

# Sekuritizacijske strukture u financijskom sustavu

---

Ćorić, Josip

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:983146>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-25**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Diplomski sveučilišni studij Poslova ekonomija, smjer Financije**

**SEKURITIZACIJSKE STRUKTURE U FINANCIJSKOM  
SUSTAVU**

**Diplomski rad**

**Josip Ćorić**

**Zagreb, kolovoz 2019**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija, smjer Financije**

**SEKURITIZACIJSKE STRUKTURE U FINANCIJSKOM  
SUSTAVU**

**SECURITIZATION STRUCTURES IN THE FINANCIAL  
SYSTEM**

**Diplomski rad**

**Student: Josip Ćorić, 0055467347**

**Mentor: Prof. dr. sc. Anita Pavković**

**Zagreb, kolovoz 2019.**

---

Ime i prezime studenta/ice

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je \_\_\_\_\_

(vrsta rada)

isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:

U Zagrebu, \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
(potpis)

## SAŽETAK

Cilj ovog rada je analizirati različite oblike sekuritizacijskih struktura u financijskom sustavu, razloge njihova korištenja te rizike koji dolaze s tim. Analiza je provedena korištenjem sekundarnih izvora.

Rad započinje teorijskim okvirom sekuritizacijskog procesa te razvijanju sekuritizacijskih vrijednosnica kroz vrijeme. Nakon toga u drugom dijelu rad se bazira na različitim oblicima sekuritizacijskih vrijednosnica, motivima originatora i investitora, te rizicima svojstvenima takvom tipu vrijednosnica. Iza toga slijedi obrada računovodstvenog tretmana sekuritiziranih stavki, porezni status strukturnih vrijednosnica te za kraj poglavlja, uloga sekuritizacijskih subjekata posebne namjene. Predmet četvrtog poglavlja je analiza utjecaja sekuritizacije na gospodarstvo gdje će se na kratko proći kroz strukturu tržišta sekuritizacije kako bi se dobila slika trenutnog stanja, zatim će se analizirati utjecaj sekuritizacije na krizu drugorazrednih kredita koja je svoj epicentar imala u SAD-u, te analiza utjecaja na gospodarstvo unutar Europske Unije. Nakon analize najsvremenijih gospodarstava proučavat će se mogućnosti primjene sekuritizacije u Republici Hrvatskoj.

Analiza je pokazala da je sekuritizacija alat koji može imati veoma pozitivne učinke na ekonomiju a posebno na povećanje kapaciteta, stabilnosti i profitabilnosti financijskih institucija, što daljnjim korištenjem vrijednosnica na sekundarnom tržištu omogućuje produbljivanje financijskog sustava. Bankama se otvara mogućnost dodatnih plasmana u sektore kojima je financiranje od velike važnosti. Nadalje, omogućuje se financijskim institucijama da očiste bilance koje su pretrpane neprihodujućom imovinom. S druge strane, sekuritizacijski alat također može imati katastrofalne učinke koji su viđeni tijekom krize drugorazrednih kredita. Financijski sustav Sjedinjenih Američkih Država predvodi u inovativnosti, rastu i korištenju sekuritizacijskih struktura. Članice Europske Unije različito su razvijale sekuritizacijska tržišta, te se između članica može primijetiti korištenje različitih oblika koji odgovaraju razvijenim sektorima unutar tih članica. Financijski sustav Republike Hrvatske još nije dostigao potrebnu razinu za korištenje ovog oblika financiranja, što brojke i pokazuju.

Ključne riječi: sekuritizacija, financijski sustav, inovacije, strukturne financije

## **SUMMARY**

The goal of this paper is to analyze various forms of securitization structures in the financial system, causes of their use and the risks that they produce. Analysis is conducted using secondary sources.

The paper begins with the theoretical point of the securitization process and with the development of structured securities through time. After that, in the second part the paper is based on different forms of securitized structures, motives of originators and of investors, and on the typical risks that come with owning and originating these kinds of securities. After that is concluded, the accounting treatment, tax treatment and the role of the special purpose vehicle will be discussed. Through the fourth chapter the point will be on the analysis of the of the securitization impact on the economy, where there will be a brief walkthrough through the structure of the securitization market so that the picture of the current state can be shown, next there will be an analysis of the impact on the subprime mortgage crisis which had its epicenter in the US. Then the impact of securitization on the economy of the European Union will be discussed. After the analysis of the sovereign economies the paper will shift its center point to the economy of the Republic of Croatia and the potential use of securitization.

The analysis has shown that the securitization is a tool that can have positive effects on the economy and especially on the growth of capacity, stability and profitability of financial institutions, and with the further use of these securities in the secondary market even financial system deepening can be achieved. Banks can use the freed capital to direct the flow of money to the sectors that need funding the most. If the tool of securitization is in the wrong hands there can be catastrophic impacts which could be seen in the subprime mortgage crisis. The financial system of the United States of America leads in the innovation, growth and use of securitization structures. The members of the European Union have developed different sectors of the securitization market so that the difference could be matched with the member state economy. The Croatian financial system has not yet reached the required level of development to be able to use this kind of financing.

Key words: securitization, financial system, innovation, structured finance

## Sadržaj

1. UVOD.....	4
1.1 Predmet i cilj rada .....	4
1.2 Izvori podataka i metode prikupljanja.....	4
1.3 Sadržaj i struktura rada.....	4
2. Teorijski okvir sekuritizacije kao financijske inovacije .....	5
2.1. Terminološka razgraničenja u sekuritizacijskom postupku .....	5
2.2. Proces sekuritizacije i vrste .....	8
2.2.1. Proces sekuritizacije .....	8
2.2.2. Vrste sekuritizacije .....	10
2.3. Razvoj sekuritizacijskih tehnika i primjena .....	15
3. Razlozi motivi i učinci sekuritizacije.....	18
3.1. Oblici i motivi sekuritizacije .....	18
3.2. Rizici u procesu sekuritizacije.....	20
3.3. Računovodstveni tretman sekuritiziranih stavki .....	26
3.4. Porezni status sekuritiziranih stavki.....	31
3.5. Uloga sekuritizacijskih subjekata posebne namjene .....	37
4. Analiza utjecaja sekuritizacije na gospodarstvo .....	41
4.1 Tržište sekuritizacije i struktura .....	41
4.2. Analiza utjecaja sekuritizacije na krizu drugorazrednih kredita .....	45
4.3. Analiza utjecaja sekuritizacije na gospodarstvo unutar Europske Unije .....	49
4.4. Mogućnosti primjene sekuritizacije u Republici Hrvatskoj.....	53
5. Zaključak.....	58
Literatura.....	59

## **1. UVOD**

### **1.1 Predmet i cilj rada**

Cilj ovog rada je proučiti i analizirati različite oblike sekuritizacijskih vrijednosnice, te moguće učinke na gospodarstvo. Analizirani su subjekti sekuritizacije, proces te razvijanje sekuritizacijskih struktura od 1970-ih pa na dalje, gdje se može uočiti kako su strukture sve kompleksnije i manje transparentne. Proučeni su motivi subjekata unutar procesa, kakav sve računovodstveni tretman i porezni status mogu imati vrijednosnice. Prikazana su tržišta strukturalnih proizvoda te njihovo korištenje u različitim gospodarstvima. Istraživanje u radu je iz razloga da doprinese boljem razumijevanju sekuritizacijskih struktura.

### **1.2 Izvori podataka i metode prikupljanja**

U izradi diplomskog rada korišteni su sekundarni izvori podataka o sekuritizacijskim strukturama i o tržištu strukturalnih proizvoda. Korišteni izvori su: doktorske disertacije, uglavnom stručni udžbenici, inozemni stručni znanstveni članci te publikacije međunarodnih institucija i korporacija. Metode korištene u radu su metoda: analize, sinteze, deskripcije i komparacije

### **1.3 Sadržaj i struktura rada**

Rad je podijeljen u pet poglavlja. Prvo poglavlje je uvod u kojem se definiraju predmet, cilj, svrha, izvori podataka i metode izrade diplomskog rada. Nakon uvoda, u drugom dijelu dan je opis procesa sekuritizacije te subjekata koji sudjeluju u njemu, zatim slijedi opis povijesnog razvitka sekuritizacijskih vrijednosnica. U trećem poglavlju analiziraju se oblici, motivi i rizici sekuritizacije te njihov računovodstveni i porezni tretman. Nakon toga proučava se uloga sekuritizacijskog subjekta posebne namjene. Četvrto poglavlje obuhvaća analizu sekuritizacijskog tržišta, ulogu u krizi drugorazrednih kredita, proučavanje sekuritizacije unutar odabranih zemalja Europske Unije te moguće korištenje u Republici Hrvatskoj. U petom poglavlju dan je zaključak rada.



## 2. Teorijski okvir sekuritizacije kao financijske inovacije

### 2.1. Terminološka razgraničenja u sekuritizacijskom postupku

Sekuritizacija sama po sebi je alat, instrument ili tehnika. Kao takva je bez vrijednosti, ali je i netransparentna i previše kompleksne strukture da korištenje od strane nekih tržišnih sudionika može imati negativne posljedice za izdavače i za investitore. Stvaraju se i negativne posljedice tako da bilo što povezano sa strukturnim financijskim proizvodima biva odbačeno ili označeno kao „toksično“. U svakom slučaju instrument nije toksičan niti je ishodišna imovina „toksični otpad“.<sup>1</sup>

Sekuritizacija u najširem smislu označava porast financiranja primjenom vrijednosnica kao financijskih instrumenata. Za istu se pojavu ponekad upotrebljava i izraz „disintermedijacija“, ali se ovi izrazi tek uvjetno mogu smatrati sinonimima, naime, sekuritizacija je širi pojam i obuhvaća sudjelovanje financijskih intermedijara koji u pasivi i u aktivu imaju sve više vrijednosnica.<sup>2</sup> Sekuritizacija konvertira nelikvidne kredite ili drugu imovinu koja se ne može jednostavno prodati trećoj strani, u likvidne, utržive vrijednosnice. Omogućava kretanje investicija s manje efikasnih dužničkih tržišta na efikasnija kapitalna tržišta rezultirajući nižim troškovima i višim prinosima.<sup>3</sup> Sekuritizacija je pretvaranje neprenosivih i nelikvidnih oblika imovine u prenosive i likvidne oblike.

Postupak sekuritizacije u svojoj jezgri zvuči kao jednostavna financijska inovacija, ali detaljnim analiziranjem svakog koraka zaključak je da se ovdje radi o svemu ali ne o jednostavnom procesu. Fleksibilnost i širina primjene sekuritizacije dvije su od mnogih pozitivnih karakteristika koje su zaslužne za vrtoglav porast korištenja. Da bi razumjeli proces sekuritizacije, u ovom dijelu biti će opisani različiti subjekti koji imaju esencijalne uloge u odvijanju postupka sekuritizacije. Prvi subjekt koji pokreće cijeli slijed događaja je kreditor ili osnivač (komercijalne banke, hipotekarne banke ili druge financijske institucije) koji ujedno

---

<sup>1</sup> Kraemer E. H. (2017), SME securitization in Europe, Luxemburg, European Investment Fund, str. 1.

<sup>2</sup> Leko V. (2005), Sekuritizacijske tehnike, novi izvori financiranja i prilagodba rizika, Zagreb, Hrvatska, Ekonomski Fakultet Zagreb, str. 1-1.

<sup>3</sup> Pavković A. (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, Zagreb, Hrvatska, Ekonomski Fakultet Zagreb, str. 11.

često bude i serviser. Kreditor je organizacija koja je odobrila određena sredstva svojim klijentima. Ako je kreditor ujedno i serviser, što je i najčešći slučaj onda nakon što su instrumenti sekuritizirani vlasnik instrumenata nastavlja sa servisom izdvojene imovine.

Aktivnosti koje serviser obavlja su: prikupljanje mjesečnih obroka otplate, slanje opomena po kašnjenju s otplatom, praćenje stanja preostale glavnice i kamata, pružanje poreznih informacija dužnicima. Ostale pristojbe su naplaćene od strane jamca za garanciju izdanja.<sup>4</sup>

Sekuritizacijski subjekti posebne namjene su odvojena pravna tijela od kreditora te se na njih prenosi imovina koja će biti predmetom sekuritizacije. Nadalje, subjekti posebne namjene štite ulagače od bankrota osnivača čineći investiranje u ovakve oblike financijske imovine sigurnijim (engl. bankruptcy-remote entity). Međutim nedavna događanja upućuju na to da ovakvi dogovori mogu upasti u ozbiljne probleme ako veliki broj osnovnih kredita postane loš.<sup>5</sup> Postoje i oblici sekuritizacije kod kojih se instrumenti ne izdvajaju u subjekte posebne namjene već ostaju u bilancama financijskih institucija, radi se o bilančnom financiranju te će o tome biti riječ u dijelu gdje se raspravlja o vrstama sekuritizacije.

Instrumentima je dodijeljen određeni investicijski ili špekulativni rang od strane rejting agencija (najčešće spominjanje i najutjecajnije su Standard & Poor's, Moody's i Fitch) koje provode detaljne analize i imaju uvide u kvalitetu imovine koja biva sekuritizirana. Moguće je da se rejting aktive razlikuje od rejtinga sekuritizirane aktive. Do toga dolazi prilikom internog ili eksternog poboljšanja od strane osnivača ili vanjskih partnera. Poboljšanja se još dijele na kreditna i likvidnosna, a o njima će detaljnije biti riječ u idućim poglavljima. Često i same agencije daju naputke o tome kako bi se mogao poboljšati kreditni rejting te preko toga ostvariti pogodniji i cjelovitiji plasman.

Investicijska banka može biti i supotpisnik (engl. underwriter) transakcije. U ovom svojstvu investicijska banka naplaćuje proviziju od specijalnog pravnog subjekta koja se koristi za pokrivanje troškova izvora.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Fabozzi J. F. (2015), Introduction to Asset - Backed Securities, Equity and Fixed Income, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, SAD str. 401-473.

<sup>5</sup> Rose P. S. i Hudgins S. C. (2010), Upravljanje bankama i financijske usluge, 8. izdanje, New York, New York, SAD, str. 286-295.

<sup>6</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustavasta 31.

Investitori plasmanima na tržištu kapitala uz prihvaćanje rizika koji nosi sekuritizirana imovina zaokružuju ovaj proces. Zbog svoje kompleksnosti i nemogućnosti adekvatnog praćenja rizika ovakav oblik ulaganja može biti neprikladan svim oblicima investitora, dok s druge strane iz perspektive diverzifikacije, vremena dospijeca ili preferencija može odgovarati sve zahtjevnijim investitorima.

Tablica 1. Pojednostavljen prikaz subjekata i njihovih funkcija u procesu sekuritizacije

<b>Subjekt</b>	<b>Funkcija</b>
Kreditor/osnivač	Stvaranje kredita i transfer imovine sekuritizacijskom subjektu posebne namjene
Dužnici	Otplaćivanje dugova po dospijeću
Sekuritizacijski subjekt posebne namjene	Odvajanje imovine koja će biti sekuritizirana, zaštita investitora od bankrota osnivača
Serviser	Prikupljanje novčanih tokova od ishodišnih instrumenata
Povjerenik	Prosljeđivanje sredstava krajnjim investitorima i investiranje viška novčanih tokova.
Rejting agencija	Dodjela kreditnog rejtinga sekuritiziranim instrumentima
Supotpisnik	Plasman instrumenata na tržište, prikupljanje potrebne dokumentacije, održavanje sekundarnog tržišta...
Investitor	Drže vrijednosne papire, trguju vrijednosnim papirima...

Izvor: Autor prema: Rose P. S. i Hudgins S. C. (2010) Upravljanje bankama i financijske usluge, 8. izdanje, New York, str. 286-295

## 2.2. Proces sekuritizacije i vrste

### 2.2.1. Proces sekuritizacije

Kreditor koji želi izdanje sekuritiziranih instrumenata ili program sekuritizacije mora definirati ciljeve i uvjete pod kojima će se transakcija izvršavati. Da bi transakcija zaživjela, financijski analitičari moraju imati pregled originalnih potraživanja, servisiranje te procesa izvještavanja kao i informacije o prošlom poslovanju imovine koja će se sekuritizirati.<sup>7</sup> Subjekti koji čine jezgru sekuritizacije su već nabrojani u prethodnom poglavlju. Kreditor/ osnivač (kreditna institucija) započinje ovaj proces tako da identificira i grupira financijske instrumente (npr. potraživanja po stambenim kreditima) u pakete. Osim privatnih organizacija, veliku ulogu imaju i poduzeća sa državnim potporom (engl. GSE – government sponsored enterprises, primjeri iz SAD-a: GNMA – Nacionalno vladino udruženje za hipoteke, FNMA – Federalno nacionalno udruženje za hipoteke, FHLMC – Federalna korporacija za hipoteke za stambene kredite) koja su omogućila brz razvoj ovog tržišta i kroz državne garancije pridobila povjerenje ulagača. Najčešća potraživanja koja su sekuritizirana su potraživanja po stambenim kreditima, auto – kreditima i kreditima po kreditnim karticama.

U idućem koraku se osniva sekuritizacijski subjekt posebne namjene (SSPN) na koji se transferiraju potraživanja i koji na toj osnovi izdaje prenosive financijske instrumente (vrijednosne papire). SSPN je odvojeno pravno tijelo od kreditne institucije koja je izvorno odobrila financijska sredstva dužnicima i ne može podlegnuti bankrotu. SSPN surađuje sa supotpisnicima izdanja (investicijske banke), rejting agencijama, te ako se želi ostvariti neka određena cijena ili rejting vrijednosnih papira dodatno se ugovaraju poboljšanja u obliku akreditiva kao smanjenja kreditnog rizika ili pak dodatna podrška izvora gotovine kako bi se osigurala likvidnost i pravovremenost novčanog tijeka prema investitorima u obliku glavnice i kamata.

Prilikom dodjele kreditnog rejtinga, najviše se analize usmjerava na sposobnost sekuritiziranih instrumenata da otplate potraživanja, drugim riječima na izvršenje dugova po dospelju. Tijekom ovog dijela unutar procesa sekuritizacije dolazi do konflikta interesa između investicijskih

---

<sup>7</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustavasta 281.

banaka kao potpisnika izdanja i specijaliziranih agencija za kreditni rejting kao ocjenjivača tih istih transakcija. S jedne strane, investicijske banke pa i njihovi klijenti bi profitirali boljim rejtingom a sa druge strane ocjenjivanje sekuritiziranih instrumenata čini veliki dio prihoda rejting agencija.

Nekoliko je faktora koji su doprinijeli univerzalnoj upotrebi kreditnih rejtinga na tržištu dužničkih vrijednosnica. Ti faktori su:<sup>8</sup>

1. Nepristrana procjena kreditnog rizika
2. Lakša usporedba kod različitih izdavatelja
3. Regulatorno i zakonsko oslanjanje na rejtinge
4. Izdavatelj plaća za dodjelu rejtinga (engl. Issuer pay model)
5. Ogroman rast tržišta dužničkih vrijednosnica
6. Razvoj i ekspanzija indeksa obveznica i upravljanja obvezničkim portfeljima

Rejtinzi koji su dodijeljeni ne prikazuju savršeno stanje već su uvijek pod utjecajem svojstvenih rizika. Naime, kreditni rejtinzi mogu biti vrlo dinamični (što se moglo primijetiti tijekom krize drugorazrednih kredita), rejtinzi nisu uvijek točni, rizik događaja je teško predvidjeti te rejtinzi kasne za tržišnim vrednovanjem.<sup>9</sup>

Nakon dodijeljenog kreditnog rejtinga od strane priznatih agencija, investicijska banka s obzirom na tip sklopljenog ugovora o plasmanu vrijednosnica na tržište, obavlja transakciju. Naime, investicijska banka kao pokrovitelj može plasirati financijske instrumente tako da otkupi potpuno izdanje od subjekta posebne namjene (engl. underwritten offering) te se tako obvezuje potpunom plasmanu. Drugi oblik plasmana je „best efforts“ metoda, u kojoj pokrovitelj ulaže sve napore da proda što je više instrumenata no ako dođe do nepotpunog plasmana dio neprodanih vrijednosnica vraća izdavatelju. Nakon zatvaranja transakcije investicijska banka također može pružati svoje usluge primjerice kod restrukturiranja portfelja ili potrebe prikupljanja dodatne dokumentacije. Investicijske banke također pomažu u oživljavanju sekundarnog tržišta sekuritiziranih instrumenata. Pružaju usluge analize portfelja na osnovi tekućih sadašnjih

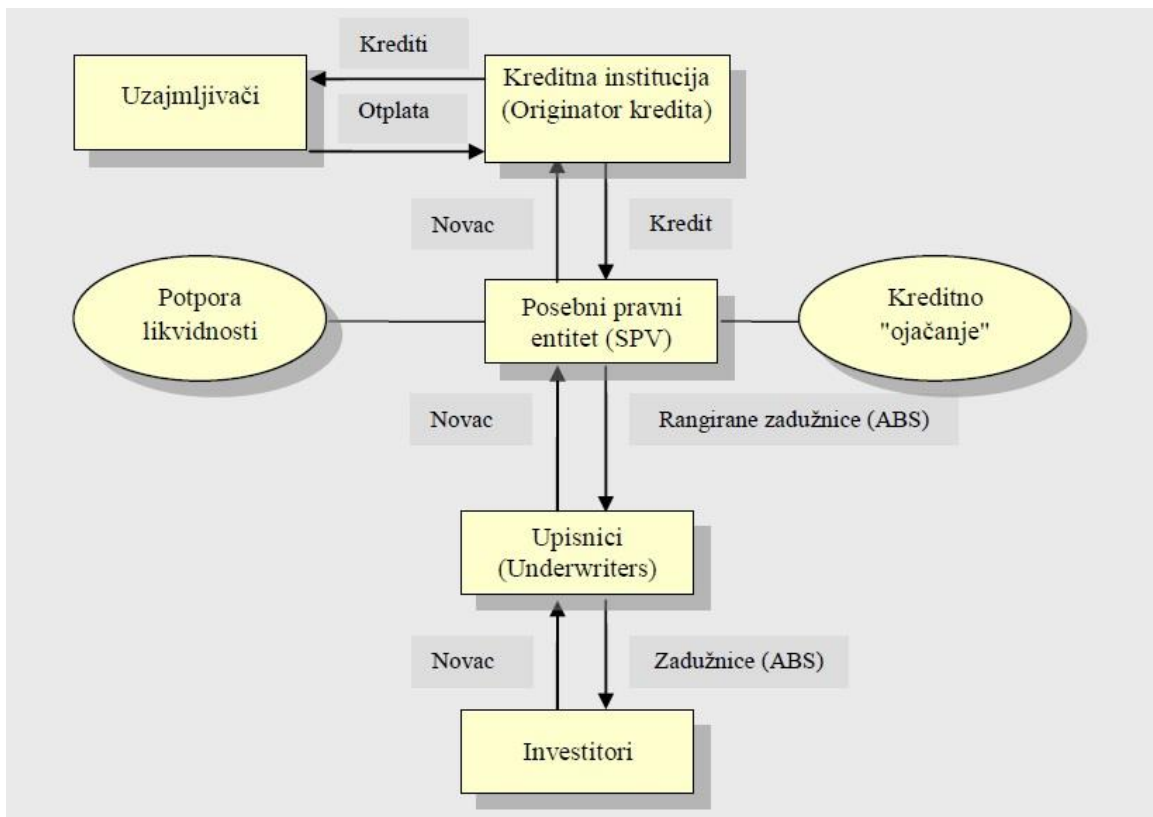
---

<sup>8</sup> Gootkind C. L. (2015), Fundamentals of Credit Analysis U: Equity and Fixed Income, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, SAD str. 595-666.

