

Inovativne sekuritizacijske strukture u financijskim sustavima u svijetu

Keserović, Ana

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:004579>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-06**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studiji, smjer Financije

**INOVATIVNE SEKURITIZACIJSKE STRUKTURE U
FINANCIJSKIM SUSTAVIMA U SVIJETU**

Diplomski rad

Ana Keserović

Zagreb, rujan, 2022.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studiji, smjer Financije

**INOVATIVNE SEKURITIZACIJSKE STRUKTURE U
FINANCIJSKIM SUSTAVIMA U SVIJETU**

**INNOVATIVE SECURITIZATION STRUCUTRES IN
WORLD'S FINANCIAL SYSTEM**

Diplomski rad

Ana Keserović, 0067566047

Mentor: Prof. dr. sc. Anita Pavković

Zagreb, rujan, 2022.

Ana Keserović

Ime i prezime studentice

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je Diplomski rad

(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.

Studentica:

U Zagrebu, rujan 2022.

(potpis)

Sažetak i ključne riječi

Rad ima za cilj pružiti uvid u konkretne primjere inovativnih sekuritizacijskih struktura u zemljama Europe i Azije kao i njihove rezultate nakon prve faze prilagodbe i upotrebe u suvremenim financijskim sustavima. Korišteni su sekundarni podatci.

U radu je najprije dan teorijski pregled sekuritizacije te su objašnjeni njezini glavni modeli provedbe. Nakon toga objašnjen je njezin razvoj u SAD-u i Europi. U okviru drugog poglavlja analizirala se važnost ovih transakcija i njihov obujam na tržištu. Treći dio podrazumijeva pregled regulatornog okvira dok se u četvrtom poglavlju analiziraju glavni sekuritizacijski proizvodi kao i sekuritizacija problematičnih kredita koja je sve izraženija nakon globalne recesije.

Sekuritizacija je inovativna financijska tehnika koja omogućuje bankama eliminiranje kredita iz bilance i izdavanje vrijednosnica na temelju tih kredita. Uredbom o standardiziranoj, transparentnoj i jednostavnoj sekuritizaciji teži se stjecanju jednostavnih, transparentnih i standardiziranih transakcija koje sve više dobivaju na značaju u ukupnim transakcijama. Središnji element sekuritizacije je skup vrijednosnica osiguranih hipotekarnim kreditom koji je imao vodeću ulogu u vremenu prije krize, a neki ga smatraju izvoristom iste. Uz njih važnu ulogu imaju i vrijednosnice osigurane imovinom te vrijednosnice podržane skupom dugova koje bankama omogućuju prodaju zajmova izdavanjem vrijednosnih papira.

Europske banke su nakon krize u nasljeđe dobile značajne količine problematičnih kredita u čije se rješavanje uključila i država kako bi ih svela na minimalnu razinu. Država intervenira jamstvom na nadređene tranše vrijednosnica te je taj model najprepoznatljiviji u Italiji, Grčkoj i Sloveniji.

Azijsko tržište sekuritizacije zaostaje za europskim, a također je najviše usmjereno na rješavanje problematičnih kredita uz pomoć centraliziranih javnih institucija dok se u Hrvatsko sekuritizacija nije značajno razvila usprkos svim prednostima koje bi mogla ostvariti njezinom implementacijom u nacionalni financijski sustav.

Ključne riječi: sekuritizacija, nenaplativi krediti, kreditni rizik, hedging, hipoteka, inovacije

Summary

The paper aims to provide insight into concrete examples of innovative securitization structures in European and Asian countries, as well as their results after the first stage of adaptation and use in modern financial systems. Secondary data were used.

The paper first gives a theoretical overview of securitization and explains its main implementation models. After that, its development in the USA and Europe was explained. The second chapter analyzes the importance of these transactions and their volume on the market. The third part includes an overview of the regulatory framework, while the fourth chapter analyzes the main securitization products as well as the securitization of problem loans, which is increasingly pronounced after the global recession.

Securitization is an innovative financial technique that enables banks to eliminate loans from their balance sheets and issue securities based on these loans. The regulation on standardized, transparent and simple securitization aims at acquiring simple, transparent and standardized transactions, which are increasingly gaining importance in total transactions. The central element of securitization is the set of securities of secured mortgage loans, which played a leading role in the time before the crisis, and some consider it to be the source of it. In addition to them, securities of secured assets and securities backed by a set of debts, which enable banks to sell loans and issue warrants, also play an important role.

After the crisis, European banks inherited significant amounts of problem loans, in the resolution of which the state also got involved in order to reduce them to a minimum level. The state intervenes by guaranteeing senior tranches of securities, and this model is most recognizable in Italy, Greece and Slovenia.

The Asian securitization market lags behind the European one, and it is also mainly focused on solving problem loans with the help of centralized public institutions, while in Croatia securitization has not developed significantly with all the advantages that could be realized by its implementation in the national financial system..

Key words: securitization, non-performing loans, credit risk, hedging, mortgage, innovations

Sadržaj

1. Uvod	1
1.1. Predmet i cilj rada	1
1.2. Metode istraživanja i izvori podataka	1
1.3. Sadržaj i struktura rada	1
2. Sekuritizacijske strukture: ključni elementi i odrednice	2
2.1. Teorijski aspekt sekuritizacije	2
2.2. Razvoj sekuritizacije kao financijske tehnike	10
2.3. Važnost sekuritizacije na financijskim tržištima	14
3. Regulatorni okvir sekuritizacije u Europskoj Uniji	22
3.1. Uredba o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju	22
3.2. Uredba o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva	26
3.3. Okvir sekuritizacije u Hrvatskoj	31
4. Poslovni slučajevi primjene sekuritizacije	34
4.1. Primjeri sekuritizacije na tržištu Europe	34
4.2. Primjena sekuritizacije u Aziji	54
4.3. Mogućnost primjene sekuritizacije u Hrvatskoj	59
5. Zaključak	63
Popis literature	64
Popis grafova	73
Popis tablica	74

1. Uvod

1.1.Predmet i cilj rada

Cilj rada je pružiti uvid u nove modele sekuritizacije koji su se počeli razvijati nakon globalne financijske krize te bilježe značajne rezultate. Najprije je objašnjen teorijski okvir sekuritizacije, a zatim je analizirana njezina važnost na današnjem dinamičnom financijskom tržištu. Pružen je uvid u regulatorne propise koji ju uređuju te su analizirani poslovni slučajevi tj. konkretni primjeri suvremenih transakcija sekuritizacije u svijetu. Rad ima za cilj doprinijeti boljem razumijevanju sekuritizacije i njezine inovativne primjene u Europi i Aziji.

1.2.Metode istraživanja i izvori podataka

U diplomskom radu korišteni su sekundarni podatci o teorijskom okviru sekuritizacije i njezinoj primjeni te važnosti kao i o konkretnim primjerima njezine primjene u današnjem vremenu. Korišteni izvori su doktorske disertacije, znanstveni radovi, publikacije vodećih međunarodnih financijskih institucija i statističkih korporacija, državni radovi, stručni udžbenici i članci objavljeni na službenim internetskim stranicama.

1.3.Sadržaj i struktura rada

Rad je raspoređen na pet poglavlja. Prvo poglavlje podrazumijeva uvod u kojem su definirani predmet i cilj rada, izvori podataka i metode prikupljanja te sadržaj i način na koji je rad strukturiran. U drugom dijelu rada objašnjava se proces sekuritizacije i pruža se uvid u glavne teorijske značajke te se ističe njezine važnost i primjena na financijskim tržištima. U trećem dijelu upoznaje se s regulatornim okvirom sekuritizacije i objašnjava se zakonski okvir u Hrvatskoj. Nakon toga, u četvrtom dijelu, analiziraju se primjeri sekuritizacije u pojedinim zemljama. Pružen je uvid u konkretne slučajeve sekuritizacije problematične imovine banaka uz pomoć državnih jamstva u Europi i Aziji. Na kraju tog poglavlja proučava se mogućnost primjene sekuritizacije u Hrvatskoj. Peto poglavlje podrazumijeva zaključak rada.

2. Sekuritizacijske strukture: ključni elementi i odrednice

2.1. Teorijski aspekt sekuritizacije

Financijski sustavi razlikuju se od zemlje do zemlje te se svakodnevno susreću s raznim inovacijama koje ih čine fleksibilnijim i lako prilagodljivim mnogim sudionicima financijskog tržišta i njihovim potrebama. Napredne tehnike financiranja i razne nove mogućnosti u financijskom svijetu, s druge strane, uvelike utječu i na kompleksnost i sve teže razumijevanje funkcioniranja pojedinih modela financiranja.

Sve aktivnosti, mjere, akcije, prednosti od inovacija, ali i rizici koji dolaze s istima prelijevaju se u gospodarstvo te društveni život stanovnika neke zemlje. Stanje u financijskom sektoru zemlje uvelike utječe na dostupnost kredita, izvore sredstava bankovnih i drugih institucija, bilancu banaka, a posredno se to odražava i na investicije u zemlji, potrošnju građana i karakter fiskalne politike, s obzirom da država često intervenira raznim jednokratnim mjerama ili potporama kako bi radila za dobrobit svog naroda. ¹

Uslijed dinamičnih promjena na financijskom tržištu, razvoja novih financijskih instrumenata, mehanizama financiranja, proizvoda i ostalih financijskih inovacija, sve je veća zainteresiranost za nove načine financiranja koji pružaju više različitih mogućnosti i koji su pogodniji za dužnike na tržištu od dosta ograničenih tradicionalnih mehanizama financiranja. ²

Jedna od takvih inovacija financijskog sustava koja se vrlo brzo integrirala u nacionalne financijske sustave zemalja diljem svijeta je sekuritizacija.

Danas postoji velik broj definicija sekuritizacije, koje ju objašnjavaju kao proces transformacije imovine s ciljem oslobodjenja nelikvidne imovine financijskih institucija njezinom prodajom investitorima i stjecanjem likvidnih sredstava za daljnje poslovanje. Korištenje sekuritizacije omogućava pozajmljivanje slobodnih sredstava i kapitala od sektora koji predstavlja novčano suficitne jedinice na financijskom tržištu sektorima koji potražuju sredstva jer

¹ Leko, V. i Stojanović, A. (2012.), Financijske institucije i tržišta, Zagreb, Grafit - Gabrijel d.o.o. , str. 26

² Pavković, A. (2011.), Tradicionalne i suvremene tehnike financiranja posebnih namjena, u: Stojanović, A. i Leko, V. (ur.), Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes (str. 37-66.), Grafit-Gabriel d.o.o., Zagreb, str. 37.

su u položaju novčano deficitnih jedinica. Najčešći nositelji ponude financijskih viškova na tržištu su kućanstva i stanovništvo, a deficitarni subjekti su uglavnom država i poduzeća.³

Kreditni su tradicionalno uvijek bili najzastupljeniji oblik eksternog financiranja u gospodarstvu, kako u razvijenim tako i u slabije razvijenim financijskim sustavima.⁴ Upravo zbog tolike važnosti i udjela kredita u ukupnim bilancama financijskih institucija, sekuritizacija je postala toliko važna financijska inovacija.

Jedna od definicija sekuritizacije predstavlja ju kao proces transformacije nelikvidnih ili manje likvidnih potraživanja iz aktive banaka u lako utržive vrijednosne papire na sekundarnom tržištu kapitala. Sekuritizacija funkcionira na način da se razna potraživanja u aktivi institucije koja predstavljaju njezinu imovinu objedinjuju u skupove (engl. *pool*) na temelju kojih dolazi do emitiranja obveza kao udjela u tom skupu ili dolazi do emisije obveznica čija se isplata obvezuje priljevima od te izolirane imovine u poseban skup.⁵

Sekuritizacija se također, može definirati kao mehanizam u kojem se krediti iz aktive banaka prodaju s ciljem eliminiranja kamatnog i kreditnog rizika. Naime, prodajom dugoročnih nelikvidnih kredita te emisijom lako utrživih vrijednosnica koje se financiraju priljevima tih kredita, stječu se sredstva koja su slobodna za daljnja ulaganja. Priljev koji se ostvari prodajom tih kredita predstavlja nekamatni prihod čiji udio sve više raste u ukupnim prihodima banaka.⁶

Motiv provođenja sekuritizacije na financijskom tržištu je transformacija budućih (ne)izvjesnih novčanih tokova u trenutne, likvidne novčane primitke. Imovina koja je predmetom osnovnih modela sekuritizacija mora imati dva glavna obilježja; procjenjivu i predvidivu novčanu vrijednost. Tradicija je u financijskom svijetu da imovina koja podliježe sekuritizaciji uglavnom

³ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 10.

