bilo kakvih jamstava ili kolaterala u slučaju da nije naplaćen veći dio kredita iz grupe). Povjerenik sakuplja sve tijekove gotovine koje su stvorili grupirani krediti i izdaje ih ulagačima te privremeno ulaže svu gotovinu koju su proizveli krediti između zahtijevanih datuma naplate investitora.

Grupiranje kredita preko sekuritizacije pomaže u diverzificiranju izloženosti banke kreditnom riziku i smanjuje potrebu za nadzorom tijeka plaćanja svakog pojedinog kredita. To stvara likvidna sredstva bez relativno nelikvidne i skupe za prodaju aktive te prenosi tu aktivu u nove izvore kapitala.

Sekuritizacija dopušta bankama, ovisno o ekonomskim preokretima na njihovim lokalnim područjima, da zapravo posjeduju više geografski diverzificiran kreditni portfelj, parirajući možda na lokalnim gubicima, s višim povratima dostupnim od drugih geografskih područja koja imaju bolje ekonomske uvjete.

Sekuritizacija je i sredstvo za upravljanje rizikom kamatne stope, olakšavajući svakoj pojedinoj banci upravljanje vlastitim portfeljem aktive na način da se dospijeće aktive bolje uskladi s dospijećem pasive.

Osim toga, banka može zaraditi dodatni prihod od naknada pristajući nuditi aktivu u paketu. To obično znači nadziranje zajmoprimca u otplati kredita, prikupljanje dospjelih naplata te osiguravanje odgovarajućih jamstava za zaštitu vlasnika bilo kojih vrijednosnica izdanih na ime navedenih kredita. Dok banka može nastaviti opsluživati cjelokupnu založenu aktivu, ona može također izmjestiti tu aktivu iz svoje bilance stanja eliminirajući tako rizik gubitka u slučaju da krediti ne budu otplaćeni ili ako promjene u kamatnim stopama smanjuju njihovu vrijednost. Regulative često ograničavaju proporciju aktive neke banke odvojene za kredite kako bi se kontrolirala izloženost rizicima. Banka s relativno visokim omjerom kredita i aktive može sastaviti grupu kredita i maknuti ih iz svojih knjiga kako bi tako banku učinila

financijski jačom. Ukupna će se aktiva smanjiti, dok će kapital ostati isti, tako da se omjer kapitala u odnosu na aktivu banke povećava.

Sekuritizacija ima tendenciju skraćivanja dospijeća aktive banke, smanjujući njezinu cjelokupnu osjetljivost na kretanja kamatnih stopa. Banka također može osigurati i dodatnu zaradu temeljenu na rasponu između kamatne stope zarađenoj na sekuritiziranoj aktivi i kamatne stope plaćene vlasnicima vrijednosnica, koja je obično niža. Osim toga, porezi se mogu smanjiti uslijed odbijanja kamatnih troškova nastalih pri sekuritizaciji aktive, a ne postoji regulativni zahtjev u obliku obveznih rezervi. Međutim, aktiva u paketu koja osigurava bilo kakve izdane vrijednosnice mora biti jednake kvalitete i namjene te mora sadržavati investicijske karakteristike (kao što su visoka dobit ili dobra utrživost) koje su atraktivne investitorima.

Dok neki bankari vjeruju kako sekuritizacija pomaže banci da izađe na kraj s manje kapitala (jer je rizična aktiva izmještena iz bilance), sekuritizacija kredita možda neće uvijek smanjiti zahtjeve banke za kapitalom koje su propisala regulatorna tijela. Sekuritizacija komercijalnih kredita, na primjer, može sadržavati iste regulativne zahtjeve za kapitalom za banku kao i sami izvorni krediti. Kad su krediti prodani ili sekuritizirani, a kupcu je, ako obveze prema kreditima nisu ispunjene, dano pravo regresa kod banke koja je prodala kredite, cijela se vrijednost kredita mora uključiti u kapitalne zahtjeve banke.

Sekuritizacija kredita stvara mnoge prilike prihodima banke koja izabere ovu alternativu prikupljanja sredstava. Banka može izvući korist iz normalnog pozitivnog raspona između prosječne dobiti od kredita u paketu i kuponske stope na izdane vrijednosnice, zadržavajući bar dio razlike u kamatnim stopama između samih kredita i vrijednosnica izdanih na ime kredita, kao preostali prihod. Banka ili druga institucija koja obavlja sekuritizaciju može ostvariti dodatni prihod servisiranjem kredita založenih za vrijednosnice, naplaćujući kamatu i prateći njihovu realizaciju. Mnoge su banke također ostvarile dodatne prihodeprodavanjem jamstava za zaštitu investitora koji posjeduju te vrijednosnice osigurane kreditima davanjem savjeta o pravilnoj proceduri institucijama koje su sekuritizirale svoje kredite te pružanjem potpornih likvidnih sredstava u slučaju da instituciji koja mijenja kredite nedostaje gotovine za ispunjenje obveza prema investitorima. Uobičajene transakcije sekuritizacije te naknade koje se mogu stvoriti tom transakcijom mogu se prikazati sljedećom slikom:

Prosječna očekivana dobit na kredite u grupi
(kao postotak ukupne vrijednosti sekuritiziranih kredita).....15%

Obećane naknade i uplate na te stopu sekuritizirane kredite mogu obuhvaćati sljedeće (izraženo kao postotak ukupne vrijednosti sekuritiziranih kredita):

- Kuponsku stopu obećanu investitorima koji kupuju vrijednosnice izdane na ime kredita u grupi.....9%
- Stopu neispunjenja obveza na kredite u grupi (često pokrivenu državnim ili privatnim jamstvom ili stavljanjem nekih prihoda generiranih od strane kredita u grupi na posebnu rezervu kako bi se vlasnik vrijednosnice osigurao u slučaju neispunjenja obveza).....5%
- Naknade kao kompenzacije instituciji radi prikupljan ja uplata i radi praćenja statusa kredita u grupi.....0,25%
- Naknade plaćene za savjete o tome kako postaviti sekuritiziranu grupu kredita.....0,25%
- Naknade plaćene za osiguravanje likvidnih sredstava za pokrivanje bilo kakvog privremenog nedostatka gotovine za isplatu investitora vrijednosnica.....0,25%
- Preostali prihod od kamate za instituciju koja obavlja sekuritizaciju kredita (ostatak nakon isplate svih naknada i isplata kuponske stope obećane investitorima).....0,25%
- Zbroj svih naknada, obećanih isplata te preostali prihod od kamata.....15%

Grafikon 1: Izdavanje europskih sekuritizacija od 2010. do Q2 2013.