<sup>9</sup> Ibid., str. 595-666.

vrijednosti za vrijednosnice koje su već prodane investitorima. Također uvode inovacije na financijskim tržištima kroz izdavanje i servisiranje sekuritiziranih instrumenata.

Slika 1. Standardni postupak sekuritizacije aktive



Izvor: Pavković A. (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, prema Leko V., Božina L., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Advreta, Zagreb, str. 123.

## 2.2.2. Vrste sekuritizacije

Postoje različite vrste sekuritizacije s obzirom na vrsta imovine koja se sekuritizira. Tako se glavne skupine mogu podijeliti na vrijednosne papire osigurane hipotekarnim kreditima (engl. MBS - mortgage backed securities), kolateralizirane dužničke obveze (engl. CDO – collateralized debt obligation) i vrijednosne papire na osnovi ostale imovine (engl. ABS – asset backed securities). Dodatno svaka od stavki se može podijeliti na određene tipove, a svima je zajedničko da moraju imati predvidivi novčani tok kako bi sekuritizacija mogla biti provediva.

Radi boljeg razumijevanja vrijednosnica na bazi hipotekarnih kredita, predmet analize biti će i sami hipotekarni kredit. Naime, razlikuju se po karakteristikama kao što su vrijeme trajanja, kamatnim stopama, pravima kreditora u ovrhama, pravima prijevremene otplate te po planovima amortizacije. Klasifikacija kredita po vremenu otplate je dugoročna, s najkraćim prosječnim vremenom otplate od 15 godina pa do 20, 30, 40, 50, a ponekad i više godina. Kamatne stope na hipotekarne kredite mogu biti fiksne za cijelo vrijeme trajanja otplate kredita, varijabilne koje se mijenjaju sukladno tržišnim kretanjima (mogu biti vezane za određene referentne kamatne stope: LIBOR, EURIBOR, stope na trezorske zapise...). Također postoje oblici kredita koji u početku imaju fiksne kamatne stope koje se nakon ugovorenog razdoblja podešavaju na nove fiksne ili varijabilne kamatne stope (hibridni krediti). Konvertibilne kamatne stope daju dužniku pravo zahtijeva za promjenom kamatnih stopa s jednog oblika na drugi (fiksne na varijabilne ili varijabilne na fiksne). Kada nastupe neki nepovoljni događaji na strani dužnika koji za rezultat imaju nemogućnost otplate anuiteta po dospijeću kreditori mogu imati pravo naplate samo u visini kolaterala ili pak iznad visine kolaterala ako to nije dostatno za podmirenje ukupnih obveza. Prava naplate ovise o zakonima unutar država. Radi zaštite od nemogućnosti cjelokupne naplate banke imaju praksu prekolateraliziranje prilikom odobrenja kredita te samim time adekvatnije izbjegavaju rizik pada cijene kolaterala. Također krediti se mogu razlikovati po tome da li dužnici imaju pravo na prijevremenu otplatu glavnice sa ili bez penala. Posljednja fundamentalna razlika je u amortizaciji glavnice i kamata. Najčešće zastupljeni su potpuno amortizirajući kod kojih je svaki anuitet otplata kamate i glavnice tako da naposljetku glavnica bude u potpunosti otplaćena, te djelomično amortizirajući kod kojih se glavnica samo djelomično otplaćuje ostavljajući na kraju veći iznos za jednokratno plaćanje (engl. balloon payment).

MBS vrijednosnice nazivaju se vrijednosnice koje su sastavljene od paketa hipotekarnih kredita. Kolateral je nekretnina za koju je dužnik dobio sredstva od originatora kredita, te se on može naplatiti iz vrijednosti nekretnine iako se dogodi da dužnik ne bude u mogućnosti izvršavati ugovorene obveze. Ti krediti mogu biti rezidencijalni (engl - RMBS – Residential mortgage backed securities) ili komercijalni (engl. CMBS – commercial mortgage backed securities). Ove vrste vrijednosnica mogu također biti izdane od strane poduzeća sa državnom potporom (engl. agency), ili od strane privatnih organizacija (engl. non – agency).

Dodatno MBS vrijednosnice mogu biti karakterizirane kao “pass-through” ili “pay-through” vrijednosnice. Vrijednosnice s pass-through modelom označavaju udjele (participacijske certifikate) unutar portfelja potraživanja. Novčani tok vrijednosnica ovisi o otplati ishodišnih plasmana (hipotekarnih kredita), najčešće je to na mjesečnoj bazi. Provizija u obliku servisiranja kredita umanjuje prihode po vrijednosnicama. “Pay-through” vrijednosnica je vrsta dužničke vrijednosnice koja omogućava kreiranje višestrukih klasa ili tranši s različitim rokovima dospijea. Sposobnost kreiranja takve strukture osnovna je prednost “pay-through” nad “pass-through” vrijednosnicama.<sup>10</sup> Različite tranše nose različite prinose a samim time i različiti rizik što omogućuje investitorima modeliranje izloženosti određenim rizicima i prilagođavanje željenom investicijskom horizontu.

CDO vrijednosnice mogu sadržavati skup korporativnih obveznica koje nose visoke prinose, dionice, komercijalne hipoteke ili druge financijske instrumente koje su priložila poduzeća zainteresirana za jačanje svojih bilanci i prikupljanje novih sredstava. Zapisi (potraživanja) različitih stupnjeva prodaju se ulagačima koji su zainteresirani za ostvarivanje prihoda od udruženih (engl. pooled) sredstava. Prodana potraživanja podijeljena su na tranše slične onima kreiranim za sekuritizaciju stambenih hipoteka, i to od najrizičnijih klasa koje nude najviše potencijalne povrate do najmanje rizične (engl. senior) tranše s najnižim očekivanim povratima.<sup>11</sup> Ovi proizvodi su strukturirani na već spomenute tranše od kojih je najniža podređena ili nekad nazivana equity tranša, srednja je mezzanine tranša koja najčešće čini veći udio od podređene tranše, te najveća od njih, senior tranša. Kolateralizirane dužničke obveze možemo podijeliti na kolateralizirane obvezničke obligacije (engl. CBO – Collateralized bond obligation) koje su izdane od strane korporacija i na kolateralizirane kreditne obligacije (engl. CLO – collateralized loan obligation) koje se izdaju od strane banaka na temelju skupa kredita.

Kolateralizirane hipotekarne vrijednosnice (engl. CMO – collateralized mortgage obligation) su vrijednosnice kod kojih se novčani tok iz vrijednosnih papira osiguranim hipotekarnim kreditima raspoređuje u različite tranše. Kolaterali su vrijednosnice sastavljene od hipotekarnih kredita, a ne hipotekarni krediti kao u klasičnim vrijednosnicama osiguranim hipotekarnim kreditima. Treba naglasiti da sastavljanjem CMO vrijednosnica ne nestaje rizik kojem su kolaterali izloženi

---

<sup>10</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustavasta, str. 119

<sup>11</sup> Op.cit., (2010), Upravljanje bankama i financijske usluge, str. 286-295.



već je on preraspodijeljen u različite tranše, kako bi investitori mogli lakše upravljati izloženim rizicima a to su u ovom slučaju rizik kontrakcije i rizik ekstenzije (više o njima u poglavlju “Rizici u procesu sekuritizacije”). Postoje različite strukture CMO vrijednosnica:

- CMO vrijednosnice sa sekvencijskim plaćanjem kod kojih seniorske tranše imaju pravo prvenstva na isplatu glavnice te se tek po ukupnoj isplati glavnice novčani tok prosljeđuje podređenim tranšama.
- CMO vrijednosnice sa planiranim amortizacijskim klasama (engl. PAC – planned amortization classes) – podijeljene na tranšu sa planiranim otplatnim tempom te tranše koje će biti potpora PAC klasi. Adekvatnije su za smanjivanje rizika kontrakcije i ekstenzije iz razloga što će potporne tranše primiti višak prijevremenih otplata te također biti izvor sredstava u slučaju smanjenih planiranih otplata.
- Tranše sa plivajućim stopama – iako kolateral plaća fiksnu stopu, moguće je kreirati tranšu sa plivajućom stopom. Iz CMO tranši s fiksnom stopom konstruira se instrument s varijabilnim i obrnuto varijabilnim stopama. Tranša s varijabilnim stopama plaća višu stopu kada kamatne stope rastu i inverzna tranša plaća nižu stopu kada kamatne stope padaju. Tako, tranše s fiksnim prinosima mogu zadovoljiti preferencije za varijabilnim tranšama.<sup>12</sup>

Vrijednosni papiri na temelju imovine (engl. ABS – Asset backed securities) najčešće kao kolateral imaju različita kreditna potraživanja (potrošački krediti ili manji poslovni krediti), auto – kredite (leasing), potraživanja po kreditnim karticama te još mnoštvo financijske imovine s predvidivim novčanim tokom. ABS vrijednosnice se mogu kategorizirati na bazi otplate kolaterala - točnije na one koje imaju amortizirajuće i one koji imaju ne-amortizirajuće kolaterale. Novčani tok za amortizirajuće kredite uključuje plaćanje kamate, planirane otplate glavnice i prijevremene otplate, ako je to dopušteno. Potraživanja koja nemaju planiranu otplatu glavnice nazivaju se neamortizirajući krediti. Ako je vrijednosnica na temelju imovine sastavljena od ne-amortizirajućih kredita onda ta ista vrijednosnica nije pod utjecajem rizika prijevremenih otplata. Potraživanja po kreditnim karticama su primjer ne-amortizirajućih kredita.<sup>13</sup> Auto krediti su primjer amortizirajućih kredita koji su pod utjecajem rizika

---

<sup>12</sup> Op.cit., (2015), Introduction to Asset - Backed Securities, str. 401-473.

<sup>13</sup> Ibid, str. 401-473.

prijevremenih otplata do kojih može doći ako dužnici raspolažu s viškom sredstava i žele zatvoriti dugovanja ili je automobil promijenio vlasnika.

Današnja praksa diljem svijeta ukazala je na brojne pokušaje primjena sekuritizacije. Primjerice sekuritizacija potraživanja autorskih budućih honorara (filmovi i albumi glazbenika), intelektualnog vlasništva, prihoda iz prodanih ulaznica za različite događaje, prihoda iz budućih školarina studenata i sl.. Neki od tih primjera bili su uspješni, neki su proizveli visoke troškove i pokazali su se neuspješnima a neki su ostali na razini teorijskih znanstvenih predviđanja.<sup>14</sup>

Prilikom analize strukturnih proizvoda potrebno je obratiti pažnju na oblik vrijednosnice, jer različiti oblici zahtijevaju različite pristupe analizi. Bitne karakteristike za detaljnu analizu strukturnih vrijednosnica su: kolateral, rizični horizont, granularnost i homogenost.

Koncept zrnatosti (engl. granularity) se odnosi na stvaran iznos različitih potraživanja koje sačinjavaju vrijednosnicu, tako će karakteristično zrnate vrijednosnice biti sastavljene od velikog broja obveza, dok će ne-zrnate vrijednosnice biti sastavljene od malog broja. Druga karakteristika je homogenost koja označava sličnosti između potraživanja koja sačinjavaju vrijednosnicu. Homogenost strukturnog proizvoda znači da je dovoljno provesti analizu nad malim brojem potraživanja, te se zaključak može prenijeti na ostale obligacije unutar vrijednosnice, dok heterogenost karakterizira detaljnu analizu svakog pojedinog potraživanja.

---

<sup>14</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 48

Tablica 2. Karakteristike različitih strukturnih financijskih vrijednosnica

Vrsta vrijednosnice	Kolateral	Horizont	Zrnatost	Homogenost	Pristup kreditne analize
Auto ABS	Auto krediti ili leasing	Srednjoročan	Zrnato	Homogeno	Portfelj analiza
CMBS	Komercijalni hipotekarni krediti	Tipično dugoročan	Ne-zrnato	Heterogeno	Pojedinačni kredit
Potrošački ABS	Potrošački krediti	Srednjoročan	Zrnato	Homogeno	Portfelj analiza
Kreditne kartice	Stanje na kreditnim karticama	Kratkoročan	Zrnato	Homogeno	Knjigovodstvena analiza
LL CLO	Korporacijski krediti s financijsom polugom	Srednjoročan	Ne-Zrnato	Heterogeno	Pojedinačni kredit
RMBS	Stambeni krediti	Dugoročan	Zrnato	Homogeno	Pojedinačni kredit ili portfelj analiza
SME ABS	Kreditni malim i srednjim poduzećima	Tipično srednjoročan	Zrnato	Homogeno	Pojedinačni kredit ili portfelj analiza
Potraživanja	Potrošački krediti	Kratkoročan	Tipično Zrnato	Homogeno	Knjigovodstvena analiza

Izvor: Adams J. F. i Smith D. J., (2018), *Credit Analysis Models*, Virginia, str. 248.

### 2.3. Razvoj sekuritizacijskih tehnika i primjena

Inovacije u financijskom sektoru najčešće su rezultat pokušaja ostvarivanja dodatnih prinosa ili pak osiguranja od određenih rizika na načine koji se do sada nisu primjenjivali. Novi financijski proizvodi su kompleksniji nego što se to poima određenim subjektima koji ih koriste što posljedično može izazvati katastrofalne rezultate (što je i viđeno u krizi drugorazrednih kredita). Zemlja koja predvodi u inovacijama na financijskom tržištu je SAD, te se tu razvio i sam koncept sekuritizacije. Općenito je prihvaćeno da je privatni sektor inovativniji i prilagodljiviji te da će on biti taj koji će u većini slučajeva predvoditi na tržištu s konkurentnijim proizvodima. No u ovom slučaju inovativnosti, glavnu ulogu imalo je Nacionalno Vladino Udruženje za Hipoteke (engl. Ginnie Mae). Sekuritizacija je 1970. poprimila oblik koji se u konceptu nije puno mijenjao. Prve sekuritizirane vrijednosnice bile su na osnovi stambenih kredita, što je uvelike povećalo likvidnost i atraktivnost tog tržišta. Nakon toga je federalno nacionalno udruženje za hipoteke izdalo CMO vrijednosnice koje su bolje odgovarale zahtjevnijim investitorima.

Tržište sekuritizacije u SAD-u razvijalo se skoro dvadeset godine prije nego što su inovativne vrijednosnice bile prihvaćene u Europi. Naspram RMBS vrijednosnicama koje zauzimaju ogroman udio na tržištu SAD-a, u Europi su se razvile osigurane obveznice (engl. covered bonds) kao konkurentski proizvod. Osigurane obveznice i RMBS u principu dijele iste tipove investitora: uglavnom banke i velike institucionalne investitore. S točke ponude, osigurane obveznice mogu apsorbirati većinu ponude hipotekarnih kredita. Ponekad investitori imaju veće preferencije prema osiguranim obveznicama nego prema sekuritiziranim proizvodima iz razloga više razine zaštite, što indirektno dovodi do pada potražnje za hipotekarnim obveznicama.<sup>15</sup>

Kroz 1980-e razvijane su i ostale sekuritizacijske tehnike te se njihova primjena proširila na ostalu imovinu van stambenih kredita. Tako su se počeli sekuritizirati auto – krediti, krediti po kreditnim karticama, potrošački krediti i leasing krediti. Prve vrijednosnice na temelju auto kredita emitirane su u SAD-u 1985. godine kada je prosječno godišnje izdanje dostiglo vrijednost od 73 milijarde USD. U Europi prva auto sekuritizacija dogodila se 1990. godine, a prosječno godišnje izdanje iznosilo je 10 milijardi USD u 2004. godini.<sup>16</sup>

Tijekom 1990-ih počeli su se koristiti i drugi hipotekarni krediti koji omogućavaju vlasnicima nekretnina posuđivanje sredstava po preostaloj (rezidualnoj) vrijednosti njihova stambenog objekta – to jest, razlici između tekuće tržišne vrijednosti nekretnine i iznosa hipotekarnog kredita stavljenog na tu nekretninu.<sup>17</sup> Ovakvi sekuritizirani oblici najčešće nose više prinose zbog sebi svojstvenih rizika (više u poglavlju analiza utjecaja sekuritizacije na krizu drugorazrednih kredita). Osim izvornih financijskih institucija i osigurateljna društva su počela provoditi sekuritizaciju životnih i neživotnih osiguranja, što dodatno utječe na brisanje granica između osiguranja i bankarstva.

Kreditni derivati su se počeli razvijati 1990-ih kako bi se adekvatno moglo zaštititi od kreditnog rizika. Do tada su postojali neki određeni proizvodi za zaštitu od kreditnog rizika ali su bili spori, skupi i neatraktivni. Derivati nisu bili regulirani u tolikoj mjeri kao što su regulirani tradicionalni proizvodi osigurateljnih kuća, te je to je dodatno doprinijelo atraktivnosti ovih proizvoda. Najpoznatija kreditna izvedenica je na osnovi nastanka statusa neispunjenja obaveza (engl. CDS

---

<sup>15</sup> European Central Bank (2011), Recent developments in securitization, Frankfurt, Njemačka, ECB, str. 9.

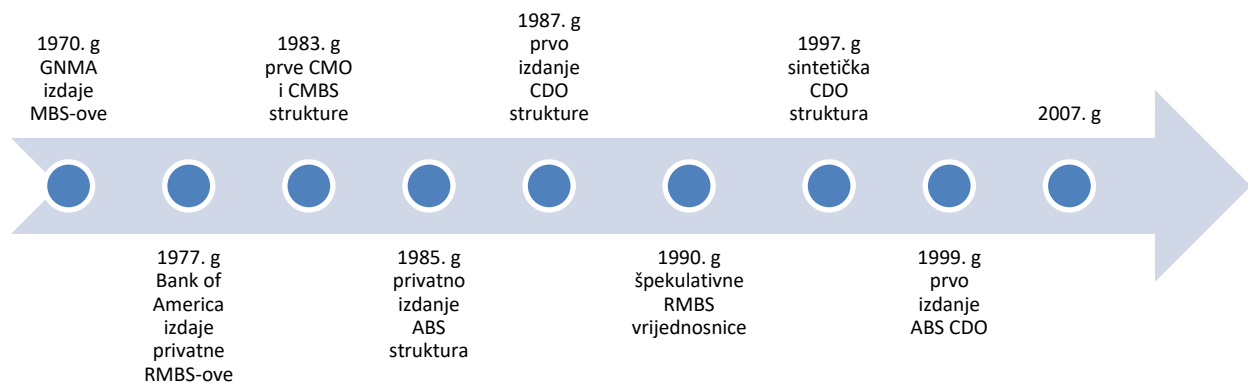
<sup>16</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 83.

<sup>17</sup> Op.cit., (2010), Upravljanje bankama i financijske usluge, str. 286-295.