⁴ Pavković, A. (2011.), Tradicionalne i suvremene tehnike financiranja posebnih namjena, u: Stojanović, A. i Leko, V. (ur.), Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes (str. 37-66.), Grafit-Gabriel d.o.o., Zagreb, str. 39

⁵ Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021. (b.d.), sekuritizacija, preuzeto 12.6.2022., s <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=55260>

⁶ Maričić, Z. (2011). Karakteristike procesa sekuritizacije. Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 2 (1), 69-76. Preuzeto s <https://hrcaj.srce.hr/71324>

podrazumijeva visoko standardizirana potraživanja koja je lako izdvojiti u poseban skup imovine kao što su hipotekarni krediti i sl.⁷

U posljednje vrijeme, sekuritizacija se razvija u mnogim novim oblicima i poprima razna obilježja koja podrazumijevaju izdvajanje nekih manje standardiziranih potraživanja u poseban skup imovine s ciljem njezine prodaje i emisije obveznica u svrhu stjecanja likvidnih sredstava.

Zadnjih godina sve prisutniji je i trend sekuritizacije cijelih linija poslovanja poduzeća ili financijskih institucija.⁸

Definicija sekuritizacije u stručnoj literaturi je bezbroj, a najopćenitija je ona koja kaže: „Sekuritizacija je gotovo sve.“⁹ Danas s razvijenim instrumentima u financijskom sustavu kojima banke i ostale kreditne institucije raspolažu, adekvatnim mjerama i mehanizmima financiranja, sekuritizirati je moguće gotovo svu imovinu koja se nalazi u aktivi bilance.

Kroz vrijeme, sekuritizacija se razvijala i svakodnevno dobivala novo značenje. Danas postoji više modela sekuritizacije koji se razlikuju s obzirom na vrste vrijednosnice koje se izdaju, namjeru izbacivanja ili zadržavanja posebnog skupa imovine u bilanci, broju sudionika i dr.

Najčešći model sekuritizacije je onaj standardni. Sekuritizacija je dosta kompleksan proces koji može podrazumijevati i prijenos samo kreditnog rizika na drugu osobu, ali standardni model kakav prikazujemo u Grafu 1 je onaj koji podrazumijeva osnivanje posebnog pravnog entiteta, poznatijeg pod kraticom SPV i potpuno izbacivanje nelikvidne imovine iz aktive i emisiju zadužnica.

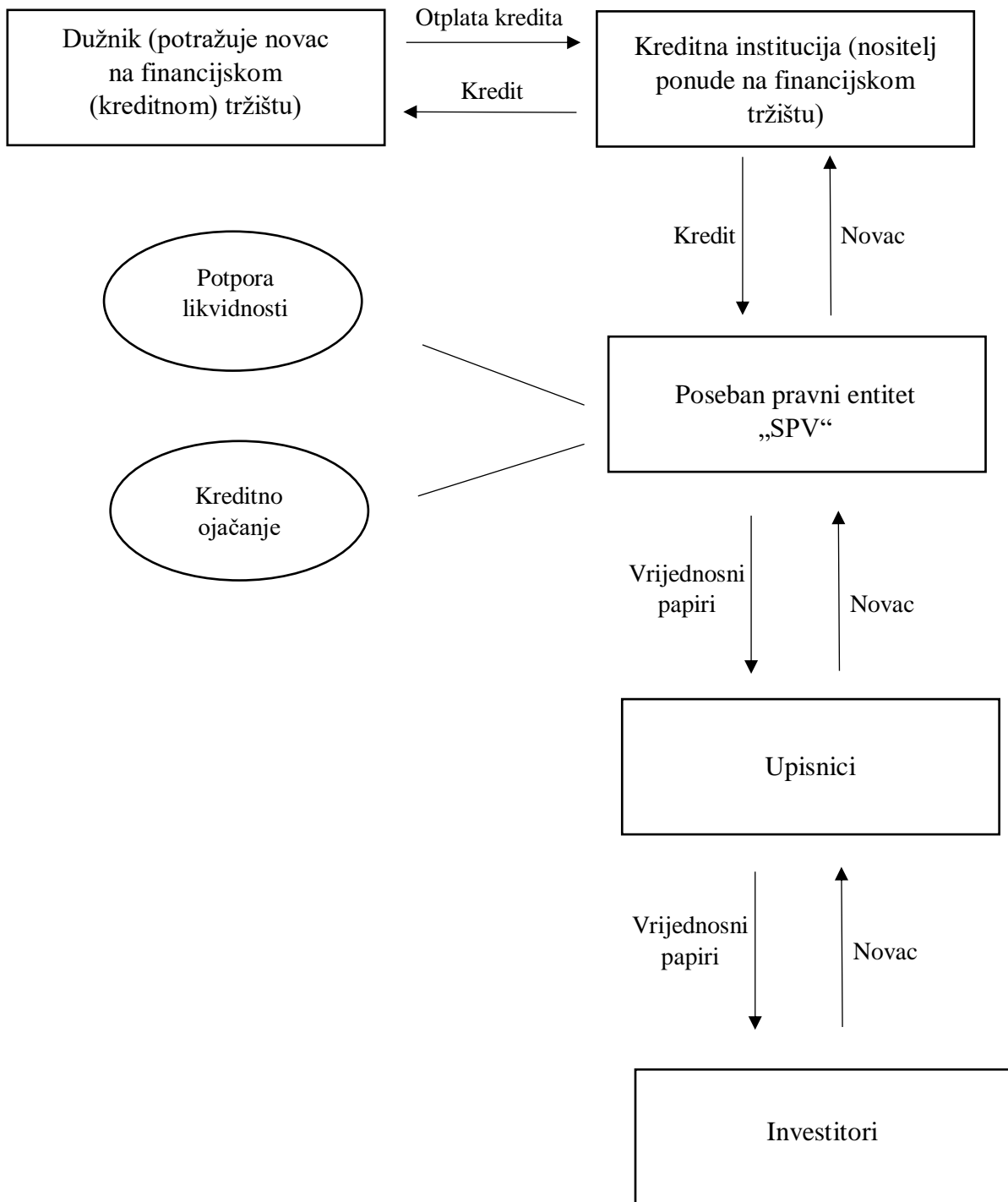
Sekuritizacija prikazana na Grafu 1 još se naziva sekuritizacija potraživanja. Ova tehnika poznatija je kao tehnika stvarne prodaje imovine (engl. „*true sale*“ tehnika) i njezine potpune eliminacije iz aktive prvobitnog kreditora.

⁷ Pavković, A. (2011.), Tradicionalne i suvremene tehnike financiranja posebnih namjena, u: Stojanović, A. i Leko, V. (ur.), Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes (str. 37-66.), Grafit-Gabriel d.o.o., Zagreb, str. 53

⁸ Ibid, str. 53

⁹ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 11.

Graf 1 Standardni proces sekuritizacije



Izvor: Izrada autora po uzoru na Leko, V., Božina, L., ur., (2005.), **Novac, bankarstvo i financijska tržišta**, Adverta, Zagreb, str. 123

U standardnom postupku sekuritizacije prve dvije strane koje se pojavljuju su dužnik i kreditor. Postojanje njihovog kreditnog odnosa preduvjet je za pokretanje procesa sekuritizacije. Dužnik je deficitarna osoba na kreditnom tržištu te potražuje novac koji mu kroz kredit pozajmljuje kreditna institucija.

U ulozi kreditne institucije u procesu sekuritizacije aktive najčešće je poslovna banka, ali mogu biti i neke druge kreditne institucije koje su sklonije odobravanju stambenih, potrošačkih i drugih visoko standardiziranih kredita. Također u toj ulozi mogu se javiti i neke specijalizirane agencije, državne institucije, financijske kompanije koje kreditiraju kupnju automobila ili koje odobravaju kredite po kreditnim karticama i dr.¹⁰

Nakon sklapanja kreditnog odnosa između dužnika i kreditne institucije, kreditnoj instituciji taj kredit predstavlja nelikvidnu imovinu tj. novac koji je „zarobljen“ te pristiže u ratama otplate kredita. Upravo takav novac predstavlja njezin neiskorišten potencijal te joj onemogućuje daljnje sklapanje kreditnih odnosa s drugim dužnicima. Kreditne institucije su navikle obrtati novac i neprekidno odobravati nove kredite, ali bez sekuritizacije novac koji odobre kao kredit ostaje im trajno nedostupan te je otežano njegovo daljnje multipliciranje. Kako su one institucije koje žive i posluju profitabilno ponajviše zahvaljujući kreditima i kamatnim prihodima ostvarenima po njima, sekuritizacija je često neizostavan korak njihovog poslovanja.¹¹

Već spomenuti SPV (engl. „*Special Purpose Vehicle*“) osniva se posebno za svrhe sekuritizacije kako bi se neutrživa aktiva mogla prodati te tako osloboditi novac za daljnje poslovanje. Samostalni pravni entitet je tvrtka osnovana kako bi se omogućila izolacija tih nelikvidnih dugoročnih kredita kroz njihovu prodaju od kreditne institucije, a zauzvrat će joj SPV isplatiti novac u umanjenom postotku kredita.

Specijalni pravni entitet je institucija koja je pravno neovisna o originalnom kreditoru te je njezina imovina odvojena od ostatka imovine koju posjeduje kreditna institucija. Imovina prodana SPV-u je odvojena i od rizika kojima je izložen prvobitni kreditor te je neovisna o njegovom mogućem stečaju.

¹⁰ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 21.

¹¹ Leko, V., Božina, L., ur., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Adverta, Zagreb, str. 123

Kupljenu imovinu SPV ima mogućnost interno ili eksterno kreditno ojačati što često dovodi do toga da je rejting sekuritiziranih vrijednosnica viši od onog kojeg ima originalni kreditor ili samostalni pravni entitet.¹² Drugim riječima, imovina je odijeljena od bilance pokretača (prvobitnog kreditora) i njegovog kreditnog rejtinga što redovito podrazumijeva da kompanija koja prodaje kredit SPV-u ima kreditni rejting nižeg razreda „B“, ali istovremeno ima „aaa“ rejting imovine. Viši rejting imovine od rejtinga institucije postiže se raznim garancijama i osiguranjem, jamstvom urednih naplata, gotovinskim rezervama i sl. poznatijim kao kreditna ojačanja ili potpora likvidnosti.¹³

Investitori su strana u ovom procesu koja ulaže u vrijednosnice izdane na osnovi aktive i omogućuju SPV-u novac za kupnju kredita od originalnog kreditora, a njihovi prinosi uvelike ovise o kvaliteti sekuritizirane imovine te se naplaćuju iz otplate sekuritiziranih kredita.

Sekuritizacija podrazumijeva prijenos vlasništva nad imovinom kao što su zajmovi, s izvornih vlasnika na posebnu pravnu osobu (SPV), a nakon toga SPV izdaje vrijednosne papire koristeći novčane tokove imovine za plaćanje kamata i otplatu glavnice investitorima. Vrijednosnice koje su izdane na osnovi aktive su poznatije kao ABS („Asset-Back Securities“) vrijednosnice¹⁴, a skup imovine iz kojeg se generiraju novčani tokovi ABS vrijednosnica naziva se kolateralizirana ili sekuritizirana imovina. ABS vrijednosnice izdaju se na osnovi imovine koja najčešće podrazumijeva stambene hipotekarne kredite, komercijalne kredite, automobilske zajmove, kredite po kreditnim karticama te potrošačke kredite.¹⁵

Standardni proces sekuritizacije može se izvesti i uz tranširanje, što podrazumijeva da se na temelju skupa imovine koji se izdvaja za prodaju SPV-u, izdaju vrijednosnice u tri razine. Ovisno o razini tj. položaju pojedine obveznice postoji i prednost naplate prinosa i glavnice u odnosu na druge, ali i viša rizičnost obveznice u slučaju manifestacije rizičnog događaja. Te tri razine vrijednosnica su „Senior obveznice“, „Mezzanine obveznice“ i „Junior obveznice“.¹⁶

¹² Leko, V., Božina, L., ur., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Adverta, Zagreb, str. 123

¹³ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 23.

¹⁴ Leko, V., Božina, L., ur., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Adverta, Zagreb, str. 123

¹⁵ CFA Institute (b.d.), Introduction to Asset-Backed Securities, pristupano 16.6.2022. s <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/introduction-asset-backed-securities>

¹⁶ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 23.

Proces standardne sekuritizacije (prikazan na Grafu 1) podrazumijeva sekuritizaciju aktive („asset securitisation“) koja je češća za razvijenije financijske sustave, dok se u onim tradicionalnim, uglavnom manje razvijenim financijskim sustavima koristi sekuritizacija pasive poznatija u svijetu kao „debt securities“.¹⁷

Sekuritizacija aktive uključuje osnivanje SPV-a na kojeg se prenosi kolateralizirana imovina i eliminira iz bilance prvobitnog kreditora te ju s toga možemo nazvat i izvanbilanična sekuritizacija.