Izvor: AMFE Securitisation Data Report Q2 2013

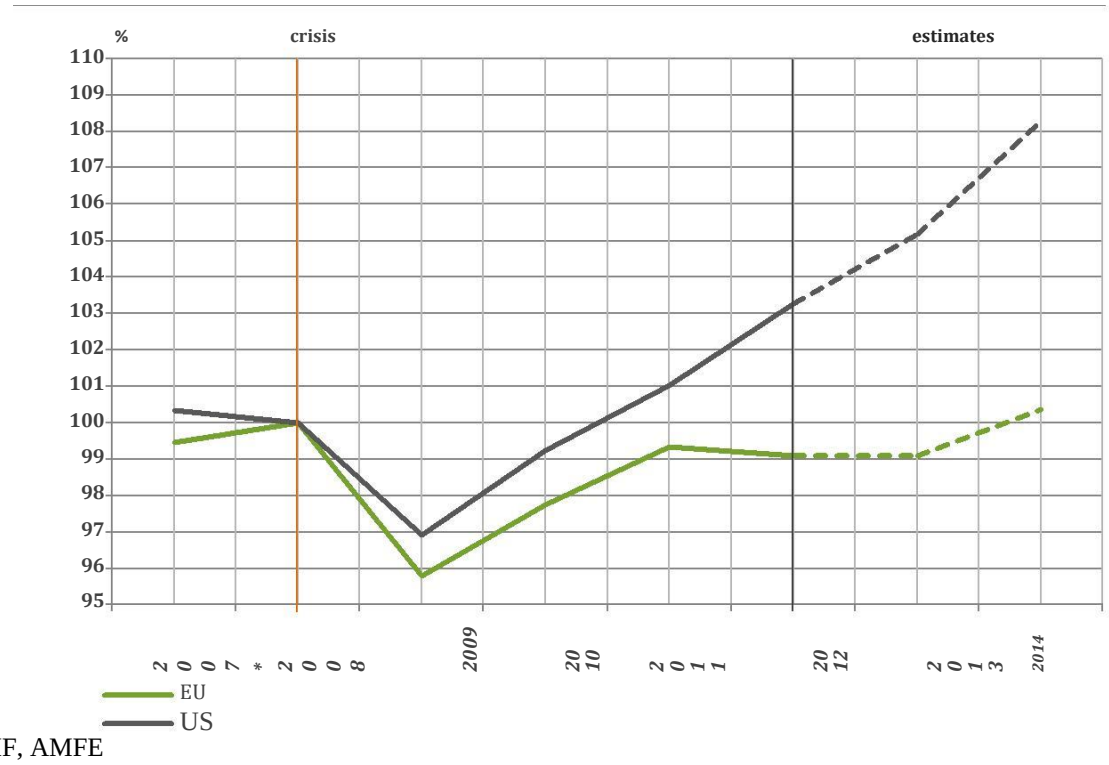
4. RIZICI IZ PROCESA SEKURITIZACIJE I ANALIZA U VREMENU FINANCIJSKE KRIZE

4.1. POČETAK, RAZVOJ I POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE

Kronologija svjetske financijske krize - Od loših hipotekarnih kredita do gašenja svjetskih bankarskih divova[7]

Prva, donekle ograničena faza od kolovoza 2007. do kolovoza 2008. proistekla je iz gubitaka u jednome relativno malenom segmentu američkoga financijskog sustava, u tvrtkama specijaliziranim za odobravanje hipotekarnih stambenih kredita dužnicima sa slabijom (engl. subprime) kreditnom sposobnošću. No unatoč tom poremećaju realni bruto domaći proizvod je u Americi nastavio rasti i analitičari su predviđali da će financijska kriza proizvesti samo blagu recesiju. "No sredinom rujna 2008. kriza je ušla u puno težu fazu".

Grafikon 2: Razine BDP-a od 2007 - 2014



Izvor. IMF, AMFE

[7] *www.poslovni.hr*/.../kronologija-svjetske-financijske-krize

Grafikon 1 prikazuje kretanje razine BDP-a Europske unije i SAD-a od početka financijske krize u 2007.

Događaji su se izmjenjivali velikom brzinom. Najprije je divovska investicijska banka Lehman Brothers 15. rujna proglasila bankrot, već sutradan doživio je slom i najveći osiguravatelj AIG, a ulagači su pokrenuli juriš i na novčani fond Reserve Primary. Što je prouzročilo takvu dramatičnu transformaciju jedne blage krize u punu globalnu krizu, prvu takve vrste u 21. stoljeću? Kako je reagiranje vlada na krizu spriječilo najširu globalnu depresiju? O odgovorima na ta pitanja analitičari još dvoje, no velik dio odgovora pružit će već i sama kronologija krize.

Srpanj 2007. - Mozilo najavljuje 'veliku depresiju'

24. srpnja Telefonska konferencija za analitičare u najvećem američkom brokeru hipotekarnih stambenih kredita, tvrtki Countrywide Financial Corporation. Angelo Mozilo, osnivač i izvršni direktor Countrywidea, priznao je analitičarima Bear Stearnsa, Merrill Lyncha, Morgan Stanleyja i drugih investicijskih kuća s Wall Streeta da je tromjesečni prihod njegove tvrtke pao za trećinu, da ne vidi mogućnost oporavka sve do 2009. i izrekao sudbonosnu rečenicu: "Prolazimo kroz golemu depresiju cijena kakvu nismo vidjeli sve od Velike depresije." Sutradan je cijena dionica Countrywidea pala za 11 posto, a indeks DJIA za 226 bodova, najviše u četiri mjeseca.