- Credit default swap), te označava ugovor između dvije strane, kupca kreditne zaštite i prodavatelja kreditne zaštite. Po stavkama u ugovoru kupac ugovora izvršuje seriju novčanih izdataka u korist prodavatelja koji mu zauzvrat osigurava kompenzaciju za gubitke po kreditnom riziku treće strane.<sup>18</sup> Transakcijski trošak derivata je dosta niži od troška ishodišne imovine. Izvedenica kreditnog raspona (engl. CSO - Credit spread option) je kreditni derivat kod kojeg se u razmatranje uzimaju prinosi na odabrane dužničke vrijednosnice i vrijednosnice kod kojih je kreditni rizik minimalan (engl. risk-free benchmark).

Među CMO-ovima koji su nedavno razvijeni bili su oni promjenjivi (engl. floaters) čija je stopa povrata vezana uz određeni indeks kamatnih stopa, oni jako promjenjivi (engl. subfloaters) koji donose višestruku promjenu povrata temeljenu na određenom indeksu kamatnih stopa, te “jump Z tranše” koje se mogu iznenada s posljednjeg mjesta katapultirati na prvo mjesto među CMO tranšama, ovisno o zbivanjima na tržištu. Ovi i ostali kompleksni instrumenti osigurani kreditima posljednjih su godina postali tako kompleksni da čak i sofisticirani trgovci povremeno pogriješe stvarajući tako značajne gubitke.<sup>19</sup> Osim ovih razvijeni su i strukturni oblici po nazivu obrnuto plutajući (engl. inverse floaters) kod kojih su prinosi vezani za određenu referentnu kamatnu stopu ali se kreću u obrnutom smjeru.

Prikaz 1. Kronološki razvoj sekuritizacijskih struktura



Izvor: International Monetary Fund: Lessons Learned and the Road Ahead (2013), Washington, SAD, IMF, str. 12

<sup>18</sup>Chance D. M. (2015), Derivative Markets and Instruments U: Derivatives and Aleternative Investments CFA Institute, Charlottesville, Virginia, SAD str. 3-59.

<sup>19</sup> Op.cit., (2010), Upravljanje bankama i finansijske usluge, str. 286-295.

### 3. Razlozi motivi i učinci sekuritizacije

#### 3.1. Oblici i motivi sekuritizacije

Različiti oblici sekuritizacijskih instrumenata potaknuti su sebi svojstvenim motivima. Zainteresiranost za ovim procesom mora postojati kod svih subjekata unutar postupka da bi moglo biti uspješno provedeno. Motivi su posebni kod svakog subjekta i za svaki tip sekuritizirane imovine. Originator kreditnih potraživanja kao glavne motive vidi povećanje likvidnosti, tj. ostvarivanje povrata plasiranih sredstava, smanjenje izloženosti kreditnom riziku ako se npr. unutar portfelja potraživanja nalaze veliki udjeli plasirani subjektima unutar istog geografskog područja. Nadalje udovoljavanje regulatornim zahtjevima kao što mogu biti kapitalni zahtjevi financijskim institucijama (poslovne banke) jer se sekuritizacija može provoditi izvanbilančno tako da će “izbacivanje” sekuritizirane imovine smanjiti zahtjeve za regulatornim kapitalom. Mogućnost plasiranja više kredita klijentima, no što bi bili u mogućnosti da imaju samo opciju plasiranja vlastitih sredstava iz izvora kao što su depoziti, dužničke vrijednosnice ili kapital. Originator također ostvaruje prihode od servisiranja sekuritizirane imovine.

Motivi investitora (druge poslovne banke, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, investicijski fondovi, institucionalni ulagači, hedge fondovi...) su ti da im omogućuju investiranje prilagođeno izloženosti određenim rizicima kao što su rizik kamatne stope i kreditni rizik (npr. mirovinski fond s dugoročnim investicijskim horizontom može ostvariti pristup dugoročnim nekretninskim kreditima investiranjem u rezidencijalne MBS vrijednosnice, bez potrebe ulaganja u korporativne obveznice ili dionice).<sup>20</sup> Nadalje, investitori mogu osjetiti pozitivne strane sekuritizacije kroz oživljavanje nelikvidnih tržišta, stvaranje novih utrživih vrijednosnica, omogućavanje aktivnijeg upravljanja rizikom, ostvarivanje bolje pravne zaštite te svime time čineći tržište efikasnijim. Investitori vrednuju likvidnost na financijskim tržištima, s toga će biti spremni platiti višu cijenu za sekuritizirane hipotekarne kredite nego za pojedinačne kredite. Vlasnici nekretnina također će osjetiti pogodnosti kroz rast cijena nekretnina što

---

<sup>20</sup> Op.cit., (2015), Introduction to Asset - Backed Securities, str. 401-473.

implicira niže kamatne stope.<sup>21</sup> Nadalje osim likvidnosti sekuritizirani krediti (engl. pass-through) jednostavniji su za vrednovanje od pojedinačnih kredita, a jedan od glavnih razloga je što su vrijednosnice predvidivije po pitanjima prijevremene otplate glavnice ili stope neplaćanja.

Sekuritizacija hipotekarnih kredita najčešće je motivirana iz razloga uklanjanja odabranih stavki iz bilanci, no kada je riječ o CDO vrijednosnicama motivi su ponešto drugačiji. Naime, motivi izdavatelja obveznica u razdoblju od 2004. godine do polovice 2008. godine bili su u prosjeku 86% arbitražno orijentirani naspram 14% bilančno motiviranih institucionalnih izdavatelja. Razlika je u tipu izdavatelja, kod izdavatelja koji su motivirani bilančnim pogodnostima sekuritizacije nalaze se kreditne institucije koje žele postići regulatorne kapitalne olakšice ili osloboditi kapital za pozajmljivanje. Arbitražne kolateralizirane dužničke vrijednosnice tipično su sponzorirane od strane investicijskog menadžera (kolateral menadžer) ili hedge fonda koji pribavljaju vrijednosnice na otvorenom tržištu, zatim ih pakiraju u CDO-e da bi zaradili menadžerske provizije.<sup>22</sup>

Atraktivnost za investiranje u ABS originatori nastoje postići kroz razna kreditna pojačanja, tranširanje izdanja na senior tranše koje se sastoje od kredita danim dužnicima s najboljim kreditnim rejtingom, i junior tranše koja će prva primiti udarac kreditnog rizika te koja se sastoji od kredita odobrenim dužnicima s nižim kreditnim rejtingom. Odluka originatora da sekuritizira auto kredite i leasing automobila može biti potaknuta s nekoliko motiva: <sup>23</sup>

- niži troškovi financiranja,
- diverzifikacija izvora financiranja za poboljšanje likvidnosti i pristup kapitalu investitorima, kreditorima i rejting agencijama,
- računovodstveni tretman: izbacivanjem imovine i povezanih financijskih obveza iz bilance originalnog kreditora mogu se poboljšati financijski omjeri
- ostvarenje kapitalnih pogodnosti: mnogi izdavatelji auto kredita su kreditne institucije

---

<sup>21</sup> Pavković A. (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava prema Harris L. (2015), Market Organization and Structure U: Equity and Fixed Income, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, SAD str. 5-77.

<sup>22</sup> Benmelech E. i Dlugosz J. (2009), The alchemy of CDO credit ratings, Journal of Monetary Economics, 05.15.2009, str. 5-6.

<sup>23</sup> Pavković A. (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava prema Deacon J. (2004), Global Securitization and CDOs, New York, SAD, John Wiley and Sons, str. 6

Nadalje, atraktivnost a ujedno i sigurnost sekuritiziranih kredita po kreditnim karticama pruža se kroz odredbe rane amortizacije glavnice do kojih može doći ako nastupe određeni događaji. Naime, glavnica se ne amortizira unutar zaključanog perioda (engl. lock-out period) već se isplaćuju samo kamatni prinosi koji kod kredita po kreditnim karticama označavaju provizije za financijske usluge. Po završetku ugovorenog razdoblja neisplaćivanja glavnice, prikupljena sredstva se isplaćuju vlasnicima vrijednosnica.

Ostali subjekti (agencije za kreditni rejting, potpisnici, davatelji kreditnog i likvidnosnog poboljšanja, pravnici...) motivirani su sudjelovanjem u procesu sekuritizacije iz razloga ostvarivanja dodatnih i diverzificiranih prihoda, te zbog inovativnijeg, prestižnijeg i konkurentnijeg poslovanja (know – how).

### **3.2. Rizici u procesu sekuritizacije**

Rizik je vjerojatnost odvijanja slijeda događaja koji za subjekte može imati negativne učinke. Intenzitet tih negativnih događaja može biti unutar prognoziranih granica, no također može biti i daleko intenzivniji od statistički predviđenih posljedica – krajnje nepovoljni scenariji (npr. engl. tail risk). Određena razina rizika uvijek postoji te se ne može u potpunosti izbrisati, no ono što se može to je transfer rizika, raspodjela rizika ili izbjegavanje rizika. Tako prilikom izrade korporacijskih politika uspostavlja se poseban okvir za rizike unutar kojeg se identificiraju načini upravljanja rizicima koji podupiru krajnju politiku korporacije, zatim se određuje tolerancija na rizike svojstvene pravnom identitetu, te budžetiranje rizika prilikom kojih se imovina korporacije alocira na načine da zadovoljavaju prije propisane akte tolerancije rizika.

Menadžeri financijskih poduzeća traže novije, efikasnije i jeftinije načine suočavanja s rizikom. Ovo je jedno od najinovativnijih područja menadžmenta financijskih institucija danas jer talentirani profesionalci kontinuirano ulaze u ovo područje s ciljem stvaranja novih metoda upravljanja rizicima. Nažalost, suočavaju se s obeshrabrujućim zadatkom. Na primjer, promjena kamatnih stopa odmah se odražava na kamatne prihode i rashode financijskih poduzeća, kao i na vrijednosti raznih dijelova aktive banke, posebice portfelja vrijednosnih papira. Tim problemima mogu se dodati i zahtjevi regulatorne zajednice za jačanjem kapitala – najskupljeg izvora



sredstava većine financijskih institucija. Kako je došlo do kreditne krize u razdoblju od 2007. do 2009. godine, uviđeno je da nove tehnike upravljanja rizicima imaju ograničenja, uključujući neočekivane rizike i ekstremnu složenost, što može narušiti poslovanje nepripremljenih financijskih institucija i opustošiti financijskih sustav.<sup>24</sup>

Jedan od temeljnih motiva provođena sekuritizacijskih transakcija danas u svijetu je transfer kreditnog rizika od originalnog kreditora na financijsko tržište i investitore.<sup>25</sup>

Kako sekuritizacija može biti izvan - bilančno financiranje, rizici povezani sa vrijednosnim papirima točnije s ishodišnom imovinom koja se prebacuje na subjekt posebne namjene, brišu se iz bilanci originatora. Rizici se dijele na financijske koji označavaju rizike povezane s financijskim tržištima i na nefinancijske koji se odnose na operativno strukturne rizike kompanije. Kod financijskih rizika najznačajniji je kreditni rizik – rizik da druga ugovorena strana neće biti u mogućnosti ispunjati obveze po dospeljeću. Obveze se odnose na pravovremene otplate glavnice i kamata.

Kreditni rizik ima dvije komponente, prva je vjerojatnost neplaćanja (engl. default probability) a druga je stupanj intenziteta gubitka (engl. loss severity) koji se odnosi na dio vrijednosti koji će biti izgubljen u slučaju neplaćanja. Neispunjenje obveza (engl. default) može voditi ka gubitcima različitih razmjera. U većini slučajeva, prilikom default-a vlasnici obveznica će nadoknaditi određenu vrijednost, tako da investicija neće biti potpuni gubitak.<sup>26</sup> Naime, visina nadoknade gubitka ovisit će o pravu prvenstva u naplati, gdje osigurani dug ima prednost nad neosiguranim. Najviše stope povrata oštećenici imaju u senior rangovima (engl. first lien, senior secured, senior unsecured, senior...).

Za investitore kreditni rizik pojednostavljen je kreditnim rejtingom od specijaliziranih agencija za kreditni rejting. Jednostavan je za koristiti i implementirati ga u kalkulacije, no i on je izložen riziku da bude pogrešan, to jest da ne oslikava točno stanje iza izdanih vrijednosnica. Krivci za pogrešan rejting mogu biti korporacije koje namjerno dostavljaju netočne podatke, rejting agencije zbog nedostatne analize dostavljene dokumentacije, ili je pak prisutan operativni rizik. Nadalje, rejting agencijama je gotovo nemoguće obuhvatiti sve rizike vezane za izdanja

---

<sup>24</sup> Op.cit., (2010), Upravljanje bankama i financijske usluge, str. 286-295

<sup>25</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 34.

<sup>26</sup> Op.cit., (2015), Fundamentals of Credit Analysis, str. 595-666.

korporacija, država ili supranacionalnih organizacija. Agencije za kreditni rejting osim što procjenjuju rizike, daju izdavatelju smjernice kako postići zadovoljavajuće rejtinge. Smjernice su najčešće savjeti u tipu potrebnih kreditnih poboljšanja koji mogu biti interni - ugrađeni u sama izdanja (prekolateralizacija, izdvojena dodatna novčana sredstva, tranširanje...) ili eksterni - pružaju ih vanjske institucije (akreditivi, osiguranja od strane osiguravajućih društava...).

Rizik migracije i rizik tržišne likvidnosti su povezani s kreditnim rizikom. Naime, rizik migracije javlja se prilikom pogoršanja kreditne sposobnosti dužnika. Razlozi mogu biti vanjski i unutarnji. Unutarnji se odnose na jačanje konkurencije, loše vođenje od strane managementa, neprilagođavanje tržišnim uvjetima, dok kod vanjskih razloga postoje promjene na koje se ne može utjecati kao što bi bili pad aktivnosti gospodarstva prilikom ulaza u faze kontrakcije, ratna događanja ili prirodne katastrofe. Rizik migracije još se naziva i rizik snižavanja (engl. downgrade risk) – snižavanje rejtinga od strane agencija za ocjenu kreditnog rejtinga. Događaji kao što su snižavanje rejtinga mogu prociklično djelovati na probleme s otplatom i saniranjem dugova jer će se cijena novog a ponekad i prijeko potrebnog zaduživanja povećati, dok će u krajnjim slučajevima biti nemoguće dobiti nova sredstva. Rizik tržišne likvidnosti se odnosi na rizik zaračunavanja različite cijene prilikom obavljanja transakcija kupnje – prodaje od tada trenutne tržišne cijene. Naime, vrijednosni papiri kompanija koje imaju male količine izdanog duga ili pak imaju nizak kreditni rejting imaju viši potencijalni rizik tržišne likvidnosti zbog rjeđeg trgovanja na tržištu i zbog manjka informacija o kompaniji ili dužničkim vrijednosnicama. Rizik migracije i rizik tržišne likvidnosti su povezani u rizik raspona prinosa (engl. spread risk). Pri snižavanju rejtinga, tijekom kriza unutar ili izvan izdavatelja duga ili u razdobljima manjka likvidnosti dolazi do povećanja raspona između prinosa na korporativni dug i bez - rizični dug što dalje implicira na pad cijena dužničkih vrijednosnica.

Kako bi se kompenzirali investitori za rizik moguće tržišne nelikvidnosti pri kupnji ili prodaji obveznica u željenim količinama, raspon ili premija prinosa na korporativne obveznice uključuje komponentu rizika tržišne nelikvidnosti dodatno na osnovnu komponentu kreditnog rizika.<sup>27</sup>

Naspram financijskim rizicima koji izvorišnu točku imaju u financijskim tržištima, nefinancijski rizici označavaju rizike proizašle iz svakodnevnih operacija unutar i izvan kompanije i mogu

---

<sup>27</sup> Op.cit., (2015), Fundamentals of Credit Analysis, str. 595-666.

rezultirati financijskim gubitcima. Kao takvi postoje: pravni rizici koji se odnose na sadašnju i buduću pravnu neusklađenost, operativni rizici - rizici proizašli iz slučajnih ili namjernih ljudskih, politički rizici – promjena regulative koja zauzvrat može imati negativne posljedice, rizik solventnosti – rizik da organizacija neće moći podmiriti dugovanja u dugom roku (engl. going concern pretpostavka neće biti ispunjena).

Vrijednosnice s fiksnim prinosom veoma su osjetljive na promjenu kamatnih stopa. Naime, vrijednost obveznica je u obrnuto proporcionalnom odnosu s kamatnim stopama, tako da kada kamatne stope porastu cijena obveznica s fiksnim prinosom će pasti, te isto tako ako dođe do pada kamatnih stopa, obveznice s istim prinosom će vrijediti više nego prije. Nadalje, rizik promjene kamatnih stopa je povezan s investicijskim horizontom – dužina vremena koju je investitor spreman držati sredstva investiranim u vrijednosnice. Da bi to bilo bolje objašnjeno prvo će se navesti prinosi koji se isplaćuju imaoću obveznice a to su otplate glavnice, promjena vrijednosti glavnice ukoliko dođe do promjene kamatnih stopa te prinos od reinvestiranih isplata kuponskih kamatnih stopa. Ukoliko investitor nije voljan držati obveznice do kraja dospijeća (kratkoročni horizont), biti će više izložen riziku promjene vrijednosti obveznice prilikom promjene kamatnih stopa nego riziku pada vrijednosti reinvestiranih sredstava od kuponskih kamatnih stopa. Naprotiv, kada je investicijski horizont jednak ili duži od vremena dospijeća vrijednosnice, investitor će više biti izložen reinvesticijskom riziku nego riziku promjene kamatne stope iz razloga što će obveznice po dospijeću imati par vrijednosti bez obzira na promjene kamatne stope tijekom držanja vrijednosnice.

Vrijednosnice s fiksnim prinosom mogu biti izložene rizicima svojstvenim obliku izdanja. Tako izdanja vrijednosnica od strane država i korporacija nisu izložena istim rizicima, daljnji rizici mogu biti u izboru valute izdanja, izboru tržišta, poreznom statusu ili pak u vremenu dospijeća. Kuponske strukture obveznice također igraju ulogu u izloženosti rizicima, obveznice čije su kuponske isplate povezane sa kreditnim rejtingom obećavaju isplatu viših kuponskih kamata prilikom pada rejtinga što dodatno može otežati situaciju kod takvog scenarija. Nadalje, PIK obveznice (engl. Payment in kind) imaju povećani kreditni rizik iz razloga nemogućnosti trenutne otplate kamata i glavnice te oslanjanja na povoljniji budućí novčani tok koji će biti dovoljan za servisiranje duga.

Tablica 3. Ključni rizici u sekuritizaciji potraživanja

Kreditni rizici	Strukturalni rizici			Legalni rizici
	Tržišni rizici	Rizici likvidnosti	Operativni rizici	
Temelj: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ skup otplata</li> <li>▪ ostale uključene stranke</li> </ul> Migracija <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kreditno ojačanje</li> </ul> Distribucija <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kreiranje tranši</li> </ul>	Rizici kamatnih stopa <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reinvesticijski rizici</li> <li>▪ Bazni rizici</li> </ul> Devizni rizici	Bilančni rizici likvidnosti <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rizik prijevremene otplate</li> </ul> Tržišni rizici likvidnosti <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Primarno tržište</li> <li>▪ Sekundarno tržište</li> </ul>	Agencijski rizici	Opći tretman <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Trgovački zakoni</li> <li>▪ Porezni zakoni</li> <li>▪ Ostali zakoni</li> </ul> Ojačavanje zahtijeva <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Koporacijski zakoni</li> <li>▪ Stečajni zakoni</li> <li>▪ Građanski zakoni</li> </ul> Dostupnost podataka <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zaštita podataka/bankovna tajna</li> </ul>

Izvor: Pavković A. (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, prema OeNB, B&FMA, (2004), Best practices in Risk Management for securitised products, guidelines on Credit Risk Management, Beč, Austria

Pri računanju rizika sekuritiziranih vrijednosnica s fiksnim prinosom treba uzeti u obzir dodatan broj čimbenika koji može imati negativan utjecaj na planirani prinos. S toga rizik prijevremene otplate (engl. prepayment risk) ima posebno mjesto u rizicima sekuritiziranih vrijednosnica iz razloga što uvelike utječe na prinose investitora. Prijevremene otplate se prognoziraju na mjesečnim ili godišnjim razinama sekuritiziranih vrijednosnica no ako su one više od planiranih riječ je o riziku kontrakcije, a ako je razina prijevremenih otplata niža od planirane radi se o riziku ekstenzije. Rizik kontrakcije je rizik kada dođe do pada kamatnih stopa, realne prijevremene otplate će biti na višoj razini od planiranih zbog mogućnosti refinanciranja dužnika po sada nižim kamatnim stopama. S toga će vrijednosnice na osnovi hipotekarnih kredita imati kraće vrijeme dospjeća nego što je to planirano u trenutku investiranja. Držeći vrijednosnicu čije je vrijeme dospjeća kraće kada dođe do pada kamatnih stopa ima za investitore dvije odbojne karakteristike. Prva, investitor mora reinvestirati prinos po nižim kamatnim stopama, Druga, ako vrijednosnica ima mogućnost prijevremene otplate ili je opoziva, rast cijene neće biti toliko značajan kao kod identične obveznice bez mogućnosti prijevremene otplate ili opcije opoziva.<sup>28</sup> Do rizika ekstenzije dolazi prilikom rasta kamatnih stopa, što posljedično znači pad prijevremenih otplata ispod planirane razine. Dužnici se ne žele odreći niskih kamatnih stopa jer je najčešće zaduživanje s fiksnom kamatnom stopom. Negativna stvar za investitore je ta što kod

<sup>28</sup> Op.cit., (2015), Introduction to Asset - Backed Securities, str. 401-473.

rasta kamatnih stopa dolazi do pada cijene sekuritiziranih vrijednosnica. Jedan od načina na koji je omogućeno investitorima da upravljaju rizikom prijevremene otplate je strukturiranje sekuritiziranih vrijednosnica na najmanje dvije klase to jest tranše kod koji će jedna imati vremenski prioritet u isplati glavnice nad drugom. Prije spomenute sekuritizacijske strukture (CMO vrijednosnice sa sekvencijskom isplatom i CMO vrijednosnice sa planiranim amortizacijskim klasama) otvaraju mogućnosti izbjegavanja rizika kontrakcije i ekstenzije ulaganjem u različite tranše. Ulažući u tranše višeg senioriteta investitori umanjuju rizik ekstenzije, a suprotno ulažući u potporne tranše umanjuju rizik kontrakcije.