Sekuritizacija pasive je vrsta bilanične sekuritizacije koja podrazumijeva zaduživanje izdavanjem dužničkih vrijednosnica. Riječ je o sekuritizaciji obveza kod koje se do pribave novih izvora sredstava dolazi emisijom obveznica, a ne kreditnim financiranjem.¹⁸

Osim standardne sekuritizacije, danas se često susrećemo s još jednim modelom sekuritizacije, a to je sintetička sekuritizacija. Glavna razlika između standardne i sintetičke sekuritizacije je u karakteru prijenosa kreditnog rizika odnosno imovine s originalnog kreditora na drugu stranu.

Standardna sekuritizacija podrazumijeva prijenos imovine i njezinih budućih novčanih tokova na sekuritizacijski subjekt posebne namjene (SSPN). U bilaničnoj sintetskoj sekuritizaciji stvarni prijenos imovine i emisija vrijednosnih papira nije nužno potrebna jer se ovdje radi o sklapanju Ugovora o kreditnoj zaštiti kojim se samo kreditni rizik prenosi na investitora, dok se imovina zadržava u bilanci prvobitnog kreditora.¹⁹

Sintetička sekuritizacija i standardna sekuritizacija su slični procesi jer i u jednom i u drugom modelu prvi korak je izdvojiti imovinu u poseban skup (engl. „*pool*“) dok je drugi korak prijenos kreditnog rizika te imovine s prvobitnog kreditora na sekuritizacijski subjekt posebne namjene. Sljedeći korak je točka razdvajanja ovih dviju sekuritizacija; kod sintetičke sekuritizacije dolazi

¹⁷ Ibid, str. 37.

¹⁸ Ibid, str. 38.

¹⁹ EUROPSKA KOMISIJA, Bruxelles, 24.7.2020., IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU o izradi posebnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, ograničenog na bilančnu sintetsku sekuritizaciju [e-publikacija], preuzeto s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0284&from=EN> 17.6.2022.

do tranširanja obveza kroz nekoliko vrsta obveznica koje nastaju na temelju izdvojene kolateralizirane imovine.²⁰

Sintetičku sekuritizaciju možemo prepoznati po tranširanju više vrsta obveznica poredanih po prioritetnosti naplate glavnice i prinosa, a u slučaju sintetičke sekuritizacije moguće je i izbjeći SPV, ukoliko je rejting kreditora toliko visok da može izdati najkvalitetnije obveznice.

Najznačajnija razlika između ova dva modela sekuritizacije je to što je kod standardne sekuritizacije uz prijenos kreditnog rizika imovine podrazumijevano da i sama imovina se transferira iz bilance kreditne institucije SPV-u dok kod sintetičke sekuritizacije dolazi samo do prijenosa kreditnog rizika, ali se imovina i dalje identificira u bilanci kreditora te se u slučaju manifestacije kreditnog ili kamatnog rizika šteta prenosi na poseban pravni entitet na temelju Ugovora o kreditnoj zaštiti. Ovim postupkom kreditni rizik je transferiran, ali je vlasnik tog kredita i obveze dužnika i dalje kupac zaštite odnosno kreditna institucija koja je u ulozi kreditora.²¹

Još neke razlike sintetičke i tradicionalne sekuritizacije su fleksibilnost koju pruža sintetička sekuritizacija te time taj proces čini puno bržim, ali i povoljnijim zbog nižih troškova. Uz fleksibilnost sintetičkog procesa sekuritizacije vežemo i jednostavnost ugovaranja same sekuritizacije. Tradicionalnu tehniku sekuritizacije karakterizira prijenos vlasništva što često može otežati i usporiti cijeli proces, ali i stvoriti neželjene troškove od kojih ističemo operativne i pravne troškove zbog osjetljivosti prijenosa vlasništva nad financijskom imovinom. Također, još jedna bitna razlika je sama svrha transakcije. Dok je kod sintetičke sekuritizacije svrha prijenos kreditnog rizika s kreditora na SPV i upravljanje vlastitim kapitalom i kreditnim rizikom radi prijenosa kreditnog rizika na privatno tržište kapitala s ciljem da se oslobodi vlastiti kapital i kreditni limit za daljnje aktivnosti odobravanja kredita, s druge strane, primarna svrha tradicionalne sekuritizacije je stvarna prodaja imovine i stjecanje sredstava na temelju prodane imovine, dostupnog za daljnje aktivnosti kreditiranja, dok je prijenos kreditnog rizika samo usputna pogodnost prodaje imovine, ali ne i osnovna svrha transakcije.²²

²⁰ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 40.

²¹ Ibid, str. 43.

²²EUROPSKA KOMISIJA, Bruxelles, 24.7.2020., IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU o izradi posebnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, ograničenog na bilančnu sintetsku sekuritizaciju [e-publikacija], preuzeto s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0284&from=EN> 17.6.2022.

2.2. Razvoj sekuritizacije kao financijske tehnike

Razvoj sekuritizacije i emisiju prvih sekuritizacijski vrijednosnica vežemo uz 70-te godine prošlog stoljeća i područje SAD-a, dok se u Europi ova inovacija javlja tek krajem 90-tih godina i to u manjem intenzitetu nego na američkom tržištu.

Prije pojave sekuritizacije na američkom tržištu i nastanka od države sponzoriranih institucija²³, stambeno zbrinjavanje građana provodile su kreditne institucije koje su odobravale hipoteke i nudile kredite iz depozitnih izvora. Nakon Velike Depresije (1929.) u SAD-u su se banke našle u problemu nedostatka izvora sredstava za kredite i prijetio im je rizik likvidnosti zbog ročne neusklađenosti imovine i obveza. Ovakva situacija na tržištu dovela je do odluke Kongresa kojom je 1938. godine nastala institucija „Federal Housing Administration“ (FHA) te je stvoreno sekundarno tržište hipoteka. Nastala je kao državna institucija čija je uloga bila osigurati hipotekarne kredite koje su odobravale kreditne institucije i time povećati izvor sredstava za stambene hipotekarne kredite. U 1968. podijeljena je na dvije institucije; Federalnu nacionalnu hipotekarnu asocijaciju (FNMA²⁴) i Državnu nacionalnu hipotekarnu asocijaciju (GNMA²⁵). U 1970. nastala je i treća GSE institucija; Federalna stambena hipotekarna asocijacija (FHLMC²⁶) kako bi pomogla u razvoju sekundarnog tržišta stambenog hipotekarnog financiranja.²⁷

Državna nacionalna hipotekarna asocijacija (GNMA) 1970. godine kupuje financijska potraživanja (kredite) od kreditnih institucija i izdaje državno sponzorirane vrijednosnice. To su bile prve izdane sekuritizirane vrijednosnice.²⁸ Riječ je o vrijednosnicama osiguranim hipotekom.²⁹ Godinu dana kasnije, 1971. godine FNMA također po prvi put izdaje sekuritiziranu vrijednosnicu. Godine 1997. Bank of America izdaje privatnu stambenu hipotekarnu obveznicu, a 1981. i FNMA izdaje sekuritiziranu vrijednosnicu.

²³ Engl. *Government Sponsored Enterprises (GSE)*

²⁴ Engl. *Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)*

²⁵ Engl. *Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)*

²⁶ Engl. *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)*

²⁷ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 19.

²⁸ Ibid, str. 19

²⁹ Engl. *Mortgage-Backed Securities – MBS*

Sekuritizacija je omogućila financijskim intermedijarima oslobodjenje njihove financijske aktive i nove mogućnosti upravljanja vlastitom imovinom, obvezama, приходima i rashodima. Prodajom potraživanja, kreditne institucije su dolazile do novih sredstava slobodnih za ulaganje i razvoj novi financijskih proizvoda.³⁰

Freddie Mac je 1983. izdala novu vrstu vrijednosnog papira, Hipotekarnu obveznicu osiguranu zalogom.³¹ To je vrsta vrijednosnice koja je osigurana aktivom koju je izdala financijska institucija, a njihova posebnost je da se izdaju u više tranši, ovisno o preferencijama investitora u svezi s visinom povrata i spremnosti preuzimanja rizika.³² Sekuritizacija CMO-a funkcionira na način da se stambeni hipotekarni krediti izdvoje u jedan skup, a zatim se iz tog skupa imovine višefaznim procesom izdaju sekuritizirane vrijednosnice na ime grupe kredita za koje jamči GNMA. Vrijednosnice se izdaju u nekoliko razreda kako bi se prikupila sredstva, a banka vrijednosnice pakira tako da svaka skupina odgovara nekoj grupi investitora, ovisno radi li se o tradicionalnom ili agresivnom ulagaču.

Prilikom naplate glavnice iz imovine, ona se raspoređuje na investitore koji u svom portfelju drže CMO obveznice. Viši razred investitora prvi je na redu za isplatu i tek kada se namire svi investitori u tom razredu, može se preći na idući razred investitora. Dakle, najniži razred investitora je onaj koji je posljednji na isplati te je preuzeo najvišu razinu rizika ulaganjem u te vrijednosnice, ali shodno tome, njegov očekivani povrat na ulaganje je najveći.

Tijekom 1980-ih godina tržište sekuritizacije se nastavilo eksponencijalno razvijati uvođenjem novih klasa imovine, posebice auto zajmova i potraživanja po kreditnim karticama. U kasnim 80-tim i 90-tim godinama tržište je eksplodiralo i sekuritizacija se proširila na gotovo sve vrste imovine koja donosi buduće novčane tokove. U 1985. provedena je sekuritizacija automobilskih kredita i izdane su prve takve sekuritizirane vrijednosnice.³³

³⁰ Ercegovac, R. (2003). Znanstveni rad: SEKURITIZACIJA FINANCIJSKE IMOVINE U KONTEKSTU UPRAVLJANJA KAMATNIM RIZIKOM, Ekonomski pregled, 54 (1-2), 102-120. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/25265>

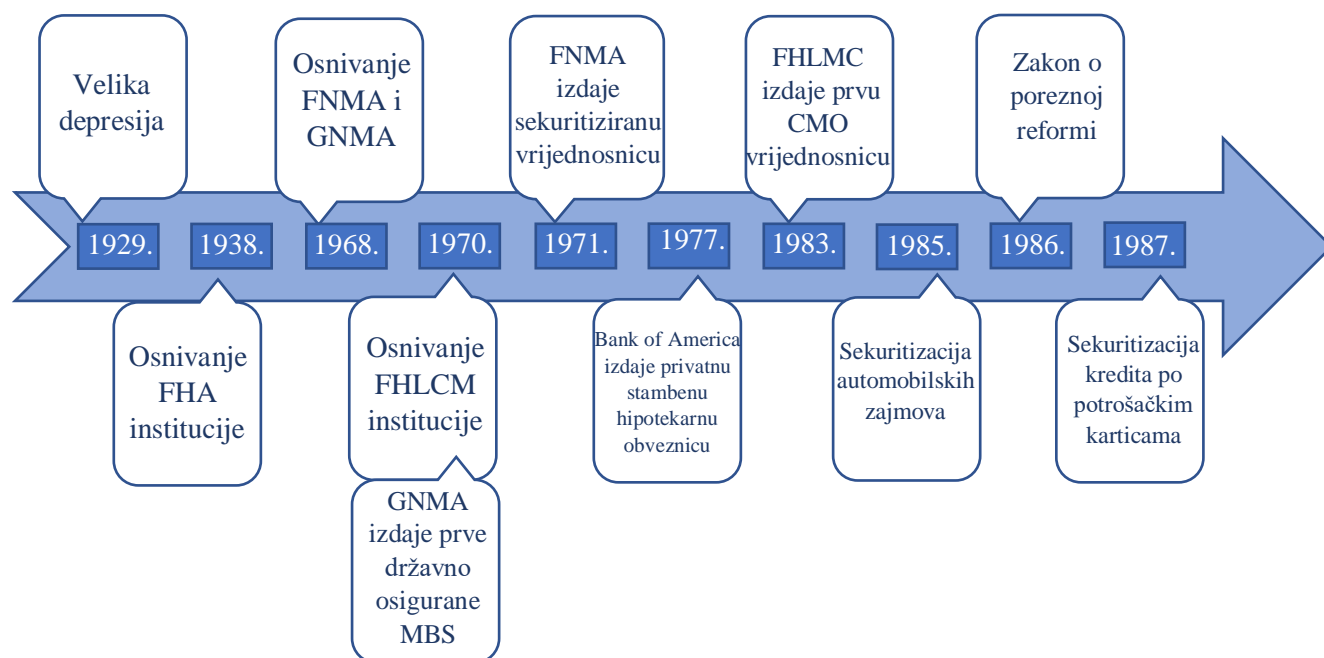
³¹ Engl. *Collateralized Mortgage Obligation – CMO*