Kolovoz 2007. - Potpuno iščezavanje likvidnosti

9. kolovoza Datum koji se najčešće u literaturi uzima kao službeni početak financijske i ekonomske krize od 2007. do 2009. Prvi otvoreni krupni poremećaj na kreditnim tržištima: divovska francuska banka BNP Paribas obustavila je otkup (isplatu) udjela u nekima od svojih novčanih fondova. Razlog: "totalno iščezavanje likvidnosti na tržištu" američkih vrijednosnica emitiranih na temelju hipotekarnih stambenih kredita, odobrenih dužnicima sa slabom kreditnom sposobnošću. Do početka 2008. gubici na tim vrijednosnicama bit će procijenjeni na 500 milijardi dolara.

Kolovoz 2007. - Počinje pumpanje novca bankama

9. kolovoza Europska središnja banka objavila je da će poslovnim bankama odobravati neograničene iznose kredita s kamatom od četiri posto, čime je do kraja dana u bankovni sustav ubrizgala prvih 94,8 milijardi eura. U sljedeća dva dana i američki FED je u financijski sustav upumpao 62 milijarde dolara za održavanje likvidnosti. Šok je time veći jer su na američkom financijskom tržištu kamate rasle već dvije godine kako bi se kontrolirala inflacija.

Rujan 2007. - Padaju kamate na pozajmice

Počinje odgovor monetarne politike na krizu. Američka središnja banka počela se suprotstavljati krizi konvencionalnom monetarnom politikom. Najprije je ciljanu kamatu na pozajmice spustila sa 5,25 na 4,75 posto, a potom je spuštala sve brže, u travnju 2008. na dva posto, a do kraja 2008. Fed je bankama posuđivao novac gotovo besplatno, po stopi između nula i 0,25 posto.

Prosinac 2007. - Nekonvencionalna monetarna politika

Fed je pokrenuo operaciju Term Auction Facility - TAF, i počeo izravno odobravati kredite svakoj od oko sedam tisuća banaka u zemlji (a ne samo 20 "primarnih distributera"), primajući u zalog vrlo širok spektar vrijednosnih papira, a ne samo državne obveznice. U prosincu je na aukcijama odobreno 40 milijardi dolara, a u sljedećoj godini 450 milijardi. Prema riječima ministra Timothyja Geithnera, bio je to "učinkovitiji način osiguravanja likvidnosti" nakon što je uočeno da velike banke nerado posuđuju jedna drugoj nego radije gomilaju novac na računima. Fed je počeo razmjenjivati novac s ECB-om (20 milijardi dolara) i Narodnom bankom Švicarske (4 milijarde), postavši globalni "pozajmljivač posljednjeg utočišta".

Siječanj 2008. - Kerviel umalo uništava Societe Gen.

21. siječnjaNa svjetskim burzama došlo je do dodatnog pada cijena dionica jer je velika francuska banka Société Générale u tajnosti panično pokušavala prodati goleme iznose vrijednosnih papira koje je neovlašteno nagomilao 31-godišnji diler Jerome Kerviel. Na kraju će banka na Kervielovim ulaganjima zabilježiti gubitak od 4,9 milijardi eura ili 7 milijardi dolara.

Čimbenici koji su međusobnim djelovanjem doveli do globalne financijske nestabilnosti i sveobuhvatne krize:

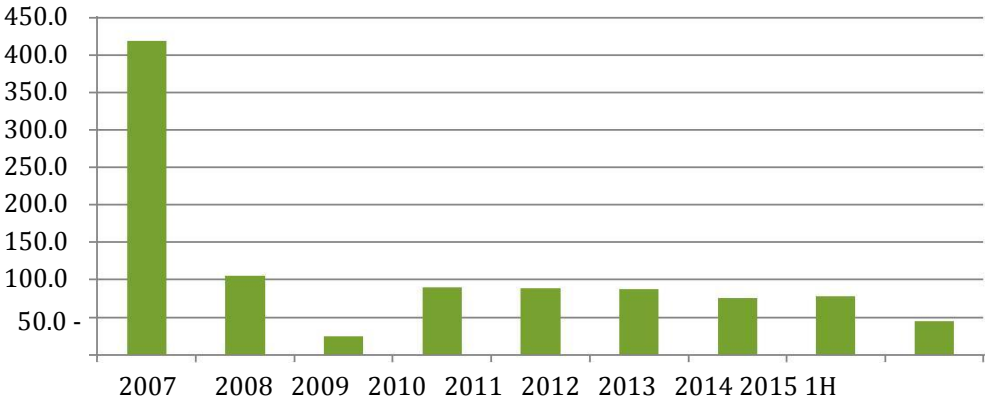
Jedan od čimbenika je financijska liberalizacija koja je početkom 1980-ih zahvatila svijet općenito, ali SAD najintenzivnije. Godine 1999. u SAD-u je ukinut Banking Act iz 1933. poznat kao Glass-Steagall zakon. On je striktno razdvajao komercijalne banke, koje su se bavile bilančnim posredništvom i imale tradicionalnu ulogu banke, od investicijskih banaka, koje su se bavile rizičnim poslovima ulaganja. Njegovim je ukidanjem omogućeno spajanje obiju grupa poslova, dovodeći pojam financijske liberalizacije i konglomerizacije na višu razinu. Na takvom je naslijeđu nastao i postao popularan poslovni koncept originate and distribute. Banke su se dobro snašle u novom konceptu. Prvo su trebale naći velik broj klijenata spremnih na zaduživanje koje su pronašli u širokoj populaciji siromašnijih državljana slabijeg obrazovanja. Očiglednu rizičnost takve klijentele je trebalo sakriti od očiju

regulatora i agencija za kreditni rejting. To je dijelom omogućeno povećanjem kompleksnosti cijelog postupka distribuiranja i prekrivanjem manje kvalitetne aktive s kvalitetnijom. Također, mnoge se stavke prebacuju izvan bilance u SPV (eng. special purpose vehicle) i slična tijela, kako bi se izbjegli zahtjevi za adekvatnošću kapitala i time oslobodilo više novca za korištenje. I pošto se prosljeđivanjem proizvoda prosljeđuje i rizik, postepeno je funkcija procjene i kontrole rizika postala marginalizirana, stvarajući plodno tlo za moralni hazard. Boom u cijenama se početkom 2000. što je dovelo do recesije, dalje održane terorističkim napadom 09. 11. 2001. godine.