Neki od ključnih rizika sponzoriranih firmi prilikom korištenja sekuritizacijskih subjekata posebne namjene (SSPN):<sup>29</sup>

- Manjak transparentnosti – kompleksnost SSPN-a u obliku mnoštva slojeva sekuritizirane imovine – nemoguće je pratiti razinu rizika i odrediti ishodište te kome je povišena izloženost
- Reputacijski rizik – kreditna kvaliteta firme može biti narušena u slučaju povišene stope neplaćanja sponzoriranih specijalnih pravnih subjekata
- Signalni efekt – slabi učinak kolaterala u SSPN-u može navesti tržišne subjekte na zaključak da je kvaliteta bilance izdavača na istoj razini rizičnosti
- Rizik likvidnosti i financiranja – slab učinak sponzoriranog SSPN-a može utjecati na pristup kapitalnom tržištu
- Tržišni rizici – prisilna prodaja imovine povezanog SSPN-a može smanjiti vrijednost povezane imovine koju originator drži na bilanci.

---

<sup>29</sup> Pricewaterhouse Coopers (2011), Creating and understanding of Special Purpose Vehicles, London, Ujedinjeno Kraljevstvo, str 8-9.

### 3.3. Računovodstveni tretman sekuritiziranih stavki

U Republici Hrvatskoj, obveznici primjene međunarodnih standarda financijskog izvještavanja su veliki poduzetnici i subjekti od javnog interesa, dok su mikro, mali i srednji poduzetnici obveznici hrvatskih standarda financijskog izvještavanja. Kako su sve financijske institucije veliki poduzetnici i subjekti od javnog interesa analizirati će se utjecaj korištenja međunarodnih standarda financijskog izvještavanja. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (engl. IASB – International Accounting Standards Board) i odbor za standarde financijskog izvještavanja (engl. FASB – Financial Accounting Standards Board) zajedno su razvili nove standarde za računovodstvo financijskih instrumenata. IASB je u 2014. godini izdao finalnu verziju MSFI 9 (engl. IFRS - International Financial Reporting Standards) standarda, krajnji rok početka primjene standarda bio je 01.01.2018. s dozvoljenim ranijim prihvaćanjem.

Prema MSFI-u 9 financijska imovina se klasificira kao mjerena po amortiziranom trošku ili po fer vrijednosti. Svi financijski instrumenti se mjere po fer vrijednosti kad su stečeni. Daljnja klasifikacija uvjetovana je zadovoljavanjem određenih kriterija. Financijska imovina može se kategorizirati po amortiziranom trošku koliko zadovoljava kriterije:

1. Test poslovnog modela: Financijska imovina se drži radi prikupljanja ugovorenih novčanih tokova; i
2. Test karakteristika novčanog tijeka: Ugovoreni novčani tokovi se odnose isključivo na otplatu glavnice i kamate na glavnici

Ako imovina ispunjava navedene uvijete ali se može prodati koristi se model „držanje radi prikupljanja i prodaje“ te se mjeri po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit. Ukoliko imovine ne ispunjava gore navedene uvjete mjeri se po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka.<sup>30</sup>

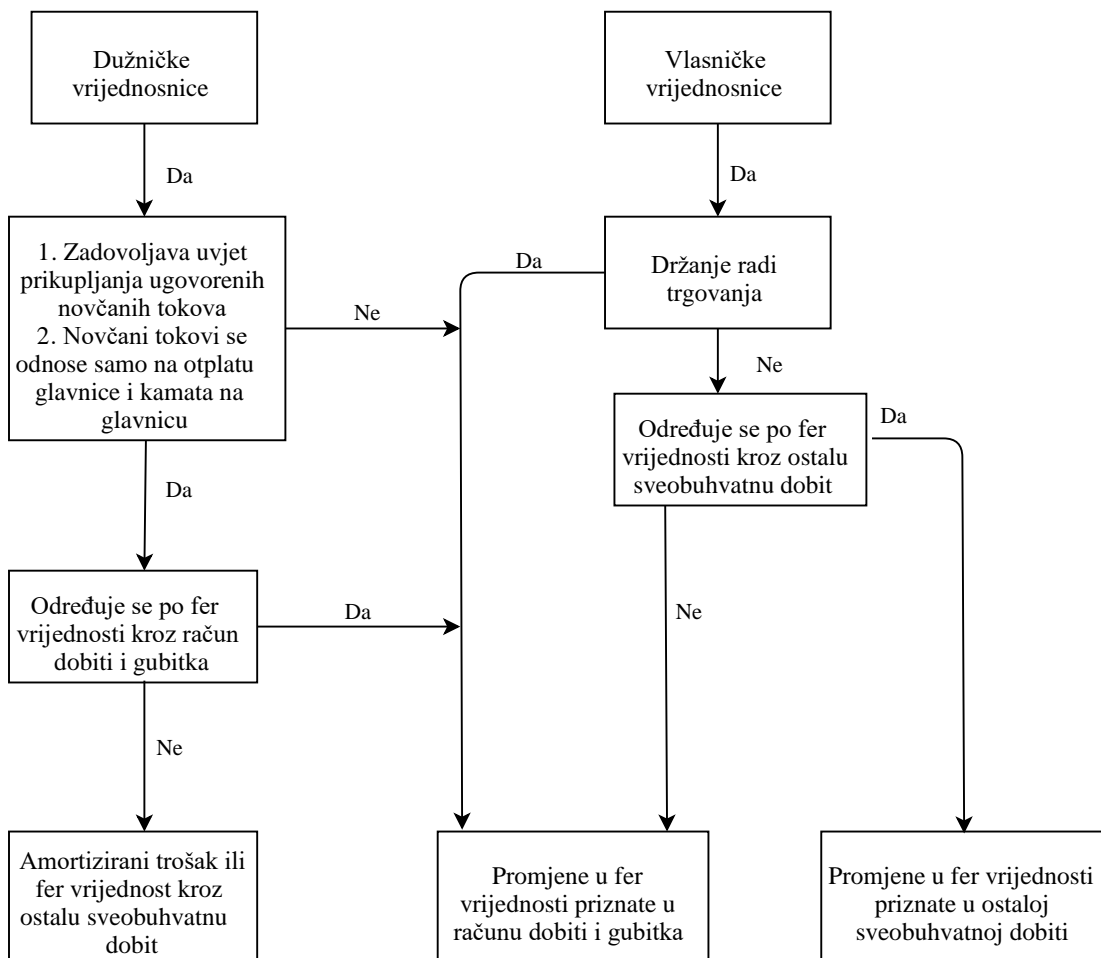
Prema MSFI 9 standardu da bi se financijska imovina klasificirala po amortiziranom trošku ili po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit potrebno je potvrditi da se novčani priljev iz ugovorenih novčanih tokova odvija na određeni datum te da su ti novčani tokovi isključivo otplate glavnice i kamate na tu glavnici (engl. SPPI – Soley payment of principal and interest).

---

<sup>30</sup> Williams S. P. (2018), Intercorporate Investments, Charlottesville, Virginia, SAD, str. 20

Glavnica se definira kao fer vrijednost financijske imovine pri prvotnom priznavanju u bilancu. Kamata se odnosi na naknadu vlasniku financijskih instrumenata za kreditni i likvidnosni rizik te na profitnu maržu (vremenska vrijednost novca).<sup>31</sup>

Prikaz 2. Klasifikacija i mjerenje financijske imovine po MSFI 9 standardu



Izvor: Williams S. P. (2018), Intercorporate Investments, Charlottesville, Virginia, SAD, str. 21

Novi standardi nadopunjuju MSFI 7 standard kada je riječ o transparentnosti financijskih instrumenata. Financijske institucije dužne su objavljivati više informacija koje se odnose na klasifikaciju, mjerenje, ispravak vrijednosti i kreditni rizik instrumenata. Objavljivanje dodatnih informacija o klasifikaciji i mjerenju zahtijeva se pri: analizi dobiti i gubitaka rezultiranih od pristanka prikazivanja financijskih instrumenata po amortiziranom trošku, kod investicija u vlasničke instrumente koje se vode kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, obveze koje se mjere kroz

<sup>31</sup> Pricewaterhouse Coopers (2018.), IFRS 9, Financial Instruments

račun dobiti i gubitka. Objavljivanje dodatnih informacije o kreditnom riziku zahtijeva kvantitativne i kvalitativne analize o upravljanju kreditnim rizikom.<sup>32</sup>

Prema novim standardima, reklasifikacija vlasničkih instrumenata nije dozvoljena zbog toga što je inicijalna klasifikacija po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka i fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit neopoziva. Reklasifikacija dužničkih instrumenata dozvoljena je jedino ako se došlo do promjene poslovnog modela na takav način da značajno utječe na operativan rad. Promjene u poslovnim modelima zahtijevaju subjektivnu prosudu te se događaju veoma rijetko. Ukoliko je reklasifikacija prikladna, ne prepravljaju se prijašnja razdoblja da bi se reflektirala promjena reklasifikacije nego se promjena bilježi u bilanci, računu dobiti i gubitka ili u računu ostale sveobuhvatne dobiti, ovisno o prijašnjoj klasifikaciji.<sup>33</sup>

Tablica 4. Reklasifikacija financijskih instrumenata

Reklasifikacija iz	Reklasifikacija u	Zahtjevi
Amortizirani trošak	Fer vrijednost kroz račun dobiti i gubitka	Reklasifikacija po fer vrijednosti na datum promjene i prepoznavanje razlike u računu dobiti i gubitka
Fer vrijednost kroz račun dobiti i gubitka	Amortizirani trošak	Fer vrijednost na datum reklasifikacije postaje nova knjigovodstvena vrijednost
Amortizirani trošak	Fer vrijednost kroz ostalu sveobuhvatnu dobit	Fer vrijednost na datum reklasifikacije i prepoznavanje razlike u sveobuhvatnoj dobiti
Fer vrijednost kroz ostalu sveobuhvatnu dobit	Amortizirani trošak	Kumulativna dobit (gubitak) prethodno prepoznata u sveobuhvatnoj dobiti, uklanja se iz kapitala te se primjenjuje na fer vrijednost
Fer vrijednost kroz račun dobiti i gubitka	Fer vrijednost kroz ostalu sveobuhvatnu dobit	Instrument se nastavlja mjeriti po fer vrijednosti ali se nerealizirana dobit (gubitak) prepoznaje u ostaloj sveobuhvatnoj dobiti
Fer vrijednost kroz ostalu sveobuhvatnu dobit	Fer vrijednost kroz račun dobiti i gubitka	Instrument se nastavlja mjeriti po fer vrijednosti ali se nerealizirana dobit (gubitak) uklanja iz sveobuhvatne dobiti i reklasificira u računu dobiti i gubitka

<sup>32</sup> Deloitte (2018), IFRS 9: the challenges for Securitisation entities

<sup>33</sup> Op.cit., (2018), Intercorporate Investments, str. 22



Izvor: Pricewaterhouse Coopers (2018.), IFRS 9, Financial Instruments, str 17

MSFI i Globalno prihvaćena računovodstvena načela (engl. GAAP – General Accepted Accounting Principles) na sličan način tretiraju sekuritizirane stavke. Kada je riječ o GAAP-u, trebaju se zadovoljiti tri točke priznavanja transfera sekuritizacije kao prodaje. Te tri stavke su:

- pravna odvojenost imovine – osnivanje odvojenog pravnog tijela gdje će biti transferirana imovina da bi se sekuritizirane vrijednosnice zaštitile od insolventnosti organizacije pa samim time i od bankrota
- mogućnost prodaje imovine od strane prenosioca (SSPN-a) – sloboda u smislu ostvarivanja daljnjih financijskih radnji kao što su prodaja i zalog
- nemogućnost osnivača da ostvari kontrolu nad predmetom sekuritizacije – najrigoroznija točka procesa te se odnosi na različite načine kojima osnivači mogu steći vlasništvo nad imovinom (korištenjem forwarda ili opcija)

U suprotnom stavke se prilikom korištenja GAAP-a tretiraju kao osigurano pozajmljivanje, dakle kao obaveza te se zadržavaju u bilancama originatora.

Dok se kod GAAP-a, transferi baziraju na predaji kontrole nad financijskom imovinom, MSFI primjenjuje kombinaciju rizika i nagrada te kontrolne testove. Testovi rizika i nagrade pokušavaju utvrditi da li je i nakon transfera financijske imovine, pravno tijelo izloženo rizicima vlasništva nad tom imovinom i/ili pogodnostima koje ona generira. Reklasifikacija stavki može biti potpuna ili djelomična. Dakle, ukoliko se transferiraju ukupni rizik i nagrada, stavke se klasificiraju kao odvojena imovina ili obveze. U suprotnom ako se rizik i nagrada iz financijske imovine zadrže (npr. ako prenositelj nastavlja apsorbirati većinu varijabilnosti neto novčanog priljeva) originator nastavlja priznavati financijsku imovinu. Ako se pak ne može odrediti točna razina transfera, originator priznaje imovinu do razine sudjelovanja.<sup>34</sup> Drugim riječima kod potpunog transfera sekuritizacija je izvanbilančna, kod djelomičnog gledat će se mogućnost kontrole nad imovinom, a prilikom potpunog zadržavanja rizika sekuritizacija će biti klasificirana kao bilančna.

Udijeli u imovini i novčani tokovi transferiraju se na proporcionalnoj razini ukupne sekuritizirane financijske imovine. Novčani tok investitorima umanjuje se za troškove

---

<sup>34</sup> Op.cit., (2017), Securitization Accounting Tenth edition, str. 35.

servisiranja koji su prepušteni originatorima ukoliko to ne dovodi do upitnosti ispunjenja zahtjeva standarda. Originatori mogu uz kredite prodati svoja prava servisiranja, a ukoliko se odluče zadržati ta prava, stvara se nova pravna razdioba unutar otplate kredita na onaj dio koji ide novom vlasniku kredita i dio koji ostaje serviseru.

Priznavanje dobiti (gubitka) prilikom prodaje vrijednosnica, prodavatelj prvo akumulira sekuritizirane elemente po knjigovodstvenoj vrijednosti, uključujući premije, diskonte, kapitalizirane provizije ili troškove te rezervacije za gubitke po tržišnoj vrijednosti. Nadalje, potrebno je pomno procijeniti fer vrijednost svakog elementa pri tadašnjim tržišnim prilikama. Naposljetku, da bi se transfer karakterizirao kao prodaja, prodavatelj mora priznati sve dobitke ili gubitke uspoređujući vrijednost neto prodaje (umanjenje za transakcijske troškove i kapitalizirane obveze) i knjigovodstvenu vrijednost prodane imovine (osim ovoga moraju se po fer vrijednosti priznati ostali beneficirani prihodi i umanjiti prihode od izdanih garancija, derivata, put opcija, “forward-a” i “swap-ova”).<sup>35</sup>

Investitori i regulatori zahtijevaju sve veću transparentnost financijskih izvještaja povezanih entiteta u procesu sekuritizacije. Tako standardi pod GAAP-om i MSFI-om zahtijevaju značajne objave entiteta koji transferiraju imovinu da bi korisnicima financijskih izvještaja transparentnije prikazalo prirodu transferirane imovine, kako transfer utječe na transferove financijske izvještaje, te mogućnost utjecaj na sekuritizacijske subjekte posebne namjene.

Korištenjem novih računovodstvenih standarda izdavatelji teže ostvaruju izvanbilančni tretman jer dijelom poskupljuje transakciju i nužna je prodaja neke od tranši. Premda je još uvijek moguće ostvarivanje djelomičnog priznavanja još uvijek nije razvidno kako će to utjecati na obujam izdanja, te računovodstveni tretman još uvijek nije presudan.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Op.cit., (2017), Securitization Accounting Tenth edition, str. 110.

<sup>36</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 167.

### 3.4. Porezni status sekuritiziranih stavki

Porezno pitanje sekuritizacijske transakcije često se ne spominje kao jedna od motivacija pri provođenju sekuritizacije. U stvarnost, porezni tretman je smatran jednim od ključnih faktora pri provođenju transakcije.<sup>37</sup>

Porezni tretman sekuritizacije i sekuritiziranih vrijednosnica razdvaja se na dva dijela. Prio dio odnosi se na oporezivanje sekuritizacijske transakcije, gdje je potrebno strukturirati proces da su porezne obveze minimizirane i predvidive. Drugi dio odnosi se na oporezivanje kapitalnih i kamatnih dohodaka pri investiranju u sekuritizirane vrijednosnice.

U prvom dijelu poreznog aspekta sekuritizacije bitno je da se na početku pokuša utvrditi porezno opterećenje vrijednosnica te uz to otkloniti sve moguće neočekivane porezne obveze. Ako bi provođenje sekuritizacije značilo za transferora ili ostale subjekte procesa, veliko porezno opterećenje bit će upitno provođenje transakcije. Što su veće porezne obveze to će manje novčanog toka iz sekuritiziranih vrijednosnica preostati investitorima. Cilj je postići povoljan tretman da porezna terećenja budu ista kao i da sekuritizacija nije provedena. Porezno planiranje ovisit će i o lokaciji subjekata, posebno originatora iz razloga što se zakoni ne podudaraju u svim državama (pogotovo ako se provodi sekuritizacija izvan nadležnosti samo jednog zakonodavnog tijela), te će ovo zahtijevati strukturiranje transfera da bude prilagođen svim nadležnim zakonima.

Postizanje visoke razine izglednosti i predvidivosti izdavača u vezi s poreznom pozicijom je preduvjet bilo kakvog oblika sekuritizacijske transakcije iz razloga što rejting agencije zahtijevaju visoku razinu izvjesnosti da neće doći do neočekivanih poreznih terećenja, kako bi dodijelile rejting izdanju. U nekim slučajima agencije za kreditni rejting mogu zahtijevati od originatora osiguranje od šteta proizašlih iz nepredviđenih poreznih obveza.<sup>38</sup>

Porezno pitanje u procesu sekuritizacije postavlja se na razini originatora te na razini sekuritizacijskog subjekta posebne namjene. Pitanja na razini originatora su: hoće li se transfer priznati u porezne svrhe, te hoće li transfer rezultirati profitom ili gubitkom. Odgovor na pitanje

---

<sup>37</sup> Gong D., Lighthart J. E., (2013), Does Corporate Income Taxation Affect Securitization, Tilburg, Nizozemska, str. 9

<sup>38</sup> Pricewaterhouse Coopers (2012), Securitisation – achieving tax neutrality, London, Ujedinjeno Kraljevstvo, str. 3.

poreznog priznavanja transfera može se pronaći u ishodišnoj imovini. Naime, je li imovina koja se sekuritizira imovina po poreznom tretmanu – većina oblika budućih novčanih tokova neće biti priznata kao imovina u porezne svrhe. Porezni tretman sekuritizacijskih subjekata posebne namjene je isti kao i kod ostalih oporezivanih subjekata. Često se SSPN osniva u jurisdikcijama gdje se ostvaraju porezne pogodnosti te se na taj način se snižavaju troškovi što posljedično znači više sredstava za investitore.

Okarakteriziranje transakcije kao prodaje ili kao financiranje po poreznim pravima je za većinu izdavača bitno iz poreznog pogleda. Oporezivanje sekuritizacijskih struktura određeno je izdavačevim entitetom, odabirom jurisdikcije i korištenom računovodstvenom metodologijom. Kada su u pitanju porezi, ključno je razumjeti pravovremenost, karakter i izvor oporezivih prihoda ili gubitaka; koje mogu proizaći iz transakcije:<sup>39</sup>

- pravovremenost: određivanje ispravnog perioda za porezno izvještavanje zahtjeva primjenu najbolje odgovarajućih porezno računovodstvenih metodologija, kao što mogu biti “cash” ili “accrual” metoda.
- karakter: kategorizacija prihoda kao dohodak iz redovnih operacija ili kapitalni dohodak, determinacija određenih pogodnih poreznih stopa, ograničenja ili ostalih pravila koja se primjenjuju
- izvor: rješavanje jurisdikcijskih problema, kao na primjer gdje će prihod biti predmet oporezivanja, oporezivanje inozemnih investitora, mogućnost iskorištavanja inozemnih poreznih tretmana.