³² Maričić, Z. (2011). Karakteristike procesa sekuritizacije. Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 2 (1), 69-76. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/71324>

³³ International financial corporation– Global financial markets (2004.), World Bank Document: Securitization Key Legal and Regulatory Issues [e-publikacija], str. 4, preuzeto s: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/747401468092077080/pdf/395540Securitization.pdf>

Konstantnim razvojem sofisticiranih struktura sekuritizacije Kongres je 1986. godine usvojio Zakon o poreznoj reformi (engl. *Tax Reform Act*) koji je uključivao REMIC³⁴ legislativu o odredbama za hipotekarno ulaganje u nekretnine. Navedene odredbe omogućile su veću fleksibilnost u strukturiranju klasa obveznica s različitim rokovima dospijeca i profilima rizika. Privlačnost takvih obveznica je u mogućnosti izvanbilaničnog pakiranja imovine koja stvara prihod u poseban pravni entitet (SPV), stvarajući tako regulatorno kapitalno rasterećenje za financijske institucije. Takvim radnjama, uvelike se povećava raspoloživ kapital za financiranje potražnje potrošača za stambenim i drugim kreditiranjem kao što je i pospješilo stvaranje drugih vrsta sekuritizacije imovine u SAD-u i drugim zemljama.³⁵

Graf 2 Ključni koraci u procesu razvoja sekuritizacije u SAD-u u 20. stoljeću



Izvor: Izrada autora po uzoru na: International Monetary Fund (2013.), *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead* [e-publikacija], str. 12.³⁶

³⁴ Engl. *Real Estate Mortgage Investment Conduit*

³⁵ WWL (Law Business Research Ltd, London, UK), (2014.), *Securitisation: A Brief History and the Road Ahead*, preuzeto 24. lipanj 2022. s <https://whoswholegal.com/features/securitisation-a-brief-history-and-the-road-ahead>

³⁶ Preuzeto 24. lipnja 2022. s <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Securitization-Lessons-Learned-and-the-Road-Ahead-41153>

Razvoj sekuritizacije u Europi nije se odvijao jednakom brzinom kao i u SAD-u. Sekuritizacija se pojavila 90-tih godina prošlog stoljeća. Početne ključne klase imovine bile su stambene hipoteke i potrošački krediti. Značajan razvoj u Europi 1990-tih zabilježen je u Ujedinjenom Kraljevstvu, Francuskoj, Španjolskoj, Nizozemskoj, Belgiji, Njemačkoj i Italiji.³⁷

Da su američka izdanja su bila daleko veća nego ona u Europi svjedoči i činjenica da su na prijelazu stoljeća američka privatna izdanja sekuritizacije iznosila 1 bilijun američkih dolara što je oko 5 puta više nego u Europi.³⁸

Najznačajnija razlika u razvoju sekuritizacije u SAD-u i Europi je što u Europi vodeću ulogu nisu imale državno sponzorirane institucije kao što je to bilo u SAD-u već su tu ulogu na sebe preuzeli mnogobrojni institucionalni investitori koji su postajali sve spremniji preuzimati kreditni rizik ulaganjem u sekuritizirane vrijednosnice. Njihova izrazita zainteresiranost za takvu vrstu ulaganja je zbog činjenice da su sekuritizirane vrijednosnice najčešće osigurane izrazito kvalitetnom imovinom pa im se uglavnom dodjeljuje investicijski razred kreditnog rejtinga te nose nizak kreditni rizik sa sobom. Početke primjene sekuritizacije u Europi pratio je tehnološki razvoj koji je omogućio smanjivanje troškova izdavanja tih vrijednosnica i njihovo zadržavanje na niskoj razini. Niski troškovi izdavanja vrijednosnih papira uvelike utječu na ulagače i njihove preferencije ulaganja, a isto tako su omogućili izrazitu dostupnost na tržištu i proširenje na nove vrste sekuritiziranih vrijednosnih papira koji se nude na tržištu. Također, vrlo važna karika u razvoju snažne potražnje institucionalnih investitora za sekuritizacijskim vrijednosnicama je jedinstvena valuta u Eurozoni – euro. Uvođenjem eura eliminirani su tečajni rizici, prepreke međunarodnog financiranja te je omogućeno ulaganje na stranim tržištima čime se dodatno širi baza institucionalnih investitora. Tokom vremena, sekuritizirane vrijednosnice su se razvijale i nastajale su nove inovirane vrste vrijednosnica koje u najčešće mogućnost „izrade po mjeri“ investitora te su zbog toga postale traženi financijski instrument kod raznih institucionalnih ulagača.³⁹

³⁷ International financial corporation – Global financial markets (2004.), World Bank Document: Securitization Key Legal and Regulatory Issues [e-publikacija], str. 4, preuzeto s:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/747401468092077080/pdf/395540Securitization.pdf>

³⁸ International Monetary Fund (2013.), Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead [e-publikacija], str. 8, preuzeto s: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Securitization-Lessons-Learned-and-the-Road-Ahead-41153>

³⁹ Hrvatska udruga banaka – CBA (b.d.), Sekuritizacija i efikasnost monetarne politike – nije sve tako crno, pristupano 24. lipnja 2022., dostupno na: <http://www.hub.dev.perpetuum.hr/hr/sekuritizacija-i-efikasnost-monetarne-politike-%E2%80%93-nije-sve-tako-crno>

Za razvoj sekuritizacije potrebno je osigurati nekoliko preduvjeta, a među najvažnijim su efikasnost i transparentnost financijskog tržišta.⁴⁰ Jedino efikasan i transparentan financijski sustav u stanju je adekvatno tranširati vrijednosnice i osigurati kvalitetnu imovinu kao njihov kolateral. Uz ove pretpostavke, nužno je osigurati i adekvatan zakonski okvir za provedbu sekuritizacije, transparentan i lako razumljiv porezni tretman kao i kvalitetan informacijski sustav koji će omogućiti lak i brz prijenos informacija.⁴¹

Razvoj tehnologije i sve češća primjena FinTech-a u financijskom sektoru također su bitan faktor razvoju sekuritizacije u nekoj zemlji. Sofisticirana IT oprema i razvijena računalna mreža zavidne memorije koja objedinjuje razne baze podataka i omogućava praćenje transakcija na nadnacionalnoj razini od presudne su važnosti za razvoj trgovine sekuritizacijskim instrumentima. Sekuritizacija je globalna pojava koja za sobom nosi niz potreba za adekvatnom računalnom opremom koja ima za cilj unaprijediti prednosti sekuritizacije i smanjiti rizike koji s njom dolaze.

2.3.Važnost sekuritizacije na financijskim tržištima

Sekuritizacija na financijskom tržištu može donijeti niz prednosti, ali i razne rizike. Cilj je svih regulatornih institucija da se prednosti ostvarene od sekuritizacije multipliciraju i prenose na ostale segmente gospodarskog i društvenoga života zemlje. Uz ovaj cilj, komplementaran je i onaj koji se odnosi na maksimalnu upornost u suzbijanju raznih negativnih posljedica sekuritizacije.

Važna prednost sekuritizacije jest eliminiranje nelikvidne imovine iz bilance čime se može pozitivno utjecati na pokazatelje profitabilnosti (ROA i ROE), financijske omjere, a također se pozitivno djeluje na razinu kapitala koju je potrebno držati u instituciji u skladu s regulatornim standardima. Isto tako, kao neizostavna prednost sekuritizacije navodi se diverzifikacija izvora sredstava i pristup globalnim tržištima kapitala i vrijednosnih papira. Sekuritizacijom se postiže veća razina transparentnosti poslovanja jer se vrijednosnice ocjenjuju te im rejting agencije dodjeljuju kreditni rejting, a tu je skrivena još jedna prednost; ostvarivanja višeg rejtinga vrijednosnice u odnosu na rejting institucije. Takvim rejtingom vrijednosnice osiguravaju se

⁴⁰ Ercegovic, R. (2003). Znanstveni rad: SEKURITIZACIJA FINACIJSKE IMOVINE U KONTEKSTU UPRAVLJANJA KAMATNIM RIZIKOM, Ekonomski pregled, 54 (1-2), 102-120. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/25265>

⁴¹ Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 21.

povoljniji uvjeti financiranja na tržištu. Sekuritizacijom se provodi transfer kreditnog rizika i ostvaruju se slobodna sredstva za daljnje poslovanje što je važna prednost ovog procesa jer transfer kreditnog rizika oslobađa bilancu institucije te djeluje pozitivno na sve aspekte poslovanja. Još jedna važna prednost je omogućeno usklađivanje imovine i obveza poduzeća, a u današnjem razvijenom i kompleksnom financijskom sustavu jedna od najvažnijih mogućnosti sekuritizacije je povećanje likvidnosti institucije koje joj je bitno za nastavak profitabilnog poslovanja.⁴²

Sve navedene prednosti su vrlo važne za instituciju na tržištu, a intenzivnijim korištenjem sekuritizacije u poslovanju djeluje se i na rast i razvoj.

S druge strane, sekuritizacija, kao i sve druge pojave u financijskom svijetu sa sobom nose i neke rizike korištenja.

Rizici koji se najčešće javljaju prilikom izdavanja vrijednosnica temeljenih na kolateraliziranoj imovini su rizik prijevremene otplate, kamatni rizik, rizik neispunjenja, rizik prijeboja i rizik likvidnosti. Također uz ove rizike prisutan je i tržišni rizik koji se odnosi na promjenu cijene obveznice tijekom vremena.⁴³

Sekuritizacija se godinama na tržištu razvija, a izričito je to bilo aktivno nakon 2008. godine i nastanka globalne recesije. Europska komisija je 2014. godine istaknula da je potrebno otključati kapitalne resurse i povećati sposobnost banaka da prošire svoje kreditiranje i time financiraju gospodarski rast.⁴⁴

Europa se trenutno suočava s ogromnim izazovima u godinama koje slijede i kako bi potaknula rast, povećala zaposlenost, riješila geopolitičku krizu i rat te otklonila inflaciju potreban joj je financijski sustav koji može isporučiti dovoljno kapitala po pravoj cijeni. Usprkos tome, tradicija financiranja u Europi je čvrst oslonac na banke, dok kriza postepeno smanjuje sposobnost banaka da osigura sredstva. Europska Komisija ovakve i slične uvjete u postkriznim godinama prepoznaje

⁴² Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb., str. 27.

⁴³ Ibid, str. 140.

⁴⁴ EUROPEAN COMMISSION (2014.), COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on Long-Term Financing of the European Economy [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0168>

i daje smjernice za postavljanje prioriteta razvoju likvidnih i transparentnih tržišta kapitala, uključujući i oživljenje tržišta sekuritizacije.⁴⁵

Godine nakon krize karakterizira nedostupnost kredita i značajno smanjenje imovine banaka u Eurozoni. Europske banke su bile svakodnevno suočene s pritiscima da odustanu od financijske poluge, a regulatori su nametnuli nove ciljeve kapitalizacije. U takvim okolnostima najviše su patila mala i srednja poduzeća (engl. *SME*). Slična situacija je i u trenutnim izazovnim vremenima koja opet može dovesti do štetnih posljedica.

Mala i srednja poduzeća su okosnica gospodarstva EU s udjelom od 99% ukupnih poduzeća i otvorenih 85% novih radnih mjesta između 2002. i 2010. godine. Istraživanja pokazuju da postoji jaz između potražnje SME za sredstvima i njihove ponude. Mala i srednja poduzeća oslanjaju se na financiranje dugova za 80% svojih potreba za financiranjem, a kako bi se to što prije dovelo do ravnoteže pronalazi se novi izvor likvidnosti za banke koje kreditiraju mala i srednja poduzeća, a to je tržište sekuritizacije kredita. Rizičnost kreditiranja malih i srednjih poduzeća svakako znači da ti zajmovi nisu najlakša imovina za sekuritizaciju, ali je za inicijatora tj. banku ta imovina vrlo prikladna za sekuritizaciju. To su potraživanja koja nose rizik i stoga su kapitalno intenzivna pa je sposobnost sekuritizacije da se postigne prijenos rizika s bilance banke na tržište kapitala koje uključuje i nebankovne ulagače vrlo atraktivna. Tako oslobođen kapital onda se može reciklirati i preraspodijeliti u daljnje zajmove od strane inicijatora (banke), dajući više sredstava za SME koji su važan pokretač realnog gospodarstva.⁴⁶ Na taj način sekuritizirani proizvodi na financijskom tržištu igraju važnu ulogu u smanjenju jaza u financiranju, pomažući bankama da očiste svoje bilance za daljnje kreditiranje.