FED pruža odgovor drastičnim smanjenjem kamatne stope. Do 2003. su pale s 6.5% na 1%. Zbog jeftinih kredita, zaduženost svih sastavnica društva se drastično povećala. U cirkulaciji se pojavio višak likvidnosti koji se trebao negdje usmjeriti. Višak likvidnosti se usmjerio na tržište nekretnina. Jeftini krediti su omogućili bankama da opseg svojih klijenata prošire na velik broj državljana s niskim prihodima. Iako su to vrlo rizični klijenti, zbog originate and distribute modela to banke nije puno zabrinjavalo. „American dream“ da svaki Amerikanac ima svoje vlastito mjesto stanovanja je uvijek bio prisutan u svijesti nacije i sada je postao realniji. Busheva administracija je s ciljem širenja stanovlasništva na šire društvene slojeve ublažila pravila i regulacija vezane uz kupnju stanova i dobivanje stambenih kredita. Tako su krediti ponajviše poprimili formu stambenih hipotekarnih kredita. Privlačnost tog segmenta je privukla mnoge financijske institucije, te je pojačana konkurencija dovela do toga da su se krediti mogli dobiti za 100% vrijednosti kolaterala. Kao posljedica značajno raste proizvodnja i trgovina s MBS.

Općenito ponuda vrijednosnica podržanih imovinom se udvostručila između 2003. i 2004., te ponovno između 2004.i 2005. Godine. Na tržištu su se pojavili špekulanti koji se zadužuju i kupuju nekretnine s nadom da će moći zaraditi na temelju razlike u cijeni. Klijenti se, usprkos činjenici da vjerojatno neće moći vratiti uzete kredite, ne ustručavaju zaduživati jer većina nema što izgubiti ako cijene porastu profitirati će, a ako cijene padnu ili ne porastu dovoljno, određeno će vrijeme živjeti bez plaćanja rente, a onda će se jednostavno vratiti starom načinu života. Cijene nekretnina su važan gospodarski parametar, posebno u SAD-u. Američka kućanstva imaju visoku sklonost potrošnji, a vrijednost nekretnina predstavlja glavnu odrednicu neto vrijednosti kućanstva odnosno vrijednosti kolaterala s kojima ona raspolažu za pristup kreditima. Cijene su sve više rasle o čemu svjedoči činjenica da su se prosječne cijene kuća u SAD-u skoro od 2000. do 2006. godine, dok su u određenim područjima još i više porasle.

Grafikon 3: European Placed Issuance



Values in EUR bn	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 1H
European placed	418.4	104.6	24.7	89.8	88.9	87.0	75.8	78.2	45.0
European retained	175.2	710.3	399.2	289.3	287.0	166.3	104.5	138.4	36.5
European retention (%)	30%	87%	94%	76%	76%	66%	58%	64%	45%
Total European	**593.6**	**814.9**	**423.8**	**379.1**	**375.9**	**253.2**	**180.2**	**216.5**	**81.6**
Total US	**2,080.5**	**934.9**	**1,385.3**	**1,203.7**	**1,056.6**	**1,579.2**	**1,515.1**	**1,129.7**	**779.1**

Izvor:www.amfe.eu

4.2. UTJECAJ SEKURITIZACIJE NA KRIZU

Strukturirani financijski proizvodi, prvenstveno različiti oblici sekuritizacije, odigrali su važnu ulogu u prelijevanju problema na druga financijska tržišta, instrumente i institucije.

Smatra se da je brzo širenje krize na globalnu razinu omogućeno zahvaljujući razvoju strukturiranih financijskih proizvoda koji omogućuju lakši prijenos rizika na financijske institucije putem globalnog financijskog tržišta. Omogućeno je gotovo neograničeno prikupljanje nove likvidnosti, povećanje financijske poluge i rast cijena hipotekarnih obveznica dok je tržišna atmosfera pozitivna. S druge strane razvojem strukturiranih financijskih proizvoda stvorena je osnova za naglo povlačenje likvidnosti, smanjenje financijske poluge i pojavu podcijenjenih tržišnih vrijednosti hipotekarnih obveznica u uvjetima negativne tržišne atmosfere.

U model sekuritizacije su ugrađeni interesni konflikti koji su pospješili nastanak problema. Ashcraft i Schuermann navode sedam ključnih frikcija procesu sekuritizacije između dužnika i kreditora (originatora), između originalnog kreditora i aranžera, između aranžera i "treće

strane", između servisera i dužnika (moralni hazard), servisera i "treće strane", investitora i asset managera, investitora i kreditne agencije (greške u modelima).
Prva frikcijaizmeđu dužnika i kreditora se odnosi na grabežljivo kreditiranje (engl. "predatory lending") što znači da se klijentu nude lošiji uvjeti nego što ih inače može dobiti na tržištu te veći iznosi kredita nego stvarno potrebno. Ako kreditori unaprijed znaju da će kreditni rizik prenijeti na treću stranu odnosno na investitore u hipotekarne obveznice, odobravat će više subprime kredita nego u normalnim uvjetima. To znači da će agresivno nuditi kredite po posebnim uvjetima za koje je vjerojatno da ih potrošači neće moći na adekvatan način razumjeti i protumačiti. Problem je još veći kod neobrazovanih i financijski nesofisticiranih „subprime" dužnika koji bivaju suočeni s nerazumljivim, kompleksnim proizvodima. Ova frikcija je omogućena zbog kompleksnosti proizvoda ponuđenih subprime dužnicima koji ih mogu pogrešno shvatiti i nemaju znanja za ispravnu procjenu proizvoda. Mehanizmi minimalizacije su zakoni i odredbe koje sankcioniraju određene postupke posuđivanja.

Kod druge frikcije se javlja informacijski problem između originatora i aranžera (izdavatelja). Originalni kreditor je u informacijskoj prednosti u odnosu na aranžera u pogledu kvalitete dužnika. Aranžer u principu treba obaviti due diligence originatora, ali ga može obaviti nedovoljno temeljito ili ne uopće. Mehanizam koji se koristi u ovom slučaju je niz garancija (eng. representations and warranties - R&W) koje originator daje aranžeru o dužnicima i samoj prodaji kredita, te u slučaju njihove povrede originator bi trebao otkupiti loše kredite. Naravno, originator treba biti adekvatno kapitaliziran da bi R&W uopće imali vrijednost. U aktualnoj krizi se frikcija istakla zbog slabog provođenja due diligence-a od strane aranžera i ograničenosti R&W sustava.