Neki od ključnih poreznih problema koji zahtijevaju pozornost pri strukturiranju sekuritizacijskih vrijednosnica su:<sup>40</sup>

- osiguranje da će struktura omogućiti povoljan porezni tretman u scenariju loših potraživanja
- oporezivanje usluge servisiranja, na primjer, spadaju li aktivnosti servisiranja u sustav PDV-a
- oporezivanje kreditnih poboljšanja pruženih od strane izdavatelja

---

<sup>39</sup> Op.cit., (2017), Securitization Accounting Tenth edition, str. 105.

<sup>40</sup> Op.cit., (2012), Securitisation – achieving tax neutrality, str.4-5.

- osiguranje da izdavatelj nije porezni rezident ili ima poreznu prisutnost u nekom drugom teritoriju što bi moglo dovesti do dodatnih poreznih obveza
- osiguranje da su svi indirektni porezi (PDV i takse) minimizirani na razini izdavatelja
- pitanje onshore ili offshore lokacije izdavatelja

Jedan od ključnih koraka pri upravljanju troškovima oporezivanja je odlučivanje za pravno tijelo koje će biti izdavatelj vrijednosnica. Organiziranjem investicijskog trusta može se postići nekoliko ciljeva – uključujući oslobođenje od poreza na dohodak i izuzeće od oporezivanja (engl. withholding tax). Po poreznim zakonima, investicijski trust treba biti formiran na kategorije kod kojih se na primjer organiziraju klase za kamatni prihod ili seniorske subordinirane strukture, gdje se glavnica i kamata otplaćuju sukladno udjelu (engl. pro rata).<sup>41</sup> Na ovaj način, porezno terećenje pada na vlasnike udjela (certifikata) a sekuritizacijski subjekt posebne namjene ostaje porezno neutralan. Ako je SSPN korporacija takve obveznice imaju minimalne poreze na korporacijskoj razini jer je oporeziva dobit (gubitak), a to se odnosi na razliku između prinosa na imovinu i kupona na obveznice. Cilj je da ta razlika bude što manja.

Financijske institucije koje imaju velike kapacitete odobravanja kredita a mali depozitni tržišni udio sklonije su sekuritizaciji i pri tome sekuritiziraju veću količinu imovine. Nadalje porezna arbitraža značajno je utjecala na porast primjene sekuritizacije. Ovaj efekt je posebno izražen u jurisdikcijama gdje sekuritizacijske transakcije imaju pogodan tretman. Neke od pogodnih jurisdikcija su: Luksemburg, Kajmansko otočje, Irska i Nizozemska.<sup>42</sup>

Iz svega navedenog proizlazi da je porezni tretman u sekuritizacijske transakcije jako kompleksno pitanje i često daleko važnije u odnosu na pitanje računovodstvenog tretmana sekuritizirane imovine i povezanih rizika.<sup>43</sup>

Drugi dio poreznog aspekta sekuritizacije odnosi se na oporezivanje vrijednosnica nakon što su izdane na tržište tj. oporezivanje investitora u sekuritizirane vrijednosnice. Investitori u sekuritizacijske vrijednosnice obveznici su poreza na dohodak, te se oporezuju kapitalni i kamatni dohoci.

<sup>41</sup> Op.cit.,(2017), Securitization Accounting Tenth edition, str. 107.

<sup>42</sup> Op.cit., (2013), Does Corporate Income Taxation Affect Securitization. str. 15.

<sup>43</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 181.

Zakon o porezu na dohodak klasificira dohodak od kapitala kao primitke po osnovi: kamata, kapitalne dobiti, izuzimanja imovine i korištenja usluga na teret dobiti tekućeg razdoblja, dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu.

Sekuritizacijske vrijednosnice imateljima ostvaruju prinose po kuponskim kamatama te kapitalnu dobit (gubitak) prilikom trgovanja na sekundarnom tržištu. Dohotkom od kapitala smatraju se i primici od udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu i drugi istovjetni primici koji se smatraju raspodjelom dobiti do koje može doći prilikom ulaganja u investicijske fondove.

Zakon Republike Hrvatske ne propisuje oporezivanje primitaka po osnovi kamata od ulaganja u obveznice, neovisno o izdavatelju i vrsti obveznica. Zakon ne raspoznaje ulaganje u sekuritizacijske vrijednosnice i ulaganje u obveznice.

Zakon oslobađa investitore od poreza po osnovi kamatnih dohodaka iz obveznica bez obzira na tip izdavatelja i vrstu obveznice. U nekim zemljama postoje porezno oslobođene obveznice. Primjerice, kamatni prihodi ostvareni pri držanju vrijednosnica lokalne uprave (municipalne obveznice) u SAD-u su izuzete od federalnog poreza i od poreza na dohodak u državi gdje su izdane. U Hrvatskoj se porez na dohodak od kapitala po osnovi kamata obračunava po stopi od 12%.

Inozemne pravne osobe koje su imatelji obveznica (državnih ili korporativnih) oslobođene su plaćanja poreza po odbitku na osnovi prihoda od kamata. Porez po odbitku označava oporezivanje dobiti koju je nerezident ostvario Republici Hrvatskoj.

Neovisno o tipu vrijednosnice, trgovanjem na sekundarnom tržištu može doći do poreznih obveza po osnovi dohotka od kapitala. Dohodak od kapitala po osnovi kapitalnih dobitaka čini razlika između ugovorene prodajne cijene, odnosno primitaka utvrđenog prema tržišnoj vrijednosti financijske imovine koja se otuđuje i nabavne vrijednosti.

Primici od financijske imovine koja se otuđuje, mogu biti od:<sup>44</sup>

- prenosivih vrijednosnih papira i strukturiranih proizvoda, uključivo i udjele u kapitalu trgovačkih društava

---

<sup>44</sup> Porezna uprava (2015), Oporezivanje dohotka od kapitala: Deseto dopunjeno izdanje, Zagreb, Hrvatska, str. 15.

- instrumenata tržišta novca
- jedinica u subjektima za zajednička ulaganja
- izvedenicama

Obveznice koje su iznad par vrijednosti omogućuju investitorima smanjenje poreznih obveza. Naime, kako se vrijednosnica približava dospijeću dolazi do amortizacije premije iznad par vrijednosti što pak posljedično znači prikazivanje kapitalnih gubitaka. Ako su kupljenje obveznice ispod par vrijednosti, amortiziranjem diskonta povećava se dohodak od kapitalnih dobitaka.

Imatelju financijske imovine obavezan je porez na dohodak od kapitala po osnovi kapitalnih dobitaka, osim kapitalnih dobitaka po osnovi otuđenja udjela u kapitalu trgovačkog društva koji nisu prenosivi na tržištu kapitala u skladu s posebnim propisom, obračunati, obustaviti i uplatiti za sve kapitalne dobitke ostvarene u prethodnoj godini umanjene za ostvarene kapitalne gubitke po stopi od 12%.<sup>45</sup>

Utvrđivanje oporezivog dohotka od kapitala može u ime vlasnika vrijednosnica obavljati investicijsko društvo ili financijska institucija preko koje vlasnik ulaže na tržištu kapitala. Osim ovog načina, evidenciju poreza na dohodak od kapitala može obavljati i Središnje klirinško depozitarno društvo, koje će o visini oporezivog dohotka obavijestiti poreznu upravu.

Hrvatski rezidenti koji su u inozemstvu platili porez na dohodak od kapitala obavezni su i u Republici Hrvatskoj platiti porez, osim ako je odredbama ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja propisano da se dohodak od kapitala oporezuje samo u inozemstvu. Svota poreza na dohodak koju je rezident platio u inozemstvu uračunava se u tuzemni porez na dohodak, osim ako drukčije nije određeno ugovorima o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja. U inozemstvu plaćeni iznos poreza može se uračunati samo ako odgovara tuzemnom porezu na dohodak do visine obračunatog tuzemnog poreza na inozemni dohodak.<sup>46</sup>

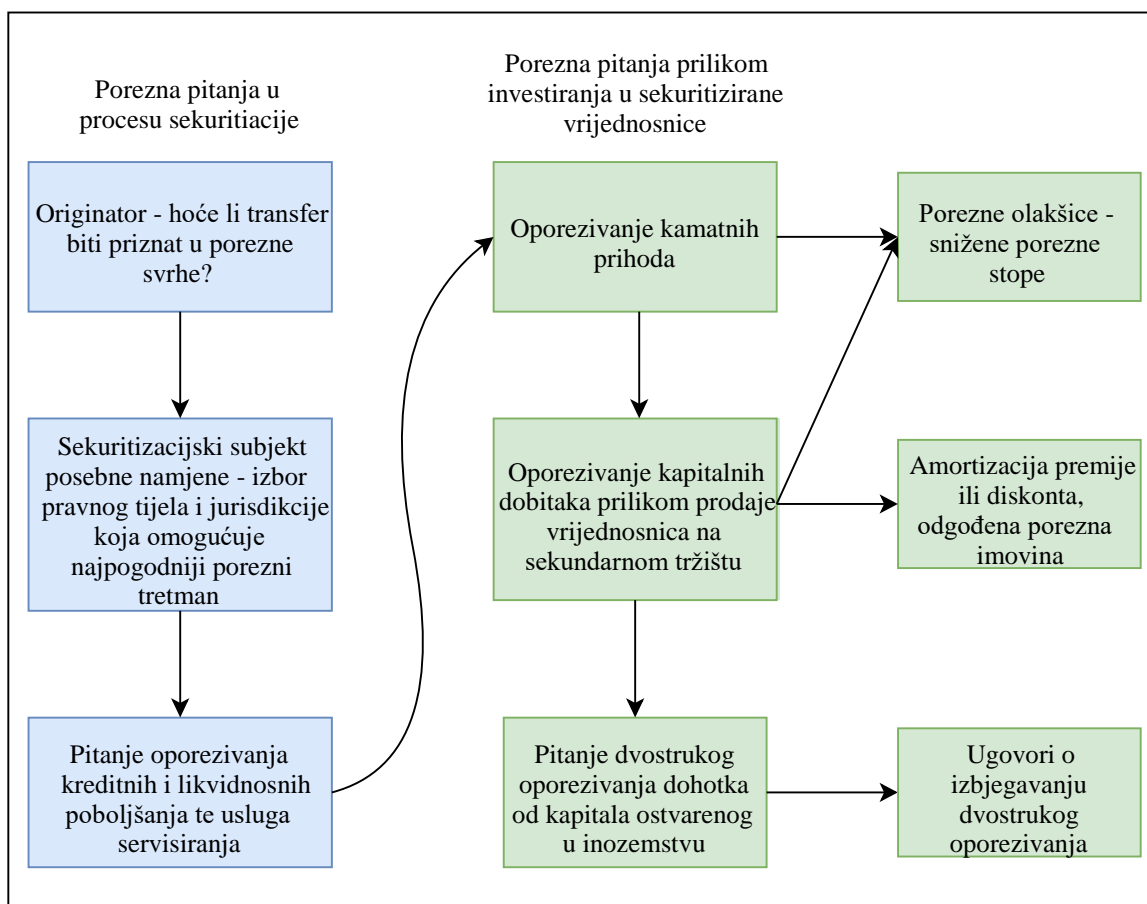
Pravne osobe mogu kroz nekoliko godina stvoriti odgođene porezne obveze (engl. DTL - deferred tax liabilities) ukoliko su im porezi na dohodak veći od poreznih troškova. Za odgođene porezne obveze se očekuje da će biti podmirene od budućih novčanih priljeva iz razloga što su

<sup>45</sup> Op.cit., (2019), Zakon o porezu na dohodak, članak 70

<sup>46</sup> Op.cit., (2015), Oporezivanje dohotka od kapitala: Deseto dopunjeno izdanje, str 21.

stvorene razlike samo na privremenoj bazi. Također, poslovni entiteti mogu imati i odgođenu poreznu imovinu do koje je došlo privremenom razlikom između poreznih troškova i poreza na dohodak pri čemu su troškovi bili viša stavka. Ova računovodstvena stavka omogućuje organizaciji da iskoristi preplaćene troškove u svoju korist, no ako su budući profiti manje izgledni ova stavka bit će korigirana računovodstvenom protustavkom (engl. valuation allowance) koja umanjuje odgođenu poreznu imovinu. Korporacije objavljuju informacije vezane za odgođenu poreznu imovinu i obveze u financijskim izvještajima.

Prikaz 3. Porezna pitanja sekuritizacijskog procesa i sekuritizacijskih vrijednosnica



Izvor: Autor prema: Deloitte (2017) Securitization Accounting Tenth edition, London, Ujedinjeno Kraljevstvo i Narodne novine (2019) Zakon o porezu na dohodak, Zagreb: Narodne novine d.d., 115/16, 106/18



### 3.5. Uloga sekuritizacijskih subjekata posebne namjene

Uredbom Europskog parlamenta i vijeća iz 2015. godine sekuritizacijski subjekt posebne namjene ili SSPN definira se kao društvo kapitala, zaklada ili neki drugi pravni subjekt. Osnovan radi provođenja sekuritizacije ili više njih. Djelatnosti SSPN-a ograničene su samo na djelatnosti koje su prikladne za postizanje tog cilja. Nadalje, struktura SSPN-a namijenjena je za izdvajanje obveza od obveza inicijatora te omogućuje imateljima prava na udjele pravo založiti ili razmijeniti udjele bez ograničenja.<sup>47</sup>

Sekuritizacijski subjekti posebne namjene su poslovni subjekti koji se osnivaju da bi se zadovoljile određene potrebe sponzora. Sponzor (koji osniva sekuritizacijski subjekt posebne namjene) transferira sredstva na SSPN te time ima pravo korištenja sredstava kojima subjekt raspolaže. Sponzor također može obavljati aktivnosti servisiranja SSPN-a, dok ostale stranke (dobavljači kapitala) pružaju potrebno financiranje. Sekuritizacijski subjekti posebne namjene mogu biti legitimni mehanizmi financiranja kako bi kompanije segregirale određene aktivnosti te time smanjile rizik. Često se osnivaju sa čvrstim pravnim ugovorima koji ograničavaju upravljačku moć interesnih skupina unutar procesa.<sup>48</sup>

Sekuritizacijski subjekt posebne namjene kao pravno tijelo može biti formiran u obliku komanditnog društva, društva s ograničenom odgovornošću ili kao trust. Obično je kao entitet tanko kapitaliziran, nema samostalnog menadžmenta ili zaposlenika, i nema nikakve druge svrhe osim transakcije za koju je i stvoren.<sup>49</sup>

Sekuritizacijski subjekt posebne namjene ima dvojne uloge prilikom transfera. Prva je da omogućuje niži trošak transakcije za originatora kroz niže tražene prinose na vrijednosnice jer je imovina prenesena na entitet, te investitori gledaju kvalitetu izolirane imovine a ne kvalitetu originatora. Imovina originatora sa špekulativnim rejtingom može zasebno dobiti investicijski rejting. Druga uloga je za investitore jer ih štiti u slučaju bankrota osnivača (engl. bankruptcy remote) – imovina prenesena na SSPN izuzima se od mase koja služi za otplatu dužnika jer je

---

<sup>47</sup> Europska komisija, (2015), Uredba Europskog parlamenta i vijeća o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Bruxelles, Belgija.

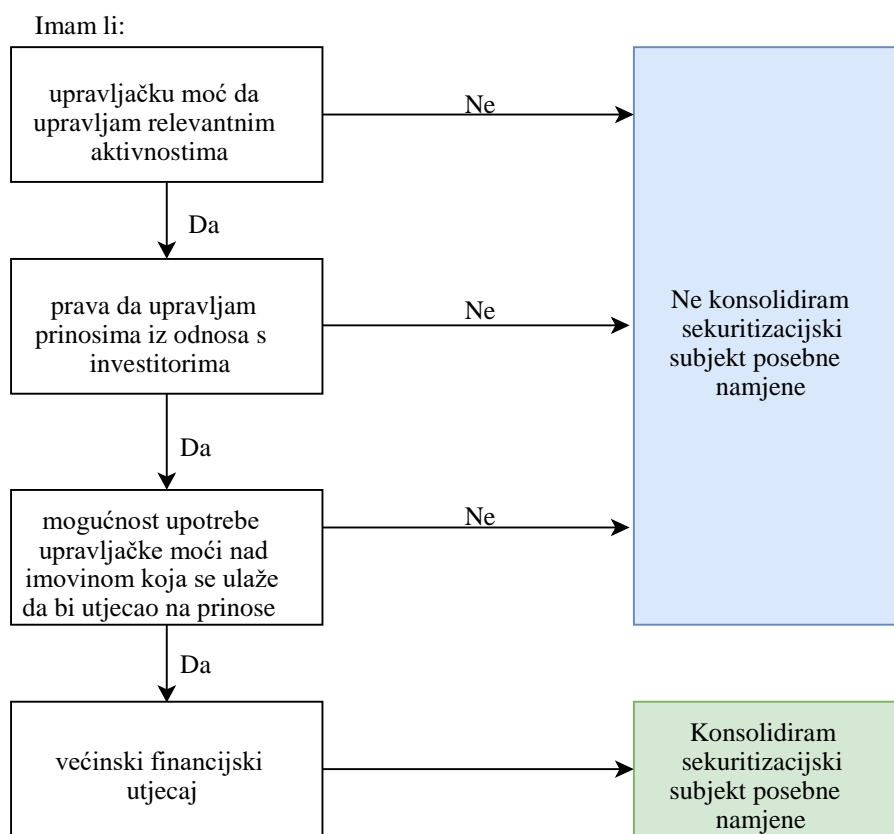
<sup>48</sup> Op. cit., (2018), Intercorporate Investments, str. 57

<sup>49</sup> Choudrhey M. i Wilcox S. E. (2013) Legal, Tax and Regulatory Considerations; Fixed Income Securities, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, SAD str. 304.

SSPN odvojeno pravno tijelo od osnivača. Isto tako vlasnici sekuritiziranih vrijednosnica nemaju pravo nadoknade šteta iz imovine osnivača u slučaju neplaćanja (engl. default).

Prilikom osnivanja sekuritizacijskog subjekta posebne namjene potrebno je utvrditi postoji li više interesnih skupina i ako postoji, tko od njih treba konsolidirati sekuritizacijski subjekt posebne namjene. Da bi se to utvrdilo potrebno je identificirati sve subjekte koji imaju koristi, posebno primarnog korisnika koji ima moć utjecaja na varijabilne prinose kroz apsorpciju očekivanih gubitaka i profita te ima većinski financijski utjecaj. Većinski financijski utjecaj može se postići i bez da se ima većinski kapitalni udio u sekuritizacijskom subjektu posebne namjene.

Prikaz 4. Stablo odlučivanja konsolidacije sekuritizacijskog subjekta posebne namjene prema Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja



Izvor: Deloitte (2017) Securitization Accounting Tenth edition, London, Ujedinjeno Kraljevstvo, str. 8.

U prošlosti, sponzori su mogli izbjeći konsolidaciju sekuritizacijskog subjekta posebne namjene jer nisu imali kontrolu nad SSPN-om. SSPN bi se strukturirao tako da sponzor ima većinski financijski i operativni utjecaj dok su dobavljači kapitala imali većinski kapitalni udio. Kako bi se riješio ovaj problem razvijeni su novi standardi financijskog izvještavanja. Novi standardi

donijeli su poboljšane konsolidacijske modele koji uzimaju u obzir financijske aranžmane u kojima subjekti koji nemaju većinski kapitalni udio, imaju financijsku kontrolu. Nadalje, po novim standardima konsolidaciju treba provesti primarni korisnik bez obzira na kapitalni udio. Primarni korisnik je subjekt koji će snositi očekivani gubitak.<sup>50</sup>

Početni troškovi SSPN-a su oni koji se odnose na prikupljanje portfelja imovine i na izdanja obveznica i komercijalnih papira na tržištu. Uključuju troškove prospekta, naknade supotpisivanja, naknade rejting agencijama, legalne troškove i troškove revizije.<sup>51</sup>

Osnivanje sekuritizacijskog subjekta posebne namjene ima nekoliko ključnih koristi za sponzorirane firme:<sup>52</sup>

- Vlasništvo nad imovinom – SSPN omogućuje da više interesnih skupina ima vlasništvo nad pojedinačnom imovinom te nadalje olakšava transfer imovine između interesnih skupina.
- Jednostavnost osnivanja - ovisno o izboru jurisdikcije, relativno je jeftino i jednostavno osnovati SSPN. Proces može proći bez državne autorizacije i trajati do 24 sata.
- Jasnoća dokumentacije – jednostavno je ograničiti određene aktivnosti ili zabraniti neautorizirane transakcije unutar SSPN dokumentacije.
- Sloboda pri izboru nadležnosti – poduzeće koje osniva SSPN ima pravo na lociranje unutar jurisdikcije koja je najviše primamljiva iz regulatorne perspektive.
- Porezne pogodnosti – postoje razne porezne pogodnosti kod SSPN -a gdje je imovina izuzeta od direktnog oporezivanje. Na primjer, na Kajmanskim otocima, inkorporirani specijalni pravni subjekt ima pogodnosti na potpuni porezni praznik kroz prvih 20 godina.
- Zadovoljavanje regulatornih zahtjeva – transferiranjem imovine van bilance na specijalni pravni subjekt, bankama je olakšano zadovoljavanje regulatornih zahtjeva

Nakon krize drugorazrednih kredita uvedene su nove regulatorne promjene po pitanju sekuritizacijskih subjekata posebne namjene. Kroz nedavnu povijest subjekti posebne namjene

---

<sup>50</sup> Op. cit., (2018), Intercorporate Investments, str. 58

<sup>51</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 178.