Sekuritizacija je važan instrument za zdravu kombinaciju financiranja realnog gospodarstva i adekvatnog funkcioniranja financijskog sektora, ali je 2007. godine financijska kriza narušila sliku o sekuritizaciji, što je razumljivo iz globalne perspektive, ali se čini neopravdanim s obzirom na europsko tržište sekuritizacije.⁴⁷

⁴⁵ Ibid

⁴⁶ AFME Finance for Europe (2014.), High-quality securitisation for Europe [e-publikacija], preuzeto s <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-high-quality-securitisation-for-europe-the-market-at-a-crossroads.pdf>

⁴⁷ Ibid

Kako Europa nastoji izgraditi financijski sustav koji daje dovoljno kapitala po pravoj cijeni, sekuritizacija ima važnu ulogu u učinkovitom radu dubokih likvidnih tržišta kapitala. Pomažući bankama da recikliraju i preraspodijele kapital putem sekuritizacije, pomaže im se da postanu zdravije institucije te se oslobađa kapital za daljnje kreditiranje realnog gospodarstva.⁴⁸

U četvrtom kvartalu 2021. u Europi je izdano 100,2 milijarde EUR sekuritiziranog proizvoda, što je rast od 110,55% u odnosu na treći kvartal iste godine, te povećanje od 55,8% u odnosu na četvrti kvartal 2020. godine.

Tablica 1 Izdane sekuritizacijske vrijednosnice u Europi (mlrd. EUR)

Godina/Kvartal	2018.	2019.	2020.	2021.
Q1	58,5	32,4	39,7	48,9
Q2	68,1	60,7	49,2	36,4
Q3	54,5	40,4	40,3	47,6
Q4	88,6	87,4	65,5	100,2
Ukupno	269,7	220,9	194,7	233,1

Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁴⁹

Ukupno izdanje u Europi u 2021. godini iznosi 233,1 milijardi EUR, što je povećanje od 19,72% u odnosu na izdane sekuritizirane vrijednosnice 2020. Od 233,1 milijardi EUR, ukupno je plasirano 126 mlrd. EUR, što predstavlja 54,1% ukupnog iznosa u usporedbi s 81,8 mlrd. EUR plasiranih u 2020., što je 42% ukupnog iznosa. Među plasiranim izdanjima prednjačili su paneuropski CLO⁵⁰ instrumenti, RMBS od UK i njemačke ABS vrijednosnice iz auto industrije.⁵¹

Najviše izdanja Europa je imala u kriznim godinama, 2010. i 2011., malo manje od 380 mlrd. EUR, a najmanje 2013. godine s 180 mlrd. EUR izdanih vrijednosnica.

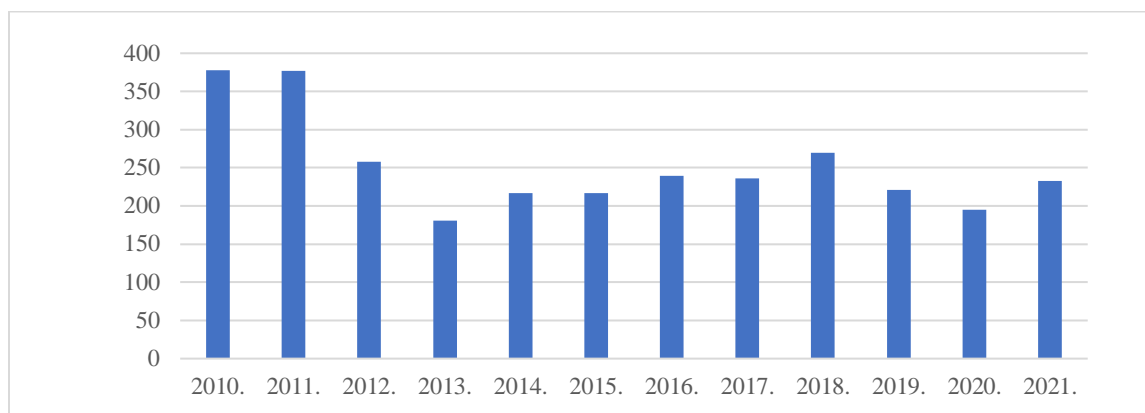
⁴⁸ Ibid

⁴⁹ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

⁵⁰ Kolateralizirane kreditne obveze (engl. *Collateralized Loan Obligation*)

⁵¹ AFME (2022.), Securitisation Report [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

Graf 3 Ukupna Europska izdanja vrijednosnica (mlrd., EUR) od 2010. do 2021. godine



Izvor: Napravljeno prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁵²

U Europi je 2021. godine izdano najviše hipotekarnih obveznica (RMBS), čak 86,7 milijardi EUR što je porast od 6,1 milijardi EUR u odnosu na 2020-u. Odmah iza njih su vrijednosnice osigurane aktivom (ABS), u vrijednosti 62,3 milijardi EUR što je pad u odnosu na 2020. godinu, dok su na trećem mjestu kolateralizirane dužničke (kreditne) obveznice (CDO / CLO) s 43,7 milijardi EUR.

Tablica 2 Izdani vrijednosni papiri po vrsti imovine u Europi (mlrd. EUR)

Godina / Vrijednosnica	2019.	2020.	2021.
RMBS	104,1	80,6	86,7
ABS	48,4	70,4	62,3
CDO/CLO	39,5	22,1	43,7
SME	23,0	7,5	28,4
CMBS	5,8	2,4	7,3
Korporativne vrijednosnice	0,0	11,7	4,8

Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁵³

U SAD-u veliku ulogu na tržištu sekuritiziranih proizvoda imaju od države sponzorirane institucije koje izdaju vrijednosnice. Sukladno tome, najviše izdanja upravo je od tih institucija, čak 2.992,9 mlrd. EUR.

⁵² Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

⁵³ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

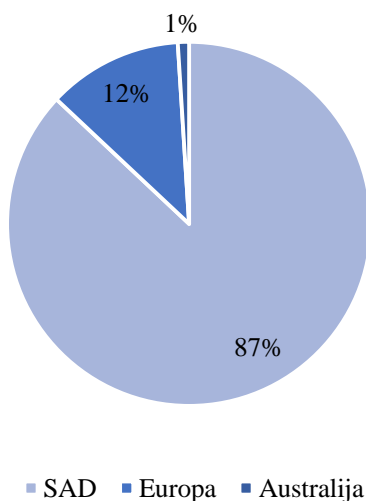
Tablica 3 Izdani vrijednosni papiri po vrsti imovine u SAD-u (mlrd. EUR)

Godina / Vrijednosnica	2019.	2020.	2021.
MBS izdane od GSE	1344,2	2859,3	2992,9
ABS	236,5	175,9	242,8
CDO	151,7	89,8	133,4
RMBS	124,7	173,1	118
CMBS	95,8	52	56,9

Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁵⁴

Graf 4 prikazuje globalni tržišni udio u nedospjelom dugu izdanih sekuritizacijskih obveznica u razdoblju od 2007. do 2018. godine te je na njemu vidljivo kako najveći udjel ima SAD kao glavni nositelj i začetnik sekuritizacije, a iza njega je Europa s 12%. Australija tek neznatno sudjeluje u izdavanju sekuritizacijskih obveznica s udjelom oko 1%. U Europi vodeće zemlje su UK, Španjolska, Nizozemska, Italija, Njemačka, Francuska i Belgija na koje otpada 90% nedospjelog duga po izdanim vrijednosnicama.⁵⁵

Graf 4 Globalni tržišni udio u nedospjelom dugu izdanih sekuritizacijskih vrijednosnica od 2007. do 2018. godine (%)



⁵⁴ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

⁵⁵ Blommestein, H. J., Keskinler, A. i Carrick, L. (2011.), Outlook for the Securitisation Market, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927792

Izvor: Izrada autora prema: Blommestein, H. J., Keskinler, A. i Carrick, L. (2011.), Outlook for the Securitisation Market, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927792

Kreditni rejting je relevantna mjera kreditnog rizika nekog financijskog instrumenta ili ukupne kreditne sposobnosti dužnika. Rejting ne ukazuje na razinu rizičnosti pojedinog instrumenta niti može sa sigurnošću utvrditi vjerojatnost manifestacije rizika neplaćanja. Rejting ocjenama objavljujemo relativnu mjeru kreditnog rizika kojom investitor može procijeniti da instrument ili dužnik s višim rejtingom ima veće mogućnosti za uredno ispunjenje svojih obveza, od onog s niskim rejtingom. Shodno tome, on predstavlja mišljenje rejting agencije, a ne savjet za ulaganje ili prodaju imovine. Kreditni rejting možemo podijeliti na interni i eksterni. Eksterni je onaj određen od specijalizirane rejting agencije⁵⁶, dok je interni rejting onaj koji je definirala kreditna institucija (najčešće banka) radi lakšeg upravljanja vlastitom bilancom.⁵⁷

Osnovna uloga rejtinga je dati objektivno mišljenje o kreditnom riziku dužnika ili instrumenta, a on omogućuje zajmotražitelju brži i lakši pristup tržištu kapitala preko kojeg je financiranje uglavnom jeftinije i dostupnije jer se ne ovisi o jednom ili nekoliko kreditora. Rejting ima važnu ulogu u stvaranju prepoznatljivosti tvrtke, instrumenta te u usporedbi pojedinih instrumenata koja je vrlo važna za investitore. Investitori usporedbom financijskih instrumenata korištenjem rejting ocjena štede svoje vrijeme koje bi uložili na vlastitu analizu i procjenu, novac koji im je potreban za prikupiti sve podatke, ali i stječu mogućnost uvida u potencijalne investicije kako bi mogli procijeniti rizičnost i profitabilnost pojedinog portfelja u koji žele uložiti sredstva.⁵⁸

U Europi najveći postotak izdanih vrijednosnica, u odnosu na sve vrijednosnice koje ocjenjuje Moody's, je investicijskog rejtinga Aaa/AAA (52,30 %), dok je na drugom mjestu Aa/AA rejting s 33,04% izdanih vrijednosnica. To znači da je 85,34% vrijednosnica najboljeg rejtinga po ovom pokazatelju.

⁵⁶ Aktivno tržište rejting agencija možemo smatrati oligopolom jer najvažniju ulogu imaju svega 3 rejting agencije (Moody's, S&P i Fitch) koje kontroliraju 94% tržišta.

⁵⁷ Cupar A. (2011.), Uloga kreditnog rejtinga na financijskom tržištu, specijalistički poslijediplomski rad, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 4

⁵⁸ Ibid, str. 6

Tablica 4 Izdanja vrijednosnica po rejtingu (% ukupno ocjenjenih vrijednosnica Moody's-a)

Godina / Rejting	2020.	2021.
Aaa/AAA	50,95%	52,30%
Aa/AA	33,50%	33,04%
A/A	8,25%	7,67%
Baa/BBB	3,49%	3,50%
Ostalo	3,81%	3,49%

Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁵⁹

U SAD-u stanje je nešto drugačije, na prvom mjestu je također investicijski rejting Aaa/AAA s ukupnom vrijednosti 43,13% ukupno ocjenjenih vrijednosnica kod Moody's-a. Drugo mjesto zauzima špekulativni rejting Caa/CCC koji podrazumijeva značajniju ranjivost na neplaćanje. Postotak vrijednosnica pod ovim rejtingom je 15,11%.

Tablica 5 Izdanja vrijednosnica po rejtingu (% ukupno ocjenjenih vrijednosnica Moody's-a)

Godina/Rejting	2020.	2021.
Aaa/AAA	42,67%	43,13%
Caa/CCC	15,73%	15,11%
Ca/CC	10,12%	11,04%
Baa/BBB	6,30%	6,04%
Ostalo	25,18%	24,68%

Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁶⁰

Iz ovih analiza i konkretnih brojki možemo zaključiti kako je sekuritizacija izuzetno važan proces za razvoj financijskog tržišta i kako ju je potrebno redovito razvijati i prihvaćati u poslovanju.