Treća frikcija je između aranžera i treće osobe. Ovdje se ističe problem negativne selekcije, gdje aranžer koji raspolaže s više informacija ima inicijativu da proda loše grupe kredita i zadrži kvalitetne. Aranžer je zadužen za financiranje hipotekarnih kredita sve dok se svi detalji sekuritizacijskog dogovora nisu finalizirani. Budući da većina aranžera nemaju kontinuirano na raspolaganju značajna sredstva oni moraju pribaviti kratkoročne kredite. Pribavljaju ih od posuđivača skladištara koji ih daju u zamjenu za kredite koji se sekuritiziraju kao kolaterala. Kako on ne zna njihovu pravu vrijednost, zaštićuje seputem due diligence-a, smanjivanja omjera kredit/kolaterala i spread-om kredita. Pri finalizaciji procesa sekuritizacije, aranžer prodaje vrijednosnice managerima aktive, koji su krajnji kontakt s investitorima. Oni ne mogu znati kvalitetu vrijednosnica, te tržište problem pokušava reducirati putem reputacije aranžera, kreditnim pojačivačima danim vrijednosnicama od

strane aranžera te due diligence-a kojeg manageri aktive provedu nad aranžerom i originatorom

Šesta frikcija se odnosi na težnju investitora da zarade veći povrat za kupnju vrijednosnica istog rejtinga pri čemu često znaju biti nepažljivi i naivni kada donose investicijske odluke. Dodatni problem je što se manageri investicijskih fondova vrednuju prema prinosu tržišta i ako im je prinos niži (zbog ulaganja u sigurniju imovinu) oni su vrednovani kao manje uspješni što ih potiče da poduzimaju veće rizike.

Sedma frikcija koja je pridonijela krizi je frikcija između investitora i agencija za kreditni rejting. Agencije za kreditni rejting vođene željom za što većom zaradom su dodjeljivale rejtinge koji nisu odražavali realni rizik koje nose izdanja znajući da u slučaju krive procjene neće zakonski odgovarati. Izdavač vrijednosnice je taj koji plaća agenciju za kreditni rejting a ne investitor pa je rejting, uz lobiranje izdavača vrijednosnica, podešen da prikrije stvarnu rizičnost vrijednosnice tj. da se prikaže višim nego što zapravo je. Dodatni prihodi od savjetovanja pospješili su motiv za generiranje novih poslova bez obzira na njihovu rizičnost.

4.3. UČINCI SEKURITIZACIJE

Jedan od učinaka sekuritizacije je mogućnost bitnog povećanja financijske poluge. Financijski posrednik koji inicira sekuritizaciju izravno se ne zadužuje, no on dolazi do nove likvidnosti tako što zadužuje subjekt posebne namjene na kojega prenosi (kome prodaje) svoju imovinu. Taj pravni subjekt na temelju kreditnog portfelja ili neke druge imovine koja stvara novčani tijek izdaje dužnički vrijednosni papir. Rezultat toga procesa je novi dug i nova likvidnost koja se može koristiti za daljnju kreditnu ekspanziju. Financijska poluga odnosno zaduženost na temelju jednog te istog kreditnog portfelja može se povećavati izdavanjem novih dužničkih vrijednosnih papira na temelju ranije izdanih vrijednosnih papira sve dok na tržištu postoje kupci koji su spremni kupovati takve strukturirane financijske proizvode.
Financijska se poluga povećava tako što kupci ovih obveznica ulaze u strukturiranje nove transakcije (transakcije „druge generacije).
Za razliku od klasičnog povećanja poluge kroz bilančno zaduživanje, povećanje poluge kroz sekuritizaciju izravno je povezano s tržišnim cijenama dužničkih financijskih instrumenata nastalih sekuritizacijom. U vremenima koja su obilježena optimizmom i apetitom za rizikom, takve je instrumente uvijek moguće prodati – za njima uvijek postoji potražnja. Međutim,

kada dođe do preokreta, svi nastoje prodati takve instrumente – svi nastoje udovoljiti narasloj potražnji za rezervama likvidnosti.

Pokazalo se da za mnoge sekuritizirane obveznice tržišna vrijednost nije fer vrijednost, jer tržište koje je u panici zbog likvidnosti nije u stanju fer vrednovati fundamentalne kreditne karakteristike financijskog instrumenta.

Sekuritizacija hipotekarnih zajmova u SAD-u omogućila je povećanje likvidnosti hipotekarnog tržišta, ali i posve razdvojila (zemljopisno, regulacijski, informacijski, mentalno) one koji financiraju američko hipotekarno tržište i preuzimaju rizike (npr. europske i kineske banke), od krajnjih dužnika u SAD-u.

Sve gore navedene činjenice o mehanizmima širenja i utjecaja sekuritizacije na razvoj financijske „subprime“ krize govore u prilog prvoj hipotezi kojom se tvrdi da daljnji razvoj sekuritizacije može doprinijeti efikasnosti financijskih struktura, ali u izvjesnim okolnostima (odsustvo dobre regulacije, znanja, zloporaba itd.) može postati uzrok krize.

5. NOVA OGRANIČENJA I NADZOR

5.1. POLITIČKE INICIJATIVE NA RAZINI EUROPSKE UNIJE

Trenutno, okvir za sekuritizaciju se određuje velikim brojem pravnih akata Europske unije. Ovo uključuje Kapitalne zahtjeve regulacije banaka[8], Solvency II Direktivu[9] za osiguravatelje i UCITS [10] i AIFMD [11] direktive za upravitelje imovine. Zakonske odredbe, osobito u otkrivanja podataka i transparentnost, također su propisani u Uredbi kreditna agencija ocjene[12] i „Prospectus Directive[13]“

Isto tako, postoje određeni segmenti koji se odnose na bonitetni tretman sekuritizacije, ali se oni još uvijek pregovaraju. Nezakonske odredbe također imaju važnu ulogu, pogotovo vezano za računovodstvene standarde.