<sup>52</sup> Pricewaterhouse Coopers (2011) Creating and understanding of Special Purpose Vehicles, London, Ujedinjeno Kraljevstvo, str 6-8.

korišteni su da bi se sakrili ogromni gubitci koje su firme ostvarivale. Najpoznatiji primjeri su oni kod “Enron-a” (pokrivanje milijardi dolara ostvarenih gubitaka te prikazivanje dobiti u financijskim izvještajima), “Bear Stearns-a” (ogromne izloženosti MBS vrijednosnicama dovele su do propasti te naknadno i prodaje) i “Lehman Brothers-a” (bankrot iz razloga insolventnosti do kojeg je došlo kroz neprimjerene izloženosti strukturnim sekuritizacijskim proizvodima).

Rizici koji su identificirani za sekuritizacijske subjekte posebne namjene mogu se upravljati na nekoliko načina:<sup>53</sup>

- Upravljanje – interesne skupine bi trebale osigurati da proces upravljanja SSPN-om odgovara njegovoj strukturnoj kompleksnosti i razini aktivne intervencije od strane različitih subjekata koji imaju interese.
- Sposobnost izvještavanja – interesne skupine bi trebale imati mogućnost procjene i izvještavanja izloženosti rizicima SSPN-a.
- Nadzor – interesne skupine bi trebale kontinuirano nadzirati kvalitetu transferiranih stavki u odnosu s preostalim bilančnim stavkama.
- Motivacija – svrha SSPN-a bi se trebala revidirati tijekom njegovog životnog vijeka da bi se moglo uvidjeti razlika između transferiranja rizika i transformacije rizika.
- Pojednostavljenje – standardizacija dokumentacije trebala bi biti prihvaćena, te svako odstupanje od standarda jasno komunicirano s investitorima.
- Eksterni rejtinzi – rejtinge trebaju dodjeljivati eksterne specijalizirane kompanije..

Prilikom korištenja sekuritizacijskog subjekata posebne namjene postoji rizik koji je teško kvantificirati. Naime, to je rizik moralnog hazarda koji je prisutan sa strane sponzoriranih firmi. Sponzorirane firme neće biti direktno oštećene prilikom bankrota subjekta posebne namjene jer je on “bankruptcy remote” te s toga nemaju nikakvu pravnu odgovornost za njegovu propast. No ipak, bankroti sekuritizacijskih subjekata posebne namjene, reputacijski negativno utječu na ostale sponzorove entitete.

---

<sup>53</sup> Op.cit., (2011), Creating and understanding of Special Purpose Vehicles, str 8.

## **4. Analiza utjecaja sekuritizacije na gospodarstvo**

### **4.1 Tržište sekuritizacije i struktura**

Nakon krize drugorazrednih kredita trebalo je proći nekoliko godina da bi investitori postepeno vratili povjerenje u financijski sustav, naravno uz prolazak vremena provedene su brojne regulatorne i supervizorske promjene kako bi se spriječilo ponavljanje istih scenarija u budućnosti. U 2018. godini izdavanje strukturnih vrijednosnica zabilježilo je rast u odnosu na prošlu godinu na većini globalnih tržišta. Niske stope neplaćanja uz ekonomski rast pozitivno su utjecale na rast izdanja u posljednje vrijeme. Rast se bilježio na tržištima Europe, Kine i Sjedinjenih Američkih Država koje daleko predvode na svim sektorima ovog tržišta. No, iako se trenutno bilježi rast, subjekti na tržištu su nakon krize razvili percepciju o strukturnim proizvodima kao riskantnim za ulaganje i kompleksnim za evaluaciju, što je u dodatno djelovalo na regulatorna zaoštavanja te samim time i na otežavanje novih sekuritiziranih izdanja.

Primjena strukturnog financiranja veže se za razvijena tržišta, dok su za manje razvijena tržišta i tržišta u razvoju učestalija financiranja putem direktnih bankovnih kanala. Kako je već prije naglašeno tržište Sjedinjenih Američkih Država je najinovativnije kada su u pitanju novi financijski proizvodi. Financiranje sekuritizacijom se koristi i u Europi gdje predvode Ujedinjeno Kraljevstvo, Francuska, Njemačka, Belgija, Italija, Španjolska i Nizozemska, zatim u Kini i Japanu kao tržištima Azije te također u državama Latinske Amerike i Australiji. Spomenuta tržišta osim što se razlikuju po razvijenost, također se mogu uočiti učestalije primjene različitih strukturnih grupa sekuritiziranog financiranja. Tako na kineskom tržištu najčešća su izdanja na osnovi hipotekarnih kredita, vrijednosnice na osnovi auto kredita, izdanja na osnovi neosiguranih potrošačkih kredita. U Danskoj su najčešća izdanja osiguranih obveznica. Tržište sekuritiziranih vrijednosnica Japana nakon 2007. godine u konstantnom je padu te se ne nazire oporavak dok su kamatne stope na bankovna financiranja na niskim razinama.

Tablica 5. Razina sekuritiziranih izdanja u SAD-u, (2015. godine -2018. godine)

	2015. god.	2016. god.	2017. god.	2018. god.
SAD (milijarde \$)				
ABS	183	191	229	192
CMBS	101	76	93	230
CLO	98	72	118	130
RMBS-povezani	54	34	70	155
Ukupna nova izdanja	436	372	510	707

Izvor: Standard & Poor's Global Ratings (2018) Annual Global Structured Finance Default Study and Rating Transitions, New York, SAD, str.10.

Na tržištu Sjedinjenih Američkih Država razina novih izdanja za 2018. godine iznosila je 707 milijardi dolara, što je otprilike rast od 38% u odnosu na 510 milijardi dolara za isti period u 2017. godini; svi glavni sektori zabilježili su rast na godišnjoj razini. U Europi sekuritizacijska izdanja rasla su za gotovo 30% unutar 2018. godine. Auto ABS vrijednosnice zabilježila su rast od 85% u odnosu na prošlu godinu. Jedan od razloga rasta je što su originatori pomaknuli planove izdavanja na raniji datum kako program kvantitativnog olakšanja Europske Centralne Banke ne bi smanjio razmjere. Izdavanje sekuritiziranih vrijednosnica na tržištu Kine zabilježilo je rast od 42% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Rast izdanja vrijednosnica na osnovi hipotekarnih kredita kompenzirao je slabljenje u novim izdanjima auto ABS vrijednosnica. Tržište Japana nije bilježilo značajnije promjene u odnosu na 2017. godinu kada je izdano vrijednosnica u iznosu od 2,61 bilijun japanskih yena u odnosu na ovogodišnjih 2,58 bilijuna. Tržište Australije zabilježilo je 37% niži iznos novih sekuritiziranih izdanja te je i broj transakcija također niži u odnosu na prošlo razdoblje, a prognoze su da će se takvo stanje nastaviti. Latinska Amerika je iz razloga negativnih makroekonomskih uvjeta postala značajno turbulentnija što je nadalje negativno utjecalo na nova izdanja sekuritiziranih vrijednosnica. Kroz kombinaciju eksternih i internih faktora rezultat je pad vrijednosti domaćih valuta i oskudnije financiranje što može izazvati inflaciju i monetarno pooštavanje. Za prvu polovicu ove godine

novi plasmani nalaze se na 25% nižoj razini u usporedbi s istim razdobljem prošle godine, no pitanje je hoće li se pad tu zadržati.<sup>54</sup>

Kumulativne stope neplaćanja ili snižavanja kreditnog rejtinga u razdoblju od 2007. godine do 2016. godine razlikuju se po strukturnim proizvodima a i po državama. Tako u Sjedinjenim Američkim Državama stope neplaćanja (ili pada rejtinga) po kategorijama su ABS 2,0%, CDO-i sastavljeni od ABS-ova 70,2%, CMBS 29,9% te RMBS 48,7% dok u ostatku svijeta imamo različite podatke, ABS 1,6%, CDO-i od ABS-ova 18,2%, CMBS 14,1% te RMBS 1,3%. Podatci mogu biti pripisani različitim kreditnim politikama originatora, drugačijim kriznim scenarijima pa čak i drugačijim odgovorima supervizorskih tijela. Visoke stope u SAD-u ne označavaju ogromne razine odšteta kod investitora jer su uglavnom subordinirane tranše bile te koje su apsorbirale neplaćanje ili snižavanje kreditnog rejtinga a te tranše su znatno manje u odnosu na nadređene tranše.

Gledano kroz cijelu povijest strukturnih financijskih proizvoda, stopa neplaćanja viša je kod onih vrijednosnica kojima su dodijeljeni niži kreditni rejtingi, dok su vrijednosnice s višim kreditnim rejtingima u znatno manje scenarija bile u nemogućnosti otplate, što drugim riječima govori da su agencije za kreditni rejting u prosjeku adekvatno ocjenjivale kreditne potencijale dužnika (gledajući dugi rok).

---

<sup>54</sup> Standard & Poor's Global Ratings (2018), Global Securitization on pace for \$1 trillion in 2018, New York, SAD, str. 2-5.

Tablica 6. Svjetske kumulativne stope neplaćanja sekuritiziranih vrijednosnica 1976. godine - 2016. godine (%)

	Vremenski horizont (godine)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0,09	0,42	0,98	1,76	2,58	3,25	3,75	4,15	4,45	4,65
AA	0,27	2,21	5,31	8,14	10,62	12,65	14,20	15,41	16,36	17,12
A	0,49	2,46	7,43	10,81	13,80	16,42	18,59	20,41	21,93	23,26
BBB	1,17	6,19	12,14	17,45	22,13	25,99	28,97	31,33	33,21	34,74
BB	2,52	10,06	17,04	23,76	29,42	34,10	37,82	40,68	43,12	45,13
B	5,96	16,63	25,60	34,64	42,11	47,43	51,77	55,41	58,43	60,55
CCC	20,01	34,52	44,83	52,26	56,91	59,98	62,38	64,40	65,90	66,58
CC	41,51	61,08	74,18	80,13	83,10	85,06	86,30	86,86	87,28	87,28

Izvor: Standard & Poor's Global Ratings (2018), Annual Global Structured Finance Default Study and Rating Transitions, New York, str.11.

Globalni makroekonomski faktori kroz 2018. godinu održavaju rast izdavanja strukturnih financijskih proizvoda te su prognoze da će do kraja godine razina novih izdanja dostići \$1 bilijun. Ovo je samo nastavak snažnog rasta koji je započeo u 2017. godini, kada su ukupna svjetska izdanja zabilježila rast od 39% u odnosu na 2016. godinu te su dostigla brojku od \$930 milijardi. Rast je podržan od strane godišnjeg rasta bruto domaćeg proizvoda Sjedinjenih Američkih Država u visini od 3%, dok se rast od 2% bilježi u Kanadi i većini Europe. Države Azije i Pacifika bilježe kontinuirani rast što također pozitivno utječe na rast globalnih izdanja.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> Op.cit., (2018), Global Securitization on pace for \$1 trillion in 2018, str. 2-5.



## 4.2. Analiza utjecaja sekuritizacije na krizu drugorazrednih kredita

Epicentar i uvertira u globalnu financijsku krizu je kriza drugorazrednih kredita koja se može promatrati kroz rast cijena nekretnina ili kroz ekspanziju kredita koji su pak korišteni za kupovinu nekretnina te se začarani krug može jednostavno uočiti. Unutar sekuritizacijskog sistema postoje razni subjekti koji u vrijeme vrhunca kreditne ekspanzije nisu dovoljno pratili rizike vrijednosnica. Tako unutar ovog procesnog lanca postoje već spomenuti kreditni originatori, komercijalne banke, investicijske, banke, agencije za kreditni rejting, federalna vlada, supervizori, a prije svih njih tu je primarni dužnik. Naime, gotovo svima je odgovarao rast kreditnih plasmana od primarnih dužnika koji su lakše mogli doći do sredstava da bi riješili stambeno pitanje, kreditnih rejting agencija kojima su velike udjele u prihodima činile usluge davanja kreditnih rejtinga za strukturne proizvode, te banaka koje su zarađivale na naknadama za izdavanje vrijednosnica.

Počeci krize pojavljuju se nakon 2003. godine kada je počeo ubrzani rast nekonvencionalnih drugorazrednih tržišta koja su narasla s 10% tržišnog udjela na gotovo 70% tijekom 2007. godine. Transformacija hipotekarnih vrijednosnica također se može opisati kao dramatična i munjevita kao što je bio i rast tržišnog udjela. Manjak ponude prvorazrednih kredita nakon 2003. godine dodatno je utjecao na ovu promjenu. Da bi zadržali visoke profite i količinu novih izdanja, originatori su bili u agresivnoj potrazi za novim izvorom svježih kredita te su ih pronašli u “nekonvencionalnim” tržištima kao što su B/C, Alt-A i HEL-ima (engl. home equity loans). Rezultat je bio taj da je drugorazredni sektor tržišta koji je do tada bio zanemariv, postao glavni dio financijskog tržišta.<sup>56</sup>

Tržište sekuritiziranih vrijednosnica u pretkrizno razdoblje smatrano je kao disperzirano što se tiče rizika, i raspršeno kada su u pitanju originatori no stvarno stanje je bilo drugačije. Naime, kako je tržište raslo postajalo je sve koncentriranije a samim tim i rizičnije. U usporedbi sa 1996. godinom kada je pet najvećih originatora imalo udio u ukupnom tržištu nešto više od 20%, 2007. godine taj tržišni udio je narastao na preko 50%, smanjujući disperziju i povećavajući koncentracijski rizik. Nakon “pucanja balona” 2007. godine, rizici su se realizirali kao

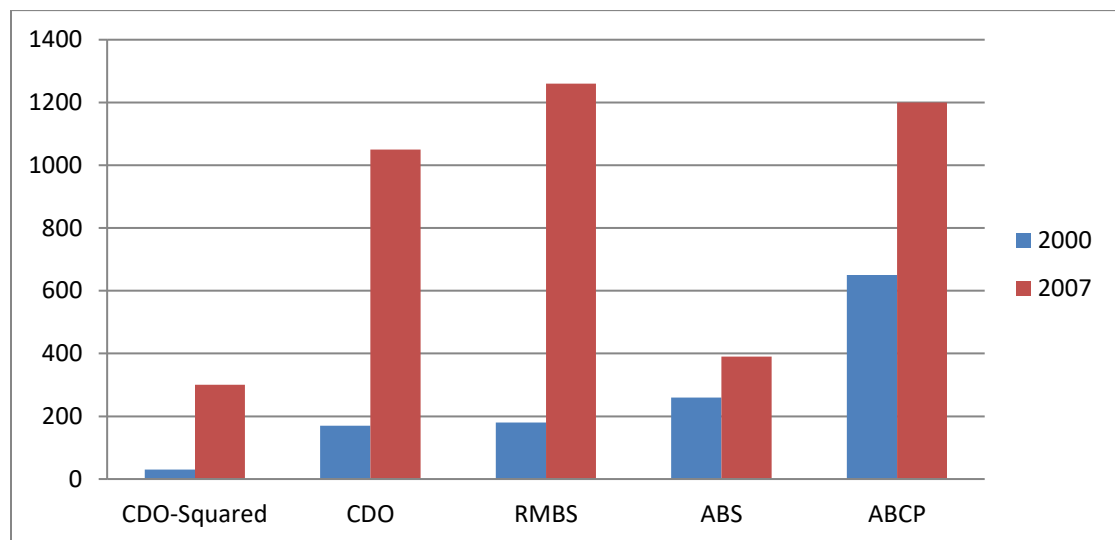
---

<sup>56</sup> Goldstein A. i Fligstein N. (2010), *The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis*, Berkeley, Kalifornija, SAD, Sveučilište Bekeley, str. 9.

nepovoljni scenariji te je osam od deset najvećih originatora drugorazrednih hipotekarnih vrijednosnica i sedam od deset najvećih zajmodavaca drugorazrednih kredita bankrotiralo.

Banke su zarađivale od sekuritiziranih vrijednosnica na više načina u isto vrijeme, tako su i primali naknade za izdavanje i zarade od neto novčanog priljeva hipotekarnih vrijednosnica koje su odlučili zadržati. Zarade od držanja vrijednosnica (MBS) su bile toliko isplative da su se banke počele zaduživati radi kupnje hipotekarnih kredita, koje bi zatim pakirali u hipotekarne vrijednosnice te ih zadržali radi visokog povrata. U početku su udjeli prodavani investitorima, no povoljna makroekonomska kretanja od 2002. godine pa na dalje dovela su do snižavanja kamatnih stopa po kojima su se banke zaduživale (do 2%), što je bio dodatni poticaj novom valu zaduživanja radi stvaranja i držanja vrijednosnica. Tako su u razdoblju od 2002. godine do 2007. godine, komercijalne banke povećale svoje investicije u MBS vrijednosnice sa \$650 milijardi na \$1,1 bilijun. Ostali privatni investitori (uključujući hedge fondove) tijekom istog razdoblja, povećali su svoja vlasništva MBS vrijednosnica sa \$25 milijardi na \$700 milijardi. Investicijski fondovi također su počeli kupovati MBS vrijednosnice te je razina njihovih investicija narasla sa \$400 milijardi na \$850 milijardi. Strani investitori su se priključili trendu te su povećali razinu investicija sa \$200 milijardi na \$1,2 bilijuna. Ovo ukazuje na veliki svjetski apetit za što se tada smatralo investicijom koja je sigurna a ujedno ostvaruje visoke prinose.<sup>57</sup>

Grafikon 1. Globalna privatna sekuritizacijska izdanja (milijarde \$)



Izvor: IMF (2009), *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*, Washington, str. 13.

<sup>57</sup> Op.cit., (2010), *The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis*, str. 23.

Rast investicija zabilježen je i u drugim tržištima sekuritiziranih vrijednosnica koja su doprinijela nastanku krize. Tako su rasla tržišta CDO vrijednosnica i CDS izvedenica. To su također tržišta koja nisu bila regulirana od strane supervizorskih tijela. Posebno se treba naglasiti kompleksnost vrednovanja kada su u pitanju kolateralizirane vrijednosnice, na kojima su investitori ostvarili ogromne gubitke. Što se tiče CDS kreditnih izvedenica, njihovom aktivacijom stvoreni su dodatni pritisci na tržišta, točnije osiguravajuće kuće koje su trebale pokriti gubitke kada nastupe scenariji neplaćanja. Problem je bio što je visina gubitka na tržištu ovih izvedenica bila dosta viša nego što je to očekivano. To je s jedne strane značilo da su firme koje su se osigurale od nastanka statusa neplaćanja našle upravo u takvoj situaciji a s druge strane da su osiguratelji u mogućoj situaciji da neće moći ispoštovati sve ugovore osiguranja. Kupci CDS izvedenica bili su i tržišni subjekti koji nisu imali izloženosti riziku od kojeg se osiguravaju, već su ulagali u takvu vrstu izvedenica iz špekulativnih razloga.

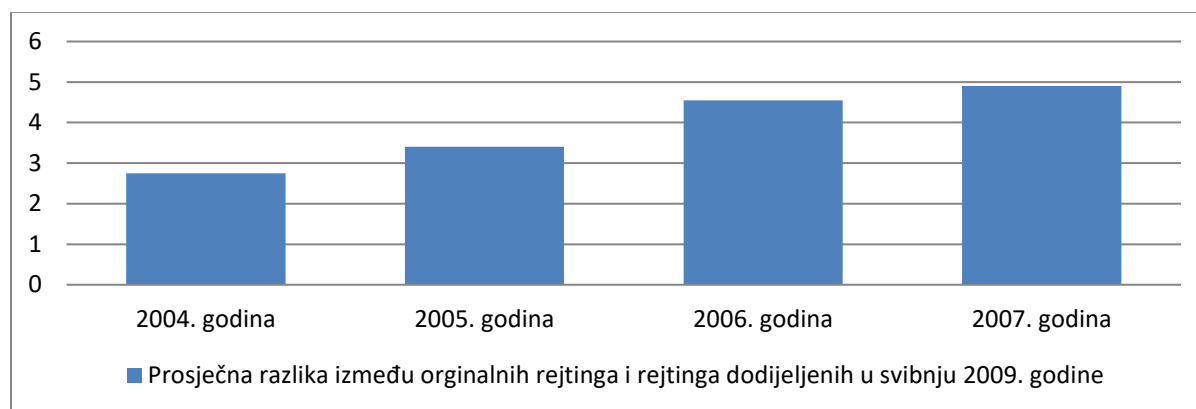
Bitna uloga agencija za kreditni rejting u sekuritizacijskom procesu rezultirala je velikom odgovornošću tih istih rejting agencija za početak krize hipotekarnog tržišta. Naime, u sami centar odgovornosti za netočno dodijeljene rejtinge stavljane su često nazivane tri nacionalno priznate statističke rejting agencije (engl. NRSRO – Nationally recognized statistical rating organization), Moody's, Standard & Poor's i Fitch. Organizacije koje su u pretkrizno razdoblje imale 97% tržišnog udjela. Strukturni proizvodi su bili veoma unosni kako za banke tako i za rejting agencije. Tako su prihodi od dodjeljivanja rejtinga strukturnim vrijednosnicama sezali do čak 40% ukupnih prihoda. Poslovni modeli agencija u kojima izdavači vrijednosnica plaćaju za dodjeljivanje rejtinga bili su izvori potencijalnih sukoba interesa između organizacija za kreditni rejting i aranžera. U nekim slučajevima aranžeri su radili skupa s agentima rejting agencija kako bi orkestrirali specifičan rejting iz razloga osiguranja dovoljne potražnje za tim vrijednosnicama. Nadalje, regulatori diljem svijeta učinili su kreditni rejting integralnom komponentom za procjenu kreditnog rizika, čak je i većina bankarskih institucija morala koristiti rejtinge od strane specijaliziranih rejting agencija u računanju kapitalnih zahtjeva kada su u pitanju vrijednosnice na osnovi imovine i vrijednosnice na osnovi hipotekarnih kredita.<sup>58</sup> Agencije za kreditni rejting su koristile kompleksne modele pri ocjenjivanju složenih vrijednosnica kao što su kolateralizirane dužničke obligacije. Odstupanja (greške) koja su se pojavljivala u tim modelima

---

<sup>58</sup> IMF Working Paper (2013) Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead, Washington, SAD, str. 21.

rezultirala su 2007. godine mnogobrojnim ispravicima netočnih rejtinga. S toga je nedostupnost dubinskih informacija (koje su pak bile dostupne rejting agencijama) široj investicijskoj javnosti o strukturnim vrijednosnicama dovela do velikog utjecaja dodijeljenih rejtinga na potražnju za vrijednosnicama te do pretjeranog oslanjanja na kreditne rejtinge.