⁵⁹ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

⁶⁰ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

3. Regulatorni okvir sekuritizacije u Europskoj Uniji

3.1. Uredba o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju

Trenutni regulacijski okvir sekuritizacije u Europskoj Uniji uključuje dvije važne Uredbe kojima se uređuje proces sekuritizacije, a to su: Uredba o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva⁶¹ i Uredba o jednostavnoj, transparentnoj i standardiziranoj (STS) sekuritizaciji.⁶² Uz navedene uredbe, postoji i niz drugih pravni akata kao što je Direktiva o solventnosti II⁶³ za osiguratelje, zatim direktive za upravitelje imovinom, Zakon o izdavanju pokrivenih obveznica i javnom nadzoru pokrivenih obveznica i dr. Na globalnoj razini, sekuritizacija je uređena od strane Bazelskog odbora za nadzor banaka (BCBS) i Međunarodne organizacije nadzornih tijela za vrijednosne papire (IOSCO). Uz navedena tijela, ECB, FED, Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) i mnogi drugi također pravno reguliraju i uređuju proces sekuritizacije.⁶⁴

BCBS i IOSCO vode zajedničku radnu grupu koja se na globalnoj razini bavi rješavanjem svih prepreka u transakcijama sekuritizacije. Radna skupina svakodnevno osigurava ispunjenje svih preduvjeta razvoju i djelovanju STS sekuritizacije. BCBS je također 2014. godine objavio kapitalne zahtjeve i nužne standarde bankama koje provode sekuritizaciju. ECB i Centralna banka UK zajedno su pokrenule radionicu namijenjenu savjetovanju javnosti o djelovanju tržišta sekuritizacije u EU. Europska Komisija je u suradnji s Europskom investicijskom bankom i Europskim investicijskim fondom radila na jačanju financiranja malih i srednjih poduzeća

⁶¹ Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012

⁶² Europsko vijeće, Vijeće Europske unije (2020.), Sekuritizacija: poboljšanje financiranja gospodarstva EU-a, pristupano 7.7.2022., dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/capital-markets-union/securitisation/>

⁶³ Direktiva 2009/138/EZ) Europskog parlamenta i Vijeća od 25. studenoga 2009. o osnivanju i obavljanju djelatnosti osiguranja i reosiguranja (Solventnost II)

⁶⁴ EUROPSKA KOMISIJA, Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju i izmjeni direktiva 2009/65/EZ, 2009/138/EZ, 2011/61/EU i uredaba (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 648/201 (2015.), [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0472&qid=1448632831533&from=EN> (str. 5)

sekuritizacijskim tehnikama. Sve inicijative i uređenja sekuritizacije rade s ciljem jačanja razvoja i otpornosti tržišta sekuritizacije i povjerenja javnosti u njega. ⁶⁵

Uredba o jednostavnoj, transparentnoj i standardiziranoj sekuritizaciji pomaže u eliminiranju složenih i netransparentnih transakcija s ciljem poticanja održivog rasta i razvoja unutar Europske Unije. Adekvatnim sekuritizacijskim transakcijama omogućuje se efikasnije upravljanje rizicima i gospodarski rast koji za posljedicu ima višu stopu zaposlenosti. Zakonodavni ciljevi ove Uredbe su:

1. Redizajn tržišta uz dominaciju STS transakcija u svrhu stvaranja učinkovitog kanala financiranja gospodarstva
2. Učinkovita diverzifikacija rizika
3. Osiguravanje dugoročnih struktura ulaganja i izvora financiranja
4. Adekvatna zaštita investitora i ostalih sudionika na tržištu.⁶⁶

STS sekuritizacija se primjenjuje na kratkoročne i dugoročne sekuritizacije, ali je važeća samo kod sekuritizacijskih transakcija „stvarne prodaje“ dok se prije samog ulaganja preporuča provesti dubinsku analizu. Financijska kriza pokazala je kako su se ulagači previše oslanjali na mišljenja trećih strana i kreditni rejting agencija, s toga je dubinska analiza neophodna kako bi se utvrdila obilježja sekuritizacije, jer „STS“ standard na nekom instrumentu nije oznaka odsustva rizika već je oznaka da je proizvod ispunio kriterije koji omogućuju razboritu analizu i donošenje odluke o ulaganju. Iz ovoga proizlazi zaključak da su ulagači i dalje odgovorni sami za svoja ulaganja i procjene vrijednosnih papira u koje investiraju, ali da bi mogli adekvatno procijeniti neki vrijednosni papir, potrebno je osigurati dostupnost svih podataka i njih promišljeno analizirati.

Transakcije koje ne uključuju stvarnu prodaju već samo prijenos kreditnog rizika podrazumijevaju postojanje dodatnog kreditnog rizika druge ugovorne strane koja prodaje kreditnu zaštitu čime taj odnos zbog složenosti povezane s ugovorom o izvedenicama postaje neprimjeren za STS transakciju. Zahtjevi transparentnosti uključuju najmanje pet godina povijesnih podataka o neispunjenju obveza i gubicima za imovinu sličnu temeljnom kolateralu transakcije dok se standardiziranost odnosi na ublažavanje kamatnih i valutnih rizika. Standard jednostavnost podrazumijeva homogenost, odnosno da je proizvod osiguran skupom imovine sličnih značajki

⁶⁵ Ibid, str. 6

⁶⁶ Ibid, str. 3

kao što su skupovi hipotekarnih kredita, skupovi kredita za kupnju automobila i sl. Uredbom je uvedena i zabrana resekuritizacije zbog potencijalne opasnosti njezinog utjecaja na razinu transparentnosti, iako bi njezina upotreba trebala biti dopuštena u iznimnim situacijama kada se njome može zaštititi interes investitora. Sudionici na tržištu, usprkos nastojanju dominacije STS sekuritizacijskih instrumenata, nisu dužni izdavati ili ulagati u instrumente STS sekuritizacije. Oni su slobodni i dalje ulagati ili izdavati instrumente koji nisu usklađeni s okvirom unutar kojeg se provodi STS sekuritizacija, dok bi okvir s kriterijima STS sekuritizacije trebao biti jednak unutar cijele Europske Unije.⁶⁷

Dva su glavna cilja Uredbe o jednostavnoj, transparentnoj i standardiziranoj sekuritizaciji⁶⁸:

1. Ukloniti predrasude o ulaganju u sekuritizacijske proizvode i osigurati adekvatan regulatorni tretman
2. Ukloniti neopravdano visoke operativne troškove za izdavatelje i investitore.

Pokazatelj postizanja prvog cilja je razlika u cijeni STS proizvoda i onih koji to nisu, mjeri se analizom kretanja izdanja STS i ukupnih. STS proizvodi za ulagače nose daleko veću vrijednost te bi to trebalo potaknuti i veću ponudu i potražnju za tim proizvodima. Drugi cilj možemo pratiti kroz tri pokazatelja: (1) cijena STS proizvoda i veličina njegovog izdanja, (2) standardizacija izdanja i dostupnost podataka o STS proizvodima i (3) visina operativnih troškova i povratne reakcije sudionika na njih. Praćenjem i izvještavanjem o ovim pokazateljima utječe se na jačanje povjerenja sudionika na tržištu i stvaranje visokog standarda tih proizvoda u odnosu na druge. Svrha sekuritizacije je stvoriti most između banaka i tržišta kapitala koji će omogućiti oslobađanje bilance banaka za daljnja financiranja, ali i razvoj tržišta kapitala. Sve to dovodi do bržeg gospodarskog rasta i razvoja i društvenog blagostanja zemlje.⁶⁹

Tijekom financijske krize, STS sekuritizacije bilježile su uspješnije rezultate od ostalih transakcija sekuritizacije zbog primjene standarda jednostavnosti i transparentnosti transakcije i čvrste prakse

⁶⁷Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: legislativni okvir sekuritizacijskih instrumenata i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (9), 90-97.

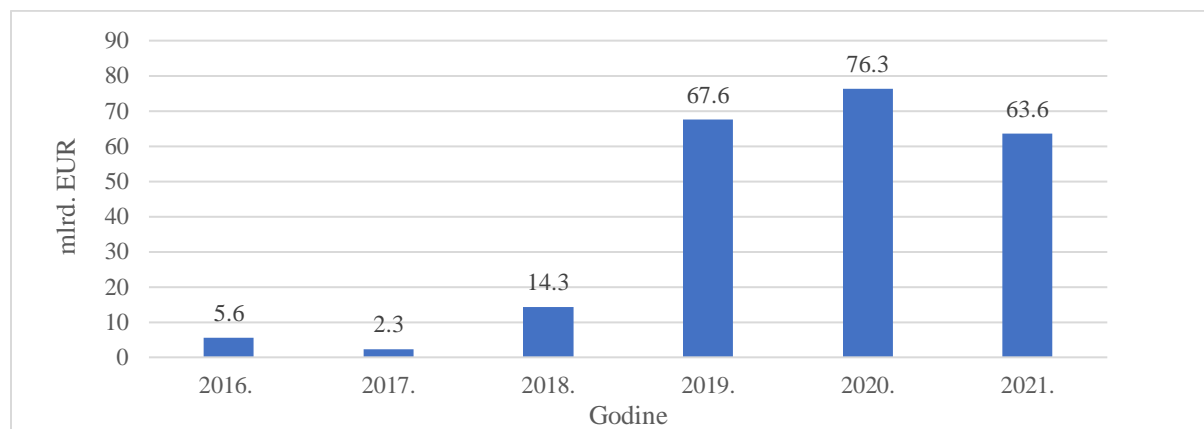
⁶⁸EUROPSKA KOMISIJA, Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju i izmjeni direktiva 2009/65/EZ, 2009/138/EZ, 2011/61/EU i uredba (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 648/201 (2015.), [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0472&qid=1448632831533&from=EN>, str. 55

⁶⁹Ibid, str. 56

za provedbu STS sekuritizacije. Navedeno je rezultiralo nižim kreditnim i operativnim rizicima kao i rizicima kreditnih agencija.⁷⁰

U rujnu 2019. godine prvi put je većina novih europskih sekuritizacijskih izdanja plasiranih ulagačima nosila STS oznaku, premašujući 5 milijardi eura. Uvođenje STS oznake imalo je pozitivan učinak na kreditne profile portfelja te je od travnja 2019. STS transakcija činila 30% do 40% mjesečnog europskog izdanja. Inicijatori su prihvatili STS oznaku najviše u Njemačkoj gdje je više od 90% plasiranih izdanja nosilo STS oznaku. Nasuprot tome, u Velikoj Britaniji je samo 21% plasiranih izdanja bilo u skladu sa STS kriterijima. Navedeno se može objasniti činjenicom da u Velikoj Britaniji dominiraju RMBS vrijednosnice koje s obzirom na prirodu dužnika i zajmova nisu spremne ispuniti STS kriterije u potpunosti. Na primjer, skupovi kolaterala koji podupiru STS transakcije ne mogu uključivati izloženosti zajmoprimcima koji su kreditno oštećeni ili su registrirani kao osobe s nepovoljnom kreditnom poviješću. Od travnja 2020. samo se sekuritizacijske izloženosti sa STS oznakom mogu smatrati visokokvalitetnom likvidnom imovinom u bankovnom izračunu omjera pokrivenosti likvidnošću (LCR).⁷¹

Graf 5 STS izdanja sekuritizacije od 2016. do 2021. (mlrd., EUR)



Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁷²

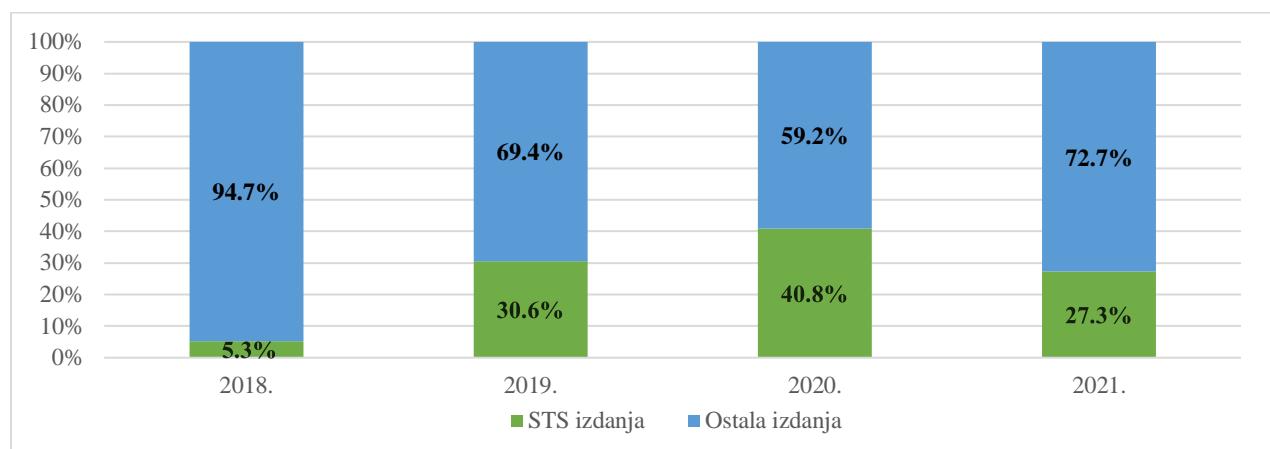
⁷⁰ Ibid

⁷¹ S&P Global Ratings (2019.), How STS Has Shaken Up European Securitization So Far , [e-publikacija], dostupno na: https://www.allnews.ch/sites/default/files/20191120_SP_Global_Ratings_STS_European_Securitization.pdf

⁷² Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

STS izdanja na Grafu 5 podrazumijevaju transakcije RMBS i ABS vrijednosnica u EU i UK te su izdanja od 2017. godine u porastu, a najveći rast zabilježen je 2019. godine. U 2021. bilježi se mali pad od 12,7 mlrd. EUR zbog utjecaja pandemije uzrokovane korona virusom i pada opsega investiranja.