S tržišne strane funkcioniranja, nekoliko Europskih institucija je poduzelo određene inicijative kako bi se izgradila sekuritizirana tržišta i povećalo povjerenje . Komisija u suradnji s Europskom investicijskom bankom i Europskim investicijskim fondom, koristi sekuritizaciju kao bi pomogla u financiranju malih i srednjih poduzeća.ECB je također pokrenuo vrijednosne papire s pokrićem u imovini koji ima za cilj da se dodatno poboljša prijenos monetarne politike.

Kada se radi o tržištu visoko kvalitetne sekuritizacije, Komisija je zajedno s ostalim Europskim vlastima i Središnjom bankom, potaknula razvoj koji bolje reflektira različite karakteristike sekuritizacije zajedno sa ojačanim regulatornim okruženjem EU-e. Prvi korak je identificirati instrumente temeljene na kriterijima prihvatljivosti. Drugi korak je prilagoditi zakonski okvir i dopustiti pristup koji može biti rizičan.

[8]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2013/575, LIPANJ

[9]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2009/138, STUDENI

[10]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2008/65, SRPANJ

[11]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2011/61, LIPANJ

[12]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2013/462,SVIBANJ

[13]DIREKTIVA EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA 2003/71, STUDENI

Europska unija je već poduzela korake da opskrbi različite regulatorne tretmane u dvama povjerenim dijelovima koja pokriva bonitetne zahtjeve za osiguravatelje. Ovaj novi pristup pomaže u boljem razlikovanju jednostavnih, transparentnih i standardiziranih proizvoda od kompleksnih i nerazumljivih. Ovo pomaže da sekuritizacija bude privlačnija potencijalnim investitorima, posebice onim koji nisu uključeni u bankovno poslovanje, snižavajući barijere i poboljšavajući likvidnost.

Usvajanje ovih zakona predstavlja preliminarne korake koje sada treba upotpuniti s daljnim postupcima koje se ne odnose samo na Europu, već i na međunarodne inicijative.

5.2. EUROPSKI OKVIR ZA VISOKOKVALITETNU SEKURITIZACIJU

Danas ne postoji namjera da se poništi ono što je već napravljeno za rješavanje rizika koji su vrlo složeni te za rizične sekuritizacije. Unatoč tome, fokusiranje na bolju diferencijaciju i razvoj transparentnijih, jednostavnijih i standardiziranih sekuritizacija je prirodan pothvat za izgradnju održivog Europskog tržišta sekuritizacije, podupirući jednako ulaganje u EU i upravljanje rizicima.

U nastavku je prikazana važnost dobrog funkcioniranja tržišta sekuritizacije za financijski sektor i širu ekonomiju, visoko kvalitetnu sekuritizaciju koja bi mogla biti korisna za institucionalne investitore u stvaranju odgovarajućih prijava i ispunjavanja njihovih imovina i potrebe trajanja investicija.

U tom kontekstu, službe Komisije pripremaju rad na sekuritizaciji u okviru EU s ciljem :

1. Ponovnog pokretanja tržišta na održiv način, tako da je sekuritizacija jednostavna, transparentna i standardizirana koja može učinkovito djelovati na gospodarstvo .
2. Dopuštanja učinkovitijeg i efektivnijeg transfera rizika na različite vrste institucionalnih investitora, kao i banaka.
3. Da se dozvoljava sekuritizaciji da funkcionira kao efektivan mehanizam funkcioniranja za banke, a i one koji to nisu.
4. Štiti investitore i upravlja sistemskim rizikom izbjegavajući ponovnu pojavu modela koju karakteriziraju manjkavosti(„originate to distribute“).

.

Cilj svega ovoga jest sakupiti sve informacije i stavove dioničara o trenutnom funkcioniranju Europskih tržišta sekuritizacije i kako bi se mogao poboljšati zakonski okvir Europske unije.

Još jedan način ima za cilj da Europa profitira od prodaje sekuritizacije, koja je u stanju privući širu i stabilniju bazu investitora kako bi se pomogla izdvojiti sredstva onima kojima je to najpotrebnije u gospodarstvu.

Bitno je razlikovati koncept visoko kvalitetne sekuritizacije koja je jednostavna, transparentna i standardizirana u uvjetima u kojima je stvorena, i kvalitetne kredite čija je imovina uključena. Ovo savjetovanje se uglavnom fokusira na visoko kvalitetne sekuritizacije, iako,u nekim slučajevima, kada se prilagođavaju regulatorni zahtjevi, potrebno je razlikovati kredite koji se razlikuju po kvaliteti.

Svaki okvir EU-a za sekuritizaciju neće biti bez rizika. Visoko kvalitetni okvir bi trebao opskrbiti povjerenje ulagačima i visok standard za EU, kako bi stranke mogle procijeniti rizike koji se odnose za sekuritizaciju .Svaki okvir EU-a za sekuritizaciju neće biti bez rizika. Kvalitetan okvir treba osigurati povjerenje ulagača i visoki standard u EU, kako bi stranke procijeniti rizike koji se odnose na sekuritizaciju.

6.DANAŠNJA ULOGA SEKURITIZACIJE U UPRAVLJANJU BANKAMA I PERSPEKTIVE RAZVOJA

6.1. SME SEKURITIZACIJA

Razlozi zašto bi se trebala uvesti[14]:

1) Osiguranje da se mala i srednja poduzeća mogu sama financirati što je potrebno za oporavak

Često možemo čuti da se naziva „ stup“ u europskom gospodarstvu; mala i srednja poduzeća sačinjavaju veliki udio u Europskoj proizvodnji i zaposlenosti. U prosjeku čine 99 od svake 100 tvrtke, dva na svaka tri djelatnika i 58 centi za svaki euro dodane vrijednosti poslovnog sektora (industrija, građevinarstvo, trgovina i usluge) u Europskoj Uniji. U nekim ekonomijama kao što su Italija, Portugal i Španjolska čine još veći udio u proizvodnji i u zapošljavanju. Pronalaženje novih načina za poticanje kredita za mala i srednja poduzeća itekako je bitno za podržavanje gospodarskog oporavka.