Grafikon 2. Prosječne veličine snižavanja kreditnih rejtinga Alt-a, B/C i HEL vrijednosnica



Izvor: Goldstein A. i Fligstein N. *The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis* (2010), Berkeley University of California, Berkeley, str. 63.

Alt-a, B/C i HEL vrijednosnice izdane 2007. godine ponovnom dodjelom rejtinga u 2009. godine u prosjeku su dobile 5 kreditnih razreda niži rejting no što je bio u godini izdanja. Ovo se može djelomično objasniti odobri i distribuiraj modelom (engl. Originate to Distribute Model) koji se povezuje s ekspanzivnim politikama originatora. Naime, banke su sve više počele odobravati kredite s namjerom da ih prepakiraju i prodaju investitorima u usporedbi s klasičnim modelom držanja kredita do dospijeca. Financijske institucije plasirale su na tržište sve veću količinu vrijednosnica koje su imale investicijske rejtinge. Problem kod Odobri i distribuiraj modela je taj da će vrijednosnice biti kvalitetne koliko i jedinice od kojih su sastavljene (npr. stambeni krediti). Ako je ishodišna imovina nekvalitetna i vrijednosnice će biti (engl. garbage in garbage out). Kako su kreditne politike labavile, tako je i kvaliteta dužnika bila sve lošija a samim tim su i sekuritizirane vrijednosnice postale manje otporne na rizike. Iako se ovaj fenomen često citira kao stavka koja je najviše doprinijela krizi, važno je napomenuti da su financijski sektori država

gdje se nije koristio model odobri-i-distribuiraj, također pretrpjela velika previranja (kao što je to Španjolska).<sup>59</sup>

### **4.3. Analiza utjecaja sekuritizacije na gospodarstvo unutar Europske Unije**

Sekuritizacija koja je provedena unutar Europske Unije pokazala je dobre performanse, zdravije fundamentalne temelje i veću otpornost na turbulentnost krize u usporedbi sa strukturnim proizvodima koji su proizašli iz tržišta SAD-a. Izdavanje sekuritizacijskih vrijednosnica je u laganom ali konstantnom padu od 2009. godine (kriza Eurozone) kada je bilo € 423,9 milijardi novih izdavanja u usporedbi sa € 236,5 milijardi 2017. godine. Izdanja po sektorima 2017. godine su bila ABS € 52,9 milijardi, CDO/CLO € 48,7 milijardi, CMBS € 0,9 milijardi, RMBS € 119 milijardi te SME € 14,9 milijardi. Gledajući kreditne rejtinge vrijednosnica izdanih unutar Europske Unije, u 2017. godini 48% (€ 113 milijardi od € 236,4 milijarde) volumena izdanja vrijednosnica ocijenjeno je AAA kreditnim rejtingom, dok je u SAD-u, 18% (€ 343 milijarde od € 1899,3 milijarde) ukupnog volumena izdanja ocijenjeno AAA rejtingom. Najčešći iznosi izdanja na tržištu Europske Unije i na tržištu SAD-a bili su između € 0,1 milijardi i € 1 milijarde, tako je u 2018. godini na europskom tlu 87% izdanja unutar tih razmjera, dok je u SAD-u taj iznos na visini od 61%.

Osim što je došlo do velike promjene u volumenu izdanja došlo je i do promjene funkcije sekuritizacije. U 2008. godini, na vrhuncu financijske krize, kada su normalni izvori međubankovnog financiranja pristali dostizati, centralne banke su počele prihvaćati sekuritizacijske vrijednosnice kao kolateral pri davanju zajmova. Rezultat ovoga je da su banke promijenile pogled oko funkcije sekuritizacije te su počele zadržavati sekuritizirane vrijednosnice na bilancama, koristeći ih kao kolateral za repo aukcije ili ostale oblike osiguranog kreditiranja.<sup>60</sup> Naime, 47% svih izdanja 2017. godine plasirani su investitorima dok je 53% zadržano na bilancama financijskih institucija. U usporedbi sa 2010. godinom kada je od ukupnih € 378 milijardi, 75% je bilo namijenjeno investitorima, a ostatak zadržan na bilancama.

---

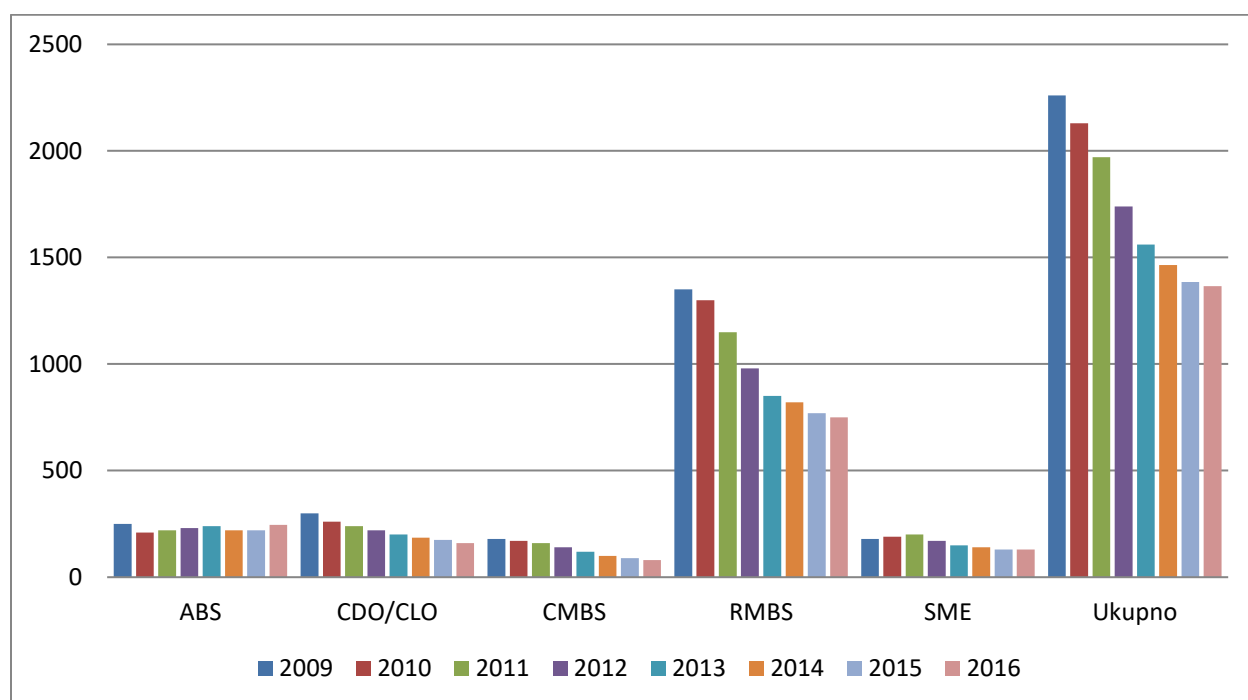
<sup>59</sup> Op.cit., (2013), Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead, str. 16.

<sup>60</sup> AFME (2014), High-quality securitisation for Europe, London Ujedinjeno Kraljevstvo, str.15.

Prelazak na ovu funkciju sekuritizacije imao je i negativnu stranu, a to je smanjenje likvidnost tržišta vrijednosnica.

Nakon drugog kvartala 2018. godine, ukupan iznos izdanih vrijednosnica unutar Europske Unije iznosio je € 1211 milijardi. Gledano po kolateralu € 220 milijardi odnosilo se na ABS, CDO/CLO € 125 milijardi, CMBS € 49 milijardi, RMBS € 77 milijardi, SME €77 milijardi te WBS € 63 milijarde.<sup>61</sup>

Grafikon 3. Sekuritizacijsko tržište po kolateralima u Europskoj Uniji u periodu od 2009. godine do 2016. godine (milijarde €)



Izvor: Kraemer E. H. (2017) SME securitization in Europe, Luxemburg, str. 5.

Koristi od sekuritizacije za ekonomiju Europske Unije idu iznad direktnog efekta financiranja srednji i malih poduzeća i hipotekarnih kredita. Pomažući bankama da recikliraju i premjeste kapital, one postaju zdravije institucije s više oslobođenog kapitala za daljnja kreditiranja u realnoj ekonomiji. Ipak razina izdanja je u padu, dijelom iz razloga regulatornih nesigurnosti, slabog ekonomskog rasta i neobičnih monetarnih uvjeta koje čine sekuritizaciju skupom i kompliciranom u usporedbi s direktnim kreditiranjem centralnih banaka.<sup>62</sup> Utjecaj sekuritizacije

<sup>61</sup> AFME (2017), Securitisation Data report, London Ujedinjeno Kraljevstvo, str.15.

<sup>62</sup> Op.cit., (2014), High-quality securitisation for Europe, str.15.

na ekonomiju Europske Unije teško je kvantitativno izraziti, no moguće je uvidjeti kako su različita gospodarstva zemalja članica koristila sekuritizaciju u druge svrhe. Tako u Njemačkoj koja je najveći udio sekuritizacije u BDP-u imala 2008. godini kada je iznosio 2,88%, najviše izdanja su imale i imaju auto vrijednosnice. U Nizozemskoj gdje je vrhunac udjela sekuritizacije u BDP-u bio u 2007. godini (16,15%), najizraženiji je sektor vrijednosnica na osnovi rezidencijalnih hipotekarnih kredita. Nadalje, Ujedinjeno Kraljevstvo je 2008. godine imalo udio sekuritizacije u BDP-u 13,89%, no taj iznos je u 2018. godini pao na 2,45%, najviše se izdaju RMBS, ABS, CMBS i SME vrijednosnice. Ukupan iznos izdanja svih oblika kolaterala na tržištu Ujedinjenog kraljevstva u 2018. godine iznosi € 58,7 milijardi. Kako je već prije naglašeno utjecaj pada udjela sekuritizacije u postkriznom razdoblju na promjenu gospodarskog rasta teško je analizirati, no uočljiv je pad ponude kredita.

Tablica 7. Visina novih sekuritizacijskih plasmana i udjela sekuritizacije u BDP-u odabranih zemalja (milijarde €)

		2014	2015	2016	2017	2018
Njemačka	Sekuritizirana izdanja	18,4	45,1	17,5	12,9	12,7
	Udio SEK u BDP-u	0,62%	1,48%	0,56%	0,39%	0,38%
Francuska	Sekuritizirana izdanja	50,6	17,0	20,3	36,9	19,5
	Udio SEK u BDP-u	1,77%	0,70%	0,82%	1,43%	0,70%
Ujedinjeno Kraljevstvo	Sekuritizirana izdanja	49,1	45,9	55,1	47,2	58,7
	Udio SEK u BDP-u	2,14%	1,76%	2,29%	2,02%	2,45%
Italija	Sekuritizirana izdanja	19,2	33,7	41,3	29,5	47,4
	Udio SEK u BDP-u	1,19%	2,04%	2,45%	1,71%	2,69%
Europska unija	Sekuritizirana izdanja	216,0	216,4	237,6	236,5	269,4
	Udio SEK u BDP-u	2,13%	2,05%	2,19%	2,11%	2,33%

Izvor: Autor prema AFME (2018), Securitisation Data report 2018, Ujedinjeno Kraljevstvo, str. 14.

Financijske krize ili dugoročne ekonomske kontrakcije kod banaka utječu na rapidni rast neprihodujuće izloženosti (engl. NPE – non performing exposure). U kontekstu Europe, makro-financijski stresovi kroz posljednje krize rezultirali su značajnim rastom neprihodujuće izloženosti kod 130 najvećih europskih banaka, te one drže približno € 900 milijardi oštećene imovine.<sup>63</sup> Jedan od oblika oslobađanja banaka od ovog problema je sekuritizacija loših kredita. Italija, članica čije su banke akumulirale velike količine loših potraživanja, predvodnica je u ovom sekuritizacijskom sektoru. Ovaj oblik sekuritizacije pruža bankama izlaz iz situacije kada su im bilance pretrpane lošim potraživanjima. Kako bi ovaj oblik vrijednosnica učinili primamljivijim za investitore, razvijen je poseban oblik državnih garancija da će senior tranša biti u potpunosti otplaćena. Prednost ovog oblika sekuritizacije je što se banke mogu riješiti ogromne količine loših potraživanja u samo jednom pokušaju, dok je investitorima omogućeno upravljanje rizicima ulaganjem u različite tranše.

Osnovu gospodarstva Europske Unije čine mala i srednja poduzeća (engl. SME – Small and Medium sized enterprises) kojima pripadaju 99% europskih poslovnih tijela. Većina novih poslova koji se otvaraju, stvoreni su unutar ovoga sektora (> 80%). Kako većina poduzeća unutar ove kategorije nije dostigla zadovoljavajuću razinu samofinanciranja kroz izdavanje obveznica, dionica ili komercijalnih zapisa, pretežito se oslanjaju na bankovno zaduživanje. U bankarskoj industriji financiranje malih i srednjih poduzeća smatra više riskantnim nego financiranje velikih poduzeća, stoga je stvorena razlika u ponudi i potražnji za sredstvima. Sekuritizacijom kredita malih i srednjih poduzeća mogao bi se smanjiti razdor između ponude i potražnje za financiranjem. Krediti SME-u su nelikvidni i rizični za originatore, što govori da osim što ih je teško prodati oni su i kapitalno intenzivni. Za banke je pogodno što sekuritizacijom ovih potraživanja ostvaruju transfer rizika na investitore kapitalnog tržišta, osim ovoga stvaraju likvidnije vrijednosnice no što su to prije bili krediti. Kapital koji je tako oslobođen može se preusmjeriti u daljnja financiranja originatora. I u ovom sektoru sekuritizacije prevladava zadržavanje sredstava na bilancama radi repo aukcija ili drugih oblika osiguranog zaduživanja, dok plasiranja investitorima čine zanemariv udio. U razdoblju od 2007. godine do 2013. godine izdano je € 103 milijarde sekuritiziranih vrijednosnica na osnovi kredita malim i srednjim poduzećima. Ove vrijednosnice su pokazale dobre performanse te je kumulativna stopa

---

<sup>63</sup> European Central Bank (2015), Financial Stability Review – Resolving the legacy of non performing exposures in euro area banks, Frankfurt, Njemačka, str. 1.



neplaćanja kroz sve tranše bila 0,41%.<sup>64</sup> Ojačavanjem sekuritizacije kredita malih i srednjih poduzeća na direktan način se može pomoći realnoj ekonomiji.

Nekoliko godina nakon završetka financijske krize, europska SME sekuritizacije nije oporavljena. Originatorima i investitorima je potrebna sigurnost i jasnoća. Razumno definirani kriteriji za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu (STS) sekuritizaciju, koja bi trebala imati preferencijalni regulatorni tretman. U svrhu ovog konteksta, 2016. godine Europsko Vijeće je započelo legislativu o sekuritizacijskom paketu. Koncept paketa je u dvije regulacije. Prva se odnosi na proces kojim je sekuritizacija strukturirana (cilja na osiguranje konzistentnosti i konvergenciju kroz različite sektore te na pojednostavljenje pravila). Druga regulacija se odnosi na kapitalne zahtjeve banaka, koje drže pozicije u sekuritizacijskim vrijednosnicama.<sup>65</sup> Kako bi napredak sekuritiziranog tržišta bio stabilan i održiv potrebna je i povoljna klasifikacija stavki za investitore. Naime, takva klasifikacija unutar regulatornih propisa zahtijeva da se ulaganjem u tu vrstu vrijednosnica ne tereti investitore za dodatne kapitalne zahtjeve u usporedbi sa vrijednosnicama sličnih klasifikacija. Drugim riječima bi značilo, da ako sekuritizirane vrijednosnice na osnovi hipotekarnih kredita znače za investitore dodatna kapitalna izdvajanja, mogu biti zamijenjena ulaganjem u osigurane obveznice.

#### **4.4. Mogućnosti primjene sekuritizacije u Republici Hrvatskoj**

U donekle konsolidiranim financijskim sustavima tranzicijskih zemalja tržište vrijednosnica još uvijek nije aktivni segment financijskog tržišta. Hrvatska primjerice ima potpuno nerazvijeno kreditno tržište zadužnica pa izložena kretanja upućuju na mogućnost, ali na potrebu daleko snažnije sekuritizacije obveza države u politici javnog duga, emisija korporacijskih zadužnica, sekuritizacije obveza banaka i posebno pribavljanje privatnih izvora sredstava emisijama zadužnica od strane jedine specijalizirane državne financijske institucije, Hrvatske banke za obnovu i razvoj.<sup>66</sup>

---

<sup>64</sup> Op.cit., (2014), High-quality securitisation for Europe, str.11.

<sup>65</sup> Op.cit., (2017), SME Securitization in Europe, str. 6.

<sup>66</sup> Op.cit., (2005), Sekuritizacijske tehnike, novi izvori financiranja i prilagodba rizika, str. 1-15.

Donošenjem uredbe Europskog Parlamenta i Vijeća o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju zamijenio se i nadopunio dotadašnji zakon o sekuritizaciji. Uredbom se definiraju pojam sekuritizacije i transakcije koje u to spadaju, smjernice za provođenje dubinskih analiza koje institucionalni ulagači moraju provesti. Nadalje, definira se sekuritizacijski subjekt posebne namjene (SSPN) i njegove dopuštene djelatnosti. Od oblika sekuritizacije, strukture mogu biti definirane kao tradicionalna sekuritizacija kod kojih se sekuritizirane izloženosti prenose na SSPN te se na to izdaju vrijednosni papiri, te sintetska sekuritizacija koja označava postizanje prijenosa sekuritiziranog rizika pomoću izvedenica. Postoji mogućnost izdavanja sekuritiziranih vrijednosnica na rok kraći od godine dana (kratkoročno), te se taj oblik definira kao komercijalni zapisi osigurani imovinom (engl. ABCP – asset backed commercial paper). Osim ovih definiraju se pojmovi kao što su: sponzor, ulagač, institucionalni ulagač, serviser, inicijator, resekuritizacija, tranša, tranša prvog gubitka, obnovljiva sekuritizacija...