Graf 6 Udio STS sekuritizacije ukupnoj sekuritizaciji od 2018. do 2021. (%)



Izvor: Izrada autora prema: AFME (2022.), Securitisation Data Report Q4 2021 and 2021 Full Year, preuzeto 29.6.2022.⁷³

Na Grafu 6 vidljivo je da je za 2021. STS izdanje sekuritizacije u transakcijama RMBS i ABS vrijednosnica u EU i UK iznosilo 63,6 milijardi EUR što je 27,3% ukupnog izdanja. STS izdanje je na godišnjoj razini palo za 13,5% u odnosu na 2020. kada je izdano 76,3 milijardi EUR STS vrijednosnica. To je 2020. činilo 40,8% ukupnog izdanja. U 2019. STS izdanje doživjelo je svoj procvat te je ukupno poraslo za 25,3% u odnosu na 2018 godinu.

Navedenim podacima zaključujemo da Uredba ispunjava svoje glavne ciljeve i da na tržištu udjel STS transakcija dobiva sve više na značaju.

3.2.Uredba o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva

Uredbom o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva propisana su specifična pravila i zahtjevi institucija podložnih nadzoru. Institucije podložne nadzoru su one koje su ujedno dominantni sudionici sekuritizacijskih transakcija. Upravo zbog toga Uredbom (EU)

⁷³ Dostupno na: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>

575/2013 se osigurava da su kapitalni zahtjevi institucija usklađeni s rizicima koje donosi proces sekuritizacije, ali također, uzimajući u obzir mogućnosti smanjenja i transfera rizika institucije kroz sekuritizaciju. Uredba o kapitalnim zahtjevima naglašava važnost usklađenosti interesa i ciljeva društva koji iz financijske imovine kreiraju sekuritizacijske proizvode i onih društava koji u takve proizvode ulažu.⁷⁴

Uredbom (EU) 575/2013 se sekuritizacija definira kao „transakcija ili program u kojem se kreditni rizik, koji se odnosi na skup imovine koja se izlaže, tranšira uz karakteristike: (1) plaćanje u programu ovisi o svojstvima izložene imovine i (2) podređenost tranši određuje trenutak nastanka gubitka u odnosu na nadređene tranše.“⁷⁵

Europska Komisija je 2015. godine objavila Prijedlog o izmjeni ove Uredbe zbog odluke Bazelskog odbora da uspostavi novi, revidirani sekuritizacijski okvir kojim će riješiti niz nedostataka u sekuritizacijskom okviru Basel II i ojačati kapitalne standarde za sekuritizacijske izloženosti koje se drže u bankovnim aktivama. Taj okvir stupio je na snagu 2018. godine i činio je dio šireg plana Odbora; Basel III za reformu regulatornih standarda za banke kao odgovor na globalnu financijsku krizu uz cilj da bankovni sektor učini otpornijim na nove šokove. Globalna financijska kriza ukazala je na određene nedostatke Basel II zbog zabrinutosti da ne postoji dovoljna razina kapitala za određene izloženosti. Iz tog razloga Odbor je odlučio revidirati sekuritizacijski okvir te je utvrdio brojne nedostatke kao što je pretjerano oslanjanje na vanjske ocjene. Revidiranim sekuritizacijskim okvirom djeluje se u suprotnom smjeru, a on bi trebao biti osjetljiviji na rizik, razboritiji, poticati na uspješnije upravljanje rizikom korištenjem raznolikih informacija dostupnih bankama s adekvatnim okvirom za kreditni rizik i što je moguće, biti jednostavniji. Konačno, trebao bi biti transparentan i omogućiti usporedivost banaka.⁷⁶

U svrhu adekvatnog ostvarivanja navedenih ciljeva, u Prijedlogu o izmjeni Uredbe o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva navodi se potreba izmjene kapitalnih zahtjeva za sekuritizacije. Najvažnije promjene Uredbe (EU) 575/2013 su u člancima od 254. do

⁷⁴ Službeni list Europske Unije (2013.), UREDBA (EU) br. 575/2013 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=ES>

⁷⁵ Ibid, str. 23

⁷⁶ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014.), Basel III Document - Revisions to the securitisation framework, [e-publikacija], dostupno na: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>

270.a. Na temelju revidiranog sekuritizacijskog okvira uspostavljen je novi hijerarhijski redoslijed primjenjivanih pristupa za izračun rizikom ponderirane imovine za sekuritizacijske izloženosti.⁷⁷

Okvir Basel II sastoji se od dvije hijerarhijske razine pristupa kreditnom riziku koji se koristi za vrstu sekuritizacijskih temeljnih izloženosti. Jedan pristup je standardizirani pristup (engl. *Securitisations Standardised Approach*) – SEC-SA, a drugi pristup je temeljen na internim ocjenama (*Securitisations Internal Ratings-Based Approach*) – SEC-IRBA. Okvir SA sekuritizacije usmjeren je na manje sofisticirane banke, iako sam pristup ovisi o poziciji banke, tj. je li ona ulagač, inicijator transakcije ili pruža instrumente kao treća strana (npr. instrumenti likvidnosti koji jamče pravovremene isplate glavnica i kamata ulagačima). IRB pristup usmjeren je na sofisticiranije banke te im omogućuje detaljniju procjenu relevantnih rizika povezanih s dotičnim sekuritizacijskim izloženostima.

Hijerarhijski je na prvom mjestu revidiranog sekuritizacijskog okvira SEC-IRBA pristup. Taj pristup koristi K_{IRB} podatke kao ključne parametre. K_{IRB} je visina kapitalne naknade za predmetne izloženosti prilikom korištenja IRB okvira. Da bi banka mogla koristiti SEC-IRBA pristup, nužno je da ima IRB model koji je odobrio nadzorni organ i isto tako dovoljno informacija za procjenu K_{IRB} podataka. Banka koja nije u mogućnosti izračunati K_{IRB} za određenu sekuritizacijsku izloženost koristit će (*Securitisations External Ratings-Based Approach*) - SEC-ERBA, drugi po redu hijerarhijski pristup temeljen na eksternim rejting sustavima za izračun iznosa izloženosti ponderiranih rizikom. SEC-ERBA pristup dodjeljuje pondere rizika prema vanjskoj ocjeni tj. rejtingu. Ukoliko institucija nije u mogućnosti koristiti IRB pristup (bilo zato što tranša nema rejting ili zato što njena jurisdikcija ne dopušta upotrebu rejtinga u regulatorne svrhe) na raspolaganju joj je treći po redu pristup, a to je SEC-SA pristup s općenito konzervativnijom kalibracijom koristeći K_{SA} . K_{SA} je kapitalni zahtjev za predmetne izloženosti, nastao primjenom standardiziranog pristupa za kreditni rizik. Institucija koja za sekuritizacijsku poziciju ne može koristiti navedene pristupe, određenoj sekuritizacijskoj izloženosti bi dodijelila ponder rizika od 1.250%.⁷⁸

⁷⁷ EUROPSKA KOMISIJA (2015.), Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva, [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0473&qid=1448633024491&from=EN>, str. 8

⁷⁸ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014.), Basel III Document - Revisions to the securitisation framework, [e-publikacija], dostupno na: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>, str. 6

Revidirani sekuritizacijski okvir Basel III podrazumijeva znakovit napredak u odnosu na Basel II okvir u vidu smanjenja složenosti hijerarhija i broja pristupa. Revizijom bi postojala samo tri primarna (prethodno navedena) pristupa, za razliku od prijašnjih višestrukih pristupa i iznimnih tretmana dopuštenih u okviru Basel II. Nadalje, primjena nekog pristupa više ne ovisi o ulozi banke u transakciji sekuritizacije već se odabir oslanja na informacije koje su dostupne banci i vrsta analize i procjene koju ona može izvesti za određenu transakciju. Smanjeno je mehaničko oslanjanje na vanjske ocjene, a u smislu osjetljivosti na rizik također su značajno povećani kapitalni zahtjevi, razmjerno riziku izloženosti sekuritizacije.⁷⁹

Regulatorni okvir sekuritizacije podrazumijeva i uređenje izdavanja pokrivenih obveznica od strane kreditnih institucija koje moraju imati registrirano sjedište u zemlji u kojoj ih izdaju. Pokrivene obveznice zadnjih godina postaju sve značajniji alternativni izvor sredstava, a dominantno je njihova upotreba koncentrirana u hipotekarnom financiranju iako im uloga jača i u drugim oblicima kao što je potrošački kredit, kredit po kreditnim karticama i sl. Značenje pokrivenih obveznica veće je na europskom području te predstavlja alternativu izvornom obliku američke izvanbilanične sekuritizacije. Glavno obilježje pokrivenih obveznica je strog i precizan regulatorni okvir izdavanja što pozitivno utječe na kontinuitet izdanja u postkriznom vremenu loše makroekonomske situacije.⁸⁰

Okvir pokrivenih obveznica podrazumijeva Direktivu (EU) 2019/2162⁸¹ i Zakon⁸² koji zajedno djeluju kao jedinstveni paket koji djeluje u smjeru jačanja upotrebe pokrivenih obveznica u svrhu ostvarivanja sigurnih investicija i financijske stabilnosti te razvoja unije tržišta kapitala. Specifično obilježje obveznica je isključenost iz stečajne mase kojim se osigurava da investitori u njih budu isplaćeni po dospijeću. Njihov razvoj ne odvija se u svim državama istim intenzitetom te bi sve države trebale uvesti okvir izdavanja kako bi se olakšala njihova primjena i u slabije razvijenim zemljama. Kapitalni zahtjevi kreditnih institucija su nešto niži za pokrivene obveznice, ali početni troškovi uspostavljanja programa mogu biti visoki što predstavlja otežanu okolnost za manje

⁷⁹ Ibid, str. 8

⁸⁰ Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: kretanja i stanje na tržištu sekuritizacijskih i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (6), 83-88.

⁸¹ Direktiva (EU) 2019/2162 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izdavanju pokrivenih obveznica i javnom nadzoru pokrivenih obveznica i izmjeni direktiva 2009/65/EZ i 2014/59/EU

⁸² Zakon o izdavanju pokrivenih obveznica i javnom nadzoru pokrivenih obveznica Narodne novine br. 53/22 (2022.)

kreditne institucije pa se iz tog razloga često dopušta zajedničko financiranje dvaju ili više institucija.⁸³

Da se pokrivene obveznice dominantno izdaju na europskom području dokazuje i činjenica da u ukupnom nedospjelom dugu izdanih obveznica europske zemlje imaju udio preko 90% dok ostatak svijeta ima tek simboličan značaj. Najveći izdavatelji u Europi su Danska, Njemačka, Francuska, Španjolska i Švedska koje skupa bilježe oko 60% udjela u ukupnom nedospjelom dugu. Neke zemlje izvan Europe koje ih također izdaju su Kanada, Australija, Novi Zeland i dr. Tezu da su pokrivene obveznice dominantno hipotekarnog karaktera dokazuje i Graf 7 na kojem je vidljivo da hipotekarne obveznice imaju udio od skoro 90% što je 2.245 mlrd. EUR u ukupnom dugu koji iznosi 2.600 mlrd. EUR dok obveznice s pokrićem kredita javnom sektoru imaju udio 12%.⁸⁴

Graf 7 Tržišni udio Europe i ostatka svijeta u nedospjelom dugu izdanih pokrivenih obveznica od 2007. do 2008. (%)

Graf 8 Vrste kolaterala nedospjelog duga izdanih pokrivenih obveznica u 2018. godini (%)



Izvor: Izrada autora prema: Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: kretanja i stanje na tržištu sekuritizacijskih i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (6), 83-88.

⁸³ Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: kretanja i stanje na tržištu sekuritizacijskih i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (6), 83-88.