2) Od početka financijske krize mala i srednja poduzeća su suočena s kreditiranjem

Dok je recesija izazvala smanjenje potražnje za kreditima, ponuda kredita poslovnim sektorima pogotovo malim i srednjim poduzećima se znatno smanjila pogotovo u osjetljivim Europskim zonama ekonomije.

Financijski uvjeti su se popravili, jer, odražavajući snažno djelovanje politike i bolje tržišne položaje u vezi eurozone, ali mala i srednja poduzeća u tim zemljama i dalje imaju poteškoće u dobivanju kredita. Za one koji dobiju financiranje, kamatne stope su znatno veće. Nadalje, nominalne kamatne stope su ostale i dalje visoke dok inflacija opada, tako smanjujući mogućnost bržeg vraćanja duga.

3) Europska poduzeća imaju tendenciju oslanjanja na financiranje banaka, dok mala i srednja poduzeća od većih poduzeća.

Bankovni krediti predstavljaju 80% duga, dok poduzeća u SAD-u se koriste financiranjem obveznica(što čini 75% duga).

Također, uspoređujući se sa SAD-om, Europska poduzeća imaju malo kapitala, što znači veću moć gdje je omjer prosječnog duga i kapitala u eurozoni blizu 70%, dok je to kod SAD-a 60%.

[14]https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1507.pdf

Veliki udio malih poduzeća uglavnom nemaju dug, ali kada posuđuju više se oslanjaju na bankovno financiranje. Samo najveće tvrtke imaju sposobnost direktnom pristupanju tržištu kapitala.

6.2. RAZVIJANJE TRŽIŠNE INFRASTRUKTURE

Danas imamo sve predispozicije za daljnji razvoj tržišne infrastrukture sekuritizacije općenito te posebno visokokvalitetnu sekuritizaciju.

Investitori koji ne žele, kao što je to obično slučaj, održati sekuritizacije do dospijeća moraju biti u stanju likvidirati svoje investicije.

Ovo je posebno važno ako novac tržišnih fondova postanu potencijalni investitori. Za sredstva ove vrste, utrživosti je apsolutni preduvjet za poduzimanje ove vrste ulaganja. Sposobnost da se likvidira instrument također igra važnu ulogu u kontekstu delegiranog akta LCR. Ako se sekuritizacije može trgovati na burzi, to će privući širi spektar investitora. Ovo bi moglo imati važnu ulogu u promociji tržišta sekuritizacije.

Ako je potrebno promicati sekundarno tržište za sekuritizaciju instrumenata, bilo kako bilo, trebalo bi seosigurati da su kapitalni zahtjevi za visoku kvalitetu sekuritizacije nisu povećavani. Bazelski odbor za nadzor banaka planira značajan porast kapitalnih troškova za knjigu. Kapitalni zahtjevi za pozicije sekuritizacije u knjizi trgovanja će bitno premašiti one za pozicije u knjizi banke. Ako se ti prijedlozi provedu u europskom pravu, oni će nastojati promovirati tržište sekuritizacije.

ZAKLJUČAK

Danas, sekurituzacija ima značajan utjecaj na svjetski financijski sustav. Rezultat je pojava na financijskom tržištu poput deregulacije, globalizacije, internacionalizacije i drugih trendova u financijskom sustavu.Sekuritizacija predstavlja proces emitiranja dužničkih vrijednosnih papira temeljem nekih potraživanja. Uključuje potraživanje ili drugu vrstu financijske imovine koja se tijekom vremena pretvara u novac. U vrijeme krize predstavljalo je savršeno sredstvo: prodavanjem vrijednosnih papira i derivata temeljenih na drugorazrednim kreditima, bankama je pristizalo likvidnih sredstava koje su one dalje iskorištavale za kreditiranje novih zajmoprimaca. S druge strane, sekuritizacijom se rizik raspršuje, točnije rizik se prenosi sa institucije koja je odobrila kredit na investitore putem različitih financijskih mehanizama (grupiraju se različite skupine potraživanja s obzirom na njihov stupanj rizika te se plasiraju na tržište u obliku vrijednosnica, obveznica, financijskih derivata, *hedge* fondova,...). Očekivani je profit bio visok, što je naposljetku rezultiralo da su investitori i institucionalni štediše iz cijelog svijeta ulagali u plasirane proizvode.

Sekuritizacija je veoma atraktivna iz razloga što omogućuje korištenje financijske poluge, odnosno načela prema kojem se isplati koristiti dugom u financiranju poslovanja, ako je profitabilnost veća od kamatne stope na dugove. Na taj način ulagači dobivaju dugoročniji položaj, prilikom čega je njihov očekivani profit viši, ali svakako i rizičniji.

Negativnu stranu sekuritizacije predstavlja činjenica da se na takav način oslabljuje motivacija financijskih posrednika da nadziru ponašanje prvotnog zajmoprimca. Logično, investitorima je u interesu da rizik u koji se upuštaju bude što je moguće objektivnije procijenjen. Iz tog razloga postoje rejting agencija, koje procjenjuju i ocjenjuju rizičnost ulaganja

Najveće sekuritizacijsko tržište je SAD, gdje su se dogodile prve značajnije operacije sekuritizacije 70-ih godina prošlog stoljeća, dok je sekuritizacija u Europi manje popularna zbog viška jeftinog kapitala, nedorečenosti u pravnom sustavu, nestandardiziranosti kredita i sl.

Svjetska financijska kriza 2007. godine protresla je svjetski financijski sustav i cjelokupnu ekonomiju. Uzroci krize mogu se pripisati trendovima promjena u financijskom sektoru i ekonomskoj politici u zadnjih tridesetak godina koji su ostavili prostora za zlouporabu i manipulaciju. Ipak, brzo širenje krize je omogućeno razvojem strukturiranih financijskih proizvoda, među kojima se ističe sekuritizacija, koji omogućavaju lakši prijenos rizika.

Hipoteza koja tvrdi da daljnji razvoj sekuritizacije može doprinijeti efikasnosti financijskih struktura, ali u izvjesnim okolnostima (odsustvo dobre regulacije, znanja, zloporaba itd.) može postati uzrok krize. Što se tiče Hrvatske, naš je sustav bankocentričan, a promjene u njemu jednostavno se prenose na druge financijske ustanove ili na ukupan financijski sustav.