Prije svega u Hrvatskoj još uvijek stupanj razvoja tržišta kapitala nije zadovoljavajući, pa je prerano govoriti o stupnju razvoja sekundarnog tržišta koje još nije niti u povojima. Stoga bi se mogla obratiti pozornost kreatorima ekonomske politike na osiguranje preduvjeta za razvoj tržišta kapitala koji se u osnovi svode na stabilno makroekonomsko okruženje, legalne, porezne i regulatorne okvire, standardizaciju postupka i operacija na primarnom tržištu. Značajan pozitivni pomak i napredak institucionalizacije HANFE je u tome što su poslovi nadzora tržišta financijskih usluga ujedinjeni u jednu krovnu instituciju. Budući da poslovi oko sekuritizacije obuhvaćaju najvećim dijelom aktivnosti oko kreiranja i uvođenja novih vrijednosnica na financijsko tržište navedena institucija imat će značajan utjecaj.<sup>67</sup>

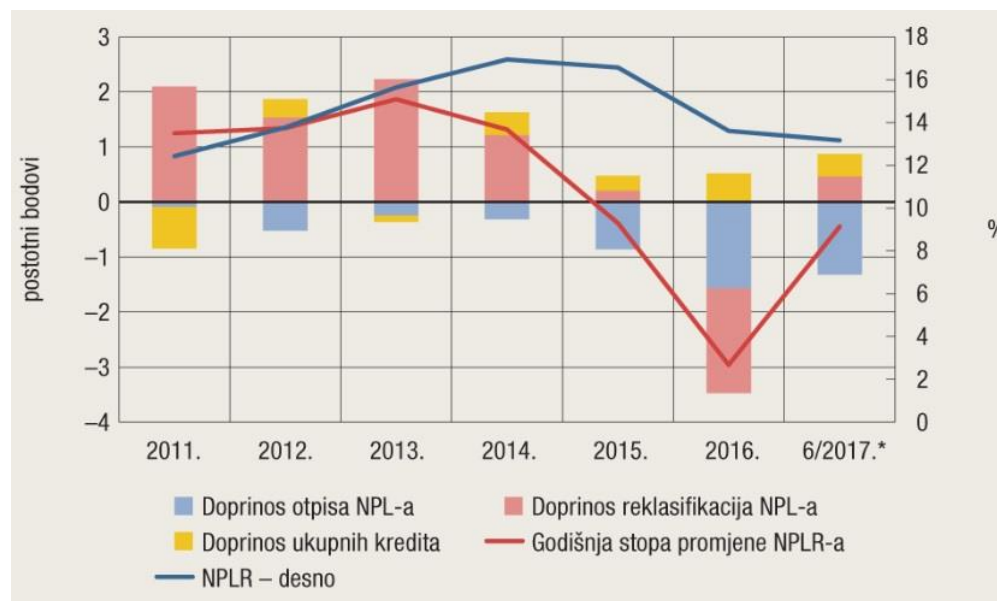
Ukupna kreditna potraživanja u RH iznose HRK 251 milijardu, unutar kojih je najveću stavku čine krediti stanovništvu kod kojih prevladavaju stambeni krediti od HRK 49,5 milijardi, iza kojih slijede gotovinski nenamjenski krediti u iznosu od HRK 45,7 milijardi, te HRK 3.6 milijardi kredita po kreditnim karticama. Od kredita nefinancijskim društvima najviše je plasirano u prerađivačku industriju (HRK 18,8 milijardi), trgovinu na veliko i na malo (HRK 15,9 milijardi), djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane (HRK 11 milijardi), te u sektor građevinarstva (HRK 7,3 milijarde). Udio nenaplativih kredita ( engl. NPL – non-

---

<sup>67</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 286.

performing loans) iznosi 11,19%, te bilježi snižavanje od sredine 2015. godine kada je dostigao rekordnu razinu od 17,34%, iako je udio NPL-ova u silaznoj putanji još uvijek je na visokoj razini. Gledajući stope neplaćanja po sektorima koji su pogodni za sekuritizaciju, bilježe se niske stope nenaplativih kredita pa tako stambeni krediti imaju razinu od 5,9% , krediti za auta 5,83% te krediti po kreditnim karticama 2,53%. Unutar kredita nefinancijskim društvima najviša razina neprihodonosnih plasmana je u sektoru građevine te iznosi 53,5 %. Problemi koji dolaze s visokim udjelima neprihodonosnih plasmana su: percepcija banke kao rizičnijom, skuplji izvori sredstava za banku te posljedično skuplji izvori za klijente, manja konkurentnost, otežano ispunjenje regulatornih zahtjeva. Problem visoke razine nenaplativih kredita banke su počele rješavati prodajom plasmana specijaliziranim poduzećima za naplatu potraživanja te je to razlog pada udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima. Tako je iz bilanci banaka kroz 2017. godinu uklonjeno HRK 8,34 milijarde, a kroz prvu polovicu 2018. godine približno HRK 2 milijarde loših plasmana koji su prodani specijaliziranim poduzećima za naplatu potraživanja. Sekuritizacijom nenaplativih kredita također se može riješiti problem visokog udjela NPL-ova te se ovaj oblik najviše koristi u Italiji u sklopu GACS programa koji omogućuje bankama rješavanje ogromne količine nenaplativih kredita iz samo jednog pokušaja.

Slika 2. Dekompozicija promjene udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima u recentnom razdoblju



Izvor: HNB (2017), Makroprudencijalna dijagnostika, Zagreb, Hrvatska, str. 10.

Značajna vrsta potraživanja koja se često sekuritizira u razvijenim financijskim sustavima su i potraživanja po kreditnim karticama. Intenzitet i značajne primjene kartica u platnom prometu mjeri se i brojem i vrijednošću transakcija.<sup>68</sup> Kroz prvih devet mjeseci 2018. godine ukupan broj kartičnih transakcija je približno 304 milijuna transakcija što gledano kroz vrijednosti transakcija iznosi HRK 109 milijardi.

Postoje i brojne druge mogućnosti primjene tehnike sekuritizacije potraživanja u Hrvatskoj. Primjerice primici od prodanih tramvajskih (ZET), željezničkih (HŽ) i avionskih karata (Croatia Airlines), uplate od igara na sreću (Hrvatska lutrija), režijski primici troškova vodoopskrbe, opskrbe električnom energijom (HEP), primici od cestarina za autocestu (HAC) i druge komunalne naknade. Također, u teorijskoj razini, postoji i mogućnost sekuritizacije cjelokupne linije poslovanja za sve poslovne subjekte koji posluju efikasno i čije novčane tokove je jednostavno prognozirati.<sup>69</sup>

U Engleskoj postojali pokušaji sekuritizacije prodanih karata za nogometne utakmice (Arsenal, Leicester City, Ipswich Town, Leeds United) ali je velika većina tih transakcija neslavno završila ispadanjem kluba u nižu ligu što sa sobom donosi financijski šok. Nadalje, izgradnja ili renoviranje željeznica moguća je uz pomoć sekuritizacije ali samo ukoliko postoji isplativost i mogućnost prognoze novčanog toka tog pothvata. Kina je provela ovakav oblik investicije potpomognut sekuritizacijom prilikom izgradnje brze željezničke pruge Peking – Šangaj.

Mogućnost provedbe sekuritizacije postoji no kreditne institucije su navele niz razloga i ograničavajućih čimbenika zbog kojih do sada nisu ušle u poslove sekuritizacije među kojima se ističu: neprimjerenost ovih poslova veličini, malom opsegu poslovanja, poslovnoj strategiji te profilu rizičnosti kreditne institucije, nedostatak zakonske podloge, nepostojanje jasne regulatorne osnove, složenost poslova, veliki organizacijski i tehnički zahtjevi, velika početna ulaganja pa s tim u vezi nedovoljni resursi i neodgovarajuća informatička podrška, nedovoljno poznavanje ovog područja, neadekvatna imovina za stvaranje sekuritizacijskih poolova, upitna mogućnost za plasman kreiranih vrijednosnica, trenutno stanje na tržištu kapitala u RH i

---

<sup>68</sup> Op.cit., (2007), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, str. 292.

<sup>69</sup> Ibid, str. 295.

nedostatak poslovne prakse.<sup>70</sup> Nadalje, velika većina kreditnih institucija koje posluju u Hrvatskoj isključuju mogućnost upotrebe sekuritizacije u skoroj budućnosti.

Kreditne institucije uglavnom nisu razmatrale koje bi ciljeve mogle ostvariti ulaskom u poslove sekuritizacije i nisu razmatrale kvantitativne učinke tog ulaska. Ipak, neke su navele sljedeće ciljeve koje bi ostvarile ulaskom u ove poslove: poboljšanje kvalitete imovine i poboljšanje likvidnosne pozicije, prinose i dodatna sredstva, olakšanje pristupa do izvora klijentima banke i osiguranje dugoročnih projekata te povećanje obujma i profitabilnosti poslovanja.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> HNB (2012) Rezultati studije kvantitativnog učinka prijedloga uredbe i direktive o kapitalnim zahtjevima, Zagreb, Hrvatska , str. 12.

<sup>71</sup> Op.cit., (2012), Rezultati studije kvantitativnog učinka prijedloga uredbe i direktive o kapitalnim zahtjevima, str. 13.

## 5. Zaključak

U svijetu konstantnih inovacija i poboljšanja, sekuritizacija je proizašla kao produkt potrage za višim profitom, te je taj produkt također indirektno utjecao na efikasnost tržišta. Tržišnim subjektima dana je mogućnost povećanja kapaciteta, sigurnosti i profita a ujedno zadovoljavajući regulatorne zahtjeve. Sekuritizacija je od početka bila prihvaćena kao pozitivna financijska inovacija, jer je potraživanja iz jednog dijela tržišta koji su smatrani neatraktivnim i teško utrživim pretvorila u likvidne vrijednosnice. U današnje vrijeme, sa sekuritizacijom se uglavnom povezuje nezdrava imovina koja će kao rezultat imati neželjene posljedice. Te se kao glavni primjer navodi financijska kriza drugorazrednih kredita. Vrijednosnice sekuritizacije imat će rezultate kao i ishodišna imovina od kojih je sekuritizacijski paket sastavljen. Ako je imovina toksična i vrijednosnica će biti. No, ako je vrijednosnica sastavljena od zdravih potraživanja (ako je banka utvrdila visoku sposobnost otplate duga), vrijednosnica će biti u mogućnosti preživjeti tržišne turbulencije. Sekuritizacijske strukture su inovirane u veoma kompleksne vrijednosnice, te veliku ulogu na tržištu imaju agencije za kreditni rejting, koje bi trebale biti financijski policajci te navoditi investitore kako bi izbjegli nepovoljne scenarije.

Tržište SAD-a kao najveće tržište nastavlja predvoditi u sektoru sekuritizacije, no još nije dostiglo pretkrizne razine, dijelom iz pada zainteresiranosti za ovim oblikom (najviše zbog straha da je su vrijednosnice toksične), te dijelom zbog postroženih regulatornih zahtjeva. Kada je u pitanju Europska Unija, tržište sekuritizacije održalo se na donekle stabilnoj razini iz razloga neobičnih monetarnih politika ECB-a. Nadalje, sporst razvijanja modela korištenja SME sekuritizacija unutar Europske Unije utječe na to da se blokira pristup financiranju onima kojima je to najpotrebnije, te onima koji mogu koristiti eksterno financiranje radi rasta i širenja. Sekuritizacija u Hrvatskoj najvećim dijelom nije zaživjela iz nezainteresiranosti financijskih institucija za ovim proizvodom te nekolicina njih navodi da ni u srednjem roku ne planiraju koristiti ovaj oblik financiranja, a što se tiče ostalih poslovnih subjekata, uopće nema naznaka da bi koristili sekuritizaciju za postizanje ciljeva financiranja. To nam donekle daje odgovor na pitanje korištenja sekuritizacijskih vrijednosnica u Hrvatskoj.

## Literatura

1. Adams J. F., Smith D. J., (2018), Credit Analysis Models, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, Sjedinjenje Američke Države
2. AFME (službeni dokument), High-quality securitization for Europe, The market at a crossroads, (2014), (online). Dostupno na: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2014/afme-stn-securitisation-june2014.pdf> (02. svibnja .2018.)
3. AFME (službeni dokument), Securitisation Data report, (2018), (online). Dostupno na: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2017/afme-stn-q1-2017-securitisation-data-report.pdf> (30. travnja .2018.)
4. Arner D. Emerging market economies and government promotion of securitization (2002) Duke Journal of Comparative & International Law, London (online). Dostupno na: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1178&context=djcil> (10. svibnja 2018.)
5. Basel Committee on Banking Supervision, (službeni dokument), Basel 3 Document (2016.), Basel, Švicarska. Dostupno na: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d374.pdf> (23.kolovoza 2018.)
6. Benmelech E. i Dlugosz J. The alchemy of CDO credit ratings (2009) Harvard University, Cambridge, Massachusetts (online). Dostupno na: [https://ac.els-cdn.com/S0304393209000579/1-s2.0-S0304393209000579-main.pdf?\\_tid=8b598b72-509c-47f5-a453-1f8d390f7d0b&acdnat=1525725694\\_7ce4af4b459342e4c24dc34aec4e66a1](https://ac.els-cdn.com/S0304393209000579/1-s2.0-S0304393209000579-main.pdf?_tid=8b598b72-509c-47f5-a453-1f8d390f7d0b&acdnat=1525725694_7ce4af4b459342e4c24dc34aec4e66a1) (03. svibnja 2018.)
7. Chance D. M. (2013) Derivative Markets and Instruments, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, United States
8. Choudrhey M., Wilcox S. E., Fixed – Income Securities, (2013.), CFA Institute, Charlottesville, Virginia, United States
9. Christopher L. G. Fundamentals of Credit Analysis (2013), CFA Institute, Charlotsville, Virginia, Sjedinjenje Američke Države
10. Deacon J. (2004) Global Securitization and CDOs, John Wiley and Sons Ltd, Cichester, West Sussex, England

11. Deloitte (2017) Securitization Accounting Tenth edition, Deloitte, New York City, New York, SAD
12. Deloitte (2018) IFRS 9: the challenges for Securitisation entities, Deloitte, New York City, New York, SAD
13. ECB (službeni dokument), Financial Stability Review, (2015), (online), Frankfurt, Njemačka. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu> (30. listopada 2018.)
14. European Central Bank (službeni dokument), Guidance note on the definitions of “Financial Vehicle Corporation” and “Securitization” under regulation ECB/2008/30 (2012) European Central Bank (online). Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/guidancenotedefinitionsfvcsecuritisation2012en.pdf> (03. svibnja 2018)
15. European Central Bank (službeni dokument), Recent developments in securitization (2011) European Central Bank (online). Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recentdevelopmentinsecuritisation201102en.pdf> (05. svibnja 2018.)
16. Europska komisija, (službeni dokument), (2015), Uredba Europskog parlamenta i vijeća o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Bruxelles, Belgija. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/st12601.hr15.pdf> (11.07.19.)
17. Fabozzi J. F. (2015) Introduction to Asset- Backed Securities CFA Institute, Charlottesville, Virginia, Sjedinjenje Američke Države
18. Fell J., O'Brien M. i E. Resolving non-performing loans: a role for securitization and other financial structures (2017) European Central Bank (online). Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/shared/pdf/sfcfinancialstabilityreview201705.en.pdf?af953cafd6561fd288c85126163c7c04> (05. svibnja 2018.)
19. Goldstein A. i Fligstein N. Catalyst of Disaster: Subprime Mortgage Securitization and the Roots of the Great Recession (2011) Berkeley University of California, Berkeley (online). Dostupno na: <https://cloudfront.escholarship.org/dist/prd/content/qt83x2h03n/qt83x2h03n.pdf> (03. svibnja 2018.)



20. Goldstein A. i Fligstein N. The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis (2010) Berkeley University of California, Berkeley (online). Dostupno na: <http://irle.berkeley.edu/files/2010/The-Anatomy-of-the-Mortgage-Securitization-Crisis.pdf> (03. svibnja 2018.)
21. Gong D., Lighthart J. E., (2013), Does Corporate Income Taxation Affect Securitization, Tilburg, Nizozemska
22. Harris L. Market Organization and Structure (2013), CFA Institute (online), Los Angeles, S.A.D. Dostupno na: <https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/lharris/intellcont/Market%20Organization%20and%20Structure-1.pdf> (10. Svibnja 2018.)
23. HNB (službeni dokument), Rezultati studije kvantitativnog učinka prijedloga uredbe i direktive o kapitalnim zahtjevima, (2012),(online), Zagreb, Republika Hrvatska. Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (01. studenoga 2018.)
24. IMF Working Paper, Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead (2013), (službeni dokument) International Monetary Fund, Washington (online). Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Securitization-Lessons-Learned-and-the-Road-Ahead-41153> (03. svibnja 2018.)
25. Kara A. Marques-Ibanez D. Ongena S. Securitisation and Lending Standards: Evidence from the European Wholesale Loan Market (2011) European Central Bank (online). Dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1787595](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787595) (02.05.2018.)
26. Kara A., Marques-Ibanez D., Ongena S. Securitisation and credit quality (2009) European Central Bank (službeni dokument), (online). Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2009.en.pdf?51772152f5f3a4a0b3ebaf9560fee8c2> (15. travnja 2018.)
27. Kraemer-Eis H., SME securitization in Europe, (2017), (online), Luksemburg, Dostupno na: <http://www.eif.org> (30. listopada 2018.)
28. Leko V. Sekuritizacijske tehnike, novi izvori financiranja i prilagodba rizika (2005) Advreta, Grupa autora, Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Zagreb
29. Leko V., Božina L., ur., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Advreta, Zagreb, str. 123.

30. Marques-Ibanez D., Altunbas Y., Luevensteijn M. Competition and bank risk, The effect of securitization and bank capital (2014) European Central Bank (službeni dokument), (online). Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1678.pdf?a0f959da535c8f48c99fe5cb7b31d1e9> (20. travnja 2018.)
31. Narodne novine (2019) Zakon o porezu na dohodak, Zagreb: Narodne novine d.d., 115/16, 106/18
32. Pavković A. Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava (2007) doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb
33. Pavković A., (2017.), Regulacija i nadzor financijskog sustava, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb, Hrvatska
34. Porezna uprava (2015) Oporezivanje dohotka od kapitala: Deseto dopunjeno izdanje, Zagreb, Hrvatska. Dostupno na: [https://www.porezna-uprava.hr/HR\\_publicacije/Prirucnici\\_brosure/Kapital\\_\\_163.pdf](https://www.porezna-uprava.hr/HR_publicacije/Prirucnici_brosure/Kapital__163.pdf)
35. Pricewaterhouse Coopers (službeni dokument), (2011.), Creating and understanding of Special Purpose Vehicles, (online), London, Ujedinjeno Kraljevstvo. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> (05. listopada 2018.)
36. Pricewaterhouse Coopers, (službeni dokument), (2012.), Securitisation – achieving tax neutrality, (online), London, Ujedinjeno Kraljevstvo. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/structured-finance/pdf/pwc-securitisation-achieving-tax-neutrality-pdf.pdf> (25. kolovoza 2018.)
37. Pricewaterhouse Coopers, (službeni dokument), (2018.), IFRS 9, Financial Instruments, (online), London, Ujedinjeno Kraljevstvo. Dostupno na: <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf>
38. Purnanandam A. (2011) Originate-to-distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis Oxford University Press, Oxford University (online). Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/20869293> (06. svibnja 2018.)
39. Rose P. S. i Hudgins S. C. Upravljanje bankama i financijske usluge, osmo izdanje (2010) The McGraw-Hill Companies, Inc., Galveston

40. S&P Global Ratings (službeni dokument), (2016.), Annual Global Structured Finance Default Study And Rating Transitions (online), New York City, New York, SAD. Dostupno na: <https://www.spratings.com> (15. listopada 2018.)
41. S&P Global Ratings (službeni dokument), (2018.), Global Securitization on pace for \$1 trillion in 2018 (online), New York City, New York, Sjedinjene Američke Države. Dostupno na:  
<https://www.spratings.com/documents/20184/0/Global+Securitization+On+Pace+For+%241+Trillion+In+2018/8f1dd609-c3e8-469f-8b81-1175a7fe1bdb> (15. listopada 2018.)
42. Securities Industry and Financial Markets Association (službeni dokument) (2017), U.S. Securitization, Research report, SIFMA (online). Dostupno na: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/11/US-Securitization-First-Half-2017-11-01-SIFMA.pdf> (06. svibnja 2018.)
43. Suarez J. Securitisation Data report, European Structured Finance (2013) AFME (online). Dostupno na: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2017/afme-stn-securitisation-data-report-q4-2017.pdf> (02. svibnja 2018.)
44. Williams S. P. (2018), Intercorporate Investments, Sveučilište Virginia, Charlottesville, Virginia, SAD

Popis tablica:

Tablica 1. Pojednostavljen prikaz subjekata i njihovih funkcija u procesu sekuritizacije.....	7
Tablica 2. Karakteristike različitih strukturnih financijskih vrijednosnica.....	15
Tablica 3. Ključni rizici u sekuritizaciji potraživanja.....	24
Tablica 4. Reklasifikacija financijskih instrumenata.....	28
Tablica 5. Razina sekuritiziranih izdanja u SAD-u, (2015. godine -2018. godine).....	42
Tablica 6. Svjetske kumulativne stope neplaćanja sekuritiziranih vrijednosnica 1976. godine - 2016. godine (%).....	44
Tablica 7. Visina novih sekuritizacijskih plasmana i udjela sekuritizacije u BDP-u odabranih zemalja (milijarde €).....	51

Popis slika:

Slika 1. Standardni postupak sekuritizacije aktive ..... 10

Slika 2. Dekompozicija promjene udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima u recentnom razdoblju..... 55

Popis grafikona:

Grafikon 1. Globalna privatna sekuritizacijska izdanja.....	46
Grafikon 2. Prosječne veličine snižavanja kreditnih rejtinga Alt-a, B/C i HEL vrijednosnica ...	48
Grafikon 3. Sekuritizacijsko tržište po kolateralima u Europskoj Uniji u periodu od 2009. godine do 2016. godine.....	50

Popis prikaza:

Prikaz 1. Kronološki razvoj sekuritizacijskih struktura .....	17
Prikaz 2. Klasifikacija i mjerenje financijske imovine po MSFI 9 standardu .....	27
Prikaz 3. Porezna pitanja sekuritizacijskog procesa i sekuritizacijskih vrijednosnica .....	36
Prikaz 4. Stablo odlučivanja konsolidacije sekuritizacijskog subjekta posebne namjene prema Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja.....	38