⁸⁴ Ibid

3.3. Okvir sekuritizacije u Hrvatskoj

Trenutni regulatorni tretman sekuritizacije u Hrvatskoj je složen i često je u fazi revizije. Iako je došlo do značajnih pozitivnih promjena, postoji rizik da konačna pravila ne dopuštaju procvat tržišta. Regulatori, u svom odgovoru na krize iz prošlosti i trenutne propise sekuritizacije pokušavaju slijediti dva suprotstavljena cilja – učiniti banke manje rizičnim i zadržati kreditni protok tvrtki i potrošača. Postizanje ispravne ravnoteže iznimno je teško. Ipak, sudionici na tržištu sekuritizacije svakodnevno poduzimaju nužne korake kako bi naučili iz prošlosti i prihvatili razumne nove propise, okvire i prakse.⁸⁵

Zakonom o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402⁸⁶ uređuju se opće odredbe za provedbu STS sekuritizacije, nadležna tijela, njihove nadležnosti i područje rada, prekršajne odredbe, suradnja između nadležnih tijela, nadzor i dr.⁸⁷

Nadležna tijela u Republici Hrvatskoj za provedbu Uredbe (EU) 2017/2402 su Hrvatska narodna banka (HNB) i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). HNB u sklopu svojih ovlasti vodi brigu o ujednačenosti supervizorskih mjera, alata i procedura s onima koje izdaju europska nadzorna tijela. Subjekti nadzora HANFE u sklopu ovog Zakona su: društva za osiguranje i reosiguranje, alternativni i UCITS investicijski fondovi, njihova društva za upravljanje, mirovinska osiguravajuća društva, posrednici u osiguranju, leasing, faktoring društva i dr. Subjekti nadzora pod HNB-om su kreditne institucije i subjekti posebne namjene (SSPN) koje su osnovale kreditne institucije.⁸⁸

Kreditna institucija sa sjedištem u RH može se osnovati i poslovati kao banka, štedna banka ili stambena štedionica, a ukoliko Hrvatska narodna banka u svom nadzoru primijeti potporu kreditne institucije sekuritizaciji, naložit će joj supervizorske mjere te je kreditna institucija dužna u okviru vlastitog sustava za upravljanje rizicima uključiti i sekuritizacijski rizik.⁸⁹

⁸⁵ AFME Finance for Europe (2014.), High-quality securitisation for Europe [e-publikacija], preuzeto s <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-high-quality-securitisation-for-europe-the-market-at-a-crossroads.pdf>

⁸⁶ Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Narodne novine br. 63/20 i 126/21 (2021.)

⁸⁷ Pavković, A. (2017.) Regulacija i nadzor financijskog sektora, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb

⁸⁸ Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Narodne novine br. 63/20 i 126/21 (2021.)

⁸⁹ Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine br. 159/13, 19/15, 102/15, 15/18, 70/19, 47/20 i 146/20 (2020.)

Neke od ovlasti HANFE u skladu sa Zakonom o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 su kontrola provedbe dubinske analize institucionalnih investitora, praćenje rada nadzornih tijela, osiguravanje transparentnosti, redovito obavješćivanje Europskog parlamenta, Vijeća i Europskog odbora za sistemske rizike i dr. S druge strane, HNB je zadužen za nadzor nad kreditnim institucijama kao sponzora ABCP programa⁹⁰, izricanje nadzornih mjera subjektima nadzora, redovito objavljivanje izrečenih kazni na mrežnim stranicama, redovito obavješćivanje ESMA-e o upotrebi sekuritizacijskih pozicija i dr.⁹¹

Zakonom o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 nastoje se postići ciljevi:

1. Osigurati da se sekuritizacije odvijaju sukladno Uredbi o jednostavnoj, standardiziranoj i transparentnoj sekuritizaciji
2. Osigurati provođenje dubinske analize prije ulaganja od strane institucionalnih investitora
3. Osigurati da serviseri sekuritizacijskih transakcija budu licencirani upravitelji portfeljem sa stručnim znanjem
4. Osigurati transparentnost privatnih transakcija
5. Osigurati ovlasti pod nadležnosti HANFA-e i HNB-a⁹²

HANFA i HNB redovito surađuju s ESMA-om, EBA-om, EIOPA-om, Odborom za sekuritizaciju i drugim tijelima unutar Europske Unije u svrhu adekvatne koordinacije i usklađenosti nadzornih mjera te prijenosa i transparentnosti relevantnih podataka i važnih informacija.⁹³

Transparentnost podataka je vrlo važna kategorija ulaganja, a ona se osigurava i Zakonom o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402, kojom se potencijalnim ulagateljima mora osigurati pristup relevantnim informacijama preko mrežne stranice koja mora udovoljavati zahtjevima: (1) mora uključivati sustav kontrole podataka i njihove kvalitete, (2) mora biti osigurano njezino uredno funkcioniranje i postojanje odgovarajućih standarda, (3) mora biti podložna kontroli i ispitivanju

⁹⁰ ABCP program podrazumijeva izdavanje komercijalnog zapisa osiguranog imovinom (engl. *Asset-backed commercial paper*) s rokom dospelja do najviše godinu dana, a izdaje ga SSPN. Imovina kojom je osiguran može biti auto zajam, buduće plaćanje po kreditnim karticama, studentski zajam i dr. (EBA, Regulation (EU) No 575/2013 (CRR)).

⁹¹ Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Narodne novine br. 63/20 i 126/21 (2021.)

⁹² Pavković, A. (2017.) Regulacija i nadzor financijskog sektora, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb, str. 319

⁹³ Ibid, str. 319

urednosti i kvalitete izvora informacija, (4) mora obuhvaćati sustave zaštite informacija i (5) mora omogućiti vođenje evidencije informacija najmanje pet godina nakon dospjeća sekuritizacije.⁹⁴

Za svako neispunjenje obveze ovim Zakonom, počinitelj prekršaja bit će kažnjen novčanom kaznom, ovisno o jačini počinjenog prekršaja. Za teže prekršaje (npr. ako počinitelj (npr. Izvorni zajmodavac) nije ispunio sve zahtjeve u svezi s zadržavanjem rizika) novčana kazna ne može biti manja od 375.000,00 kn niti veća od 10% ukupnih neto prihoda iz godišnjeg financijskog izvještaja tekuće godine. Također za obavljanje nadzora, subjekti nadzora plaćaju naknade, čija visina, način izračuna i plaćanja ovisi o podzakonskim propisima koje donosi Agencija (HANFA) i HNB.⁹⁵

⁹⁴ Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Narodne novine br. 63/20 i 126/21 (2021.)

⁹⁵ Ibid

4. Poslovni slučajevi primjene sekuritizacije

4.1. Primjeri sekuritizacije na tržištu Europe

Za razliku od američkog tržišta koje je sklonije tradicionalnoj sekuritizaciji, na europskom tržištu prisutnija je sintetička sekuritizacija koja je dosegla svoj vrhunac u razdoblju od 2004. do 2005. godine s volumenom izdanih transakcija u vrijednosti 180 mlrd. EUR. Međutim, kriza je uzrokovala krah na tržištu sekuritizacije te se izdavanje gotovo prepolovilo u 2006. godini, a zatim je postupno prekinuto. Znatna većina ulagača u sintetičku sekuritizaciju su nebankovni privatni investitori, a među njima najveći udio zauzimaju hedge fondovi sa 39,6% obujma raspodijeljenih tranši u razdoblju od 2008. do 2019. godine. Iza njih su mirovinski fondovi s udjelom 30,6% i upravitelji imovinom čiji je udio 19,7% dok osiguravajuća društva čine manjinu sa udjelom ispod 1%. Posljednjih nekoliko godina bilježi se porast udjela javnih investitora i hedge fondova, dok opada značaj mirovinskih fondova. Prevladavajuće klase imovine su mala i srednja poduzeća i financiranje trgovine što ukazuje na činjenicu da se sintetička sekuritizacije bilance više koristi za prijenos korporativnog kreditnog rizika s banaka na tržište nego za tradicionalnu sekuritizaciju. RMBS vrijednosnice, potrošački krediti i ostale izloženosti prema stanovništvu rjeđe su za sintetičku sekuritizaciju.⁹⁶

Sekuritizacija bankama nudi mogućnosti prijenosa rizika i oslobođenja kapaciteta zajmova budući da se regulatorni kapital može osloboditi i koristiti za zajmove realnom gospodarstvu, ali taj se kapital može osloboditi samo ako transakcija ispunjava kriterija prijenosa značajnog rizika (engl. *Significant risk transfer* – SRT). Nadležna tijela dužna su obavijestiti EBA-u o svakoj transakciji sekuritizacije za koju smjernice zahtijevaju provođenje sveobuhvatne procjene te je od stupanja na snagu smjernica 2014. godine, pet nadležnih tijela (ECB, Grčka, Italija, Švedska i UK) prijavilo ukupno 142 SRT transakcije ukupne nominalne vrijednosti od 199 mlrd. EUR. Sintetičke sekuritizacije uglavnom podrazumijevaju SRT transakcije što dokazuje činjenica da je 95 od 142 SRT transakcija bilo sintetičkih s ukupnom nominalnom vrijednosti od 126 mlrd. EUR što je

⁹⁶ EBA (2020.), REPORT ON STS FRAMEWORK FOR SYNTHETIC SECURITISATION UNDER ARTICLE 45 OF REGULATION (EU) 2017/2402 [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation>

63,7% ukupne nominalne vrijednosti svih prijavljenih transakcija. S obzirom na vrstu imovine u SRT sintetskoj sekuritizaciji, 2014. korporativni zajmovi bili su najčešće korišten kolateral s 45% nominalne vrijednosti i 31 transakcije.⁹⁷

Središnji element sekuritizacijskog lanca je skup hipotekarnih vrijednosnih papira poznatiji kao RMBS (engl. *Residential mortgage-backed securities*). RMBS je vrsta obveznice koja pripada skupini MBS vrijednosnica (engl. *Mortgage-backed securities*) koje banke često koriste za povećanje svoje zaduženosti bez kršenja regulatornih zahtjeva. Osigurana je stambenim hipotekarnim kreditima koji su uglavnom grupirani u skupove na temelju kojih slijedi izdavanje RMBS-a, obično u dvije ili više odvojenih „tranši“⁹⁸ na temelju prioriteta plaćanja glavnice i kamata. U ovom odnosu postoji banka ili kreditna unija koja izdaje kredit, trust na koji se taj kredit prenosi te koji upravlja fondom tih zajmova i njihovom naplatom kojom je osigurana isplata obveznice, a neizostavna je i uloga kreditne agencije koja razmatra i ocjenjuje kvalitetu i povijest skupa zajmova na temelju kojih se izdaju RMBS.⁹⁹

Spomenuta neizostavna uloga rejting agencija jasno je bila vidljiva 2008. godine na američkom tržištu kada su njihove dodijeljene ocjene RMBS-ovima bile jedan od glavnih uzroka nastanka krize. Rejting koji su dodjeljivale nije bio adekvatan te je čak 87% RMBS-ova izdanih od 1987. do 2013. dobilo AAA rejting. Takva situacija dovela je mnoge tvrtke na rub propasti te je nelikvidnost povrh zaduženosti prisilila poduzeća na rasprodaju imovine što je dodatno snizilo cijene nekretnina u tom razdoblju. U literaturi je ovo razdoblje poznato kao „vatrena prodaja“ jer su mnoge financijske institucije jedini spas u prikupljanju kolaterala vidjele u rasprodaji imovine uz velike popuste što je dovelo do velikih poremećaja.¹⁰⁰

Europsko tržište strukturiranog financiranja u krizi je pokazalo zavidnu razinu otpornosti u odnosu na američko što se može dokazati podacima koje je prikupila S&P rejting agencija, a koji navode kako od sredine 2007. do kraja 2010. samo 0,95% svih europskih strukturiranih financijskih

⁹⁷ Ibid

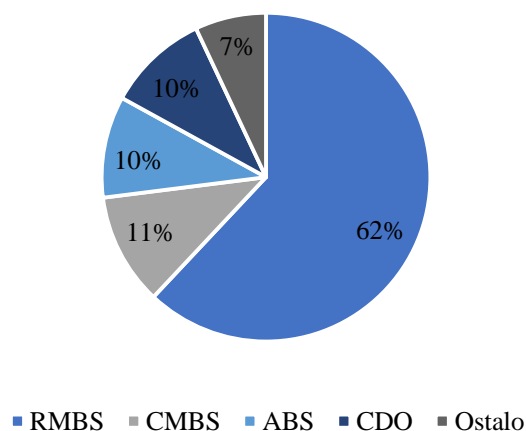
⁹⁸ Ulagateljima u RMBS se obično kamate i glavnica isplaćuju svaki mjesec, pri čemu prioritet naplate glavnice imaju ulagatelji u senior tranše.

⁹⁹ Firstmac (2019.), What is RMBS and how does it work?, pristupano 8. kolovoz 2022. dostupno na: <https://www.firstmac.com.au/investments-high-livez/what-is-rmbs-and-how-does-it-work>

¹⁰⁰ Blommestein, H. J., Keskinler, A. i Carrick, L. (2011.), Outlook for the Securitisation Market, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927792

izdanja nije ispunilo svoje obveze u usporedbi sa 7,7% američkih strukturiranih financijskih izdanja. U 2010. europsko „plasirano“ izdanje iznosilo je ukupno 88 mlrd. EUR te je većinom bilo sastavljeno od britanskih i nizozemskih prvorazrednih RMBS-ova. Navedeni iznos je značajno poboljšanje u odnosu na 25 mlrd. EUR plasiranih izdanja zabilježenih 2009., ali je još daleko od 460 mlrd. EUR plasiranih izdanja na vrhuncu tržišta 2006. godine.¹⁰¹

Graf 9 Nepodmirena europska izdanja u prosincu 2010. godine (