Zbog brojnih reformi u hrvatskom financijskom sustavu (npr. mirovinska reforma, reforma osiguranja, reforma tržišta kapitala), relativno razvijeno primarno tržište dugoročnog financiranja, skori početak rada HROK (nacionalnog kreditnog registra) i zbog relativno stabilnih makroekonomskih uvjeta koje Hrvatska bilježi u posljednjih nekoliko godina, razvitak takvih modela dugoročnog financiranja procjenjuje se kao mogući i koristan za sve zainteresirane strane.

Uspostava modela dugoročnog financiranja koji sredstva prikupljaju posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj, mogla bi pridonijeti rješenju problema dugoročnog financiranja u Hrvatskoj, tj. osigurati kvalitetan izvor dugoročnih sredstava, pridonijeti razvitku konkurencije na primarnome tržištu dugoročnih kredita, spriječiti koncentracije dugoročnog financiranja po institucijama i proizvodima, povećati efikasnost dugoročnog financiranja smanjenjem kamata, omogućiti financiranje na duže rokove, omogućiti likvidnost dugoročnih kredita (razvitak sekundarnog tržišta), ponudu kvalitetnih dugoročnih vrijednosnih papira s fiksnim prihodima na hrvatskome tržištu kapitala, pridonijeti otklanjanju aprecijacijskih pritisaka na domaću i pridonijeti uspostavi hrvatskoga monetarnoga suvereniteta prihvaćanjem domaće valute kao platežnog sredstva i dr.

U svakom slučaju, razborito upravljanje modelima dugoročnoga financiranja posredstvom tržišta kapitala izazov je s kojim će se Hrvatska u veoma skoroj budućnosti morati nositi.

Model bi bilo preporučljivo razvijati prema europskim i svjetskim standardima, što bi omogućilo uspostavu suradnje sa svjetskim i regionalnim tržištima kapitala, čime bi se u budućnosti uklonio mogući problem nedostatnog obujma i likvidnosti tržišta.

LITERATURA

Knjige :

1. Rose S. Peter: Menadžment komercijalnih banaka,

Izvori s interneta:

2. 1.Aiyar, Shekhar, Bergljot Barkbu, and Andreas A. Jobst. 2014. "Seminar on SME Financing: Europe Needs to Revitalize Finance for Small and Medium Enterprises." IMF Survey Magazine
3. 2.European Mortgage Federation, 2003. Mortgage Bonds and Mortgage-Backed Securities in Europe
4. Whalen R. Christopher: The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences, Indiana State University, 2008
5. www.hub.hr/hr/sekuritizacija-i-efikasnost-monetarne-politike
6. www.arhivanalitika.hr/sadrzaj.php?gs=4&p=1
7. BF-response-to-Commission-consultation-on-Securitisation
8. www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1507annexII.pdf
9. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13255.pdf
10. www.bbva.com/en/news/economy/markets-money/promote-credit-securitization
11. www.amfe.eu

SAŽETAK

Kao i većina oblika financijskih imovina, i sekuritizacija ima svoje troškove i koristi koji su povezani s novčanim tokovima. S konceptualne prespektive, učinkovito tržište sekuritizacije može biti podržano od financijskog sustava i šire ekonomije na više načina kao što su smanjenje troškova financiranja i poboljšavanje uloženog kapitala financijskog sustava i koristi koji se mogu prenijeti na dužnika. Ovo može pomoći izdavateljima i investitorima da diversificiraju rizik i pretvarajući nelikvidnu imovinu u utržive vrijednosne papire – što potiče kreditni tok koji je veoma važan za neke Europske zemlje.

Bilo kako bilo, ovi čimbenike se mora usporediti s potencijalnom troškovima, što uključuje rizik da sekuritizacije dovede do prekomjernog kreditnog rasta i izvan formalnog bankarskog sustava; složenosti određenih proizvoda koji mogu dovesti do pitanja cijena; i veliko oslanjanje industrije na kreditni rejting.

Ako se govori o Hrvatskoj, uspostava modela dugoročnog financiranja koji sredstva prikupljaju posredstvom tržišta kapitala mogla bi pridonijeti rješenju problema dugoročnog financiranja, tj. osigurati kvalitetan izvor dugoročnih sredstava, pridonijeti razvitku konkurencije na primarnome tržištu dugoročnih kredita, spriječiti koncentracije dugoročnog financiranja po institucijama i proizvodima, povećati efikasnost dugoročnog financiranja smanjenjem kamata, omogućiti financiranje na duže rokove, omogućiti likvidnost dugoročnih kredita (razvitak sekundarnog tržišta), ponudu kvalitetnih dugoročnih vrijednosnih papira s fiksnim prihodoma na hrvatskome tržištu kapitala, itd.

Tri ključne riječi: sekuritizacija, financijski sustav, dugoročno financiranje

SUMMARY

Like most forms of financial innovation, there are cost and benefits associated with the securitization of cash flows. From a conceptual perspective, a sound and efficient market for securitization can be supportive of the financial system and broader economy in various ways such as lowering funding costs and improving the capital utilization of financial institutions—benefits which may be passed onto borrowers.This helps issuers and investors diversify risk; and transforming pools of illiquid assets into tradable securities, whick stimulates the flow of credit—an issue of particular relevance for some European countries.

However, these features need to be weighed against the potential costs, including the risk that securitization contributes to excessive credit growth in and outside of the formal banking system; the complexity of certain products which make efficient pricing problematic; and the heavy reliance of the industry on credit ratings.

If we talk about Croatia, establishment of a model of long term financing that funds collected throught the capital market, this would contribute solving the problem of long term financing. In the fact, it can provide a good source of long-term funds, contribute to the development of competition in the market of long term loans, it can also prevent concentration of long-term financing by institutions and products, increase effectiveness of long-term financing by reducing the interest rate, to provide the

financing for longer periods, provide liquidity long-term loans (development of a secondary market), offer high-quality long-term securities with fixed arrival in the Croatian capital market,etc.

Three key words: securitization, financial system, long-term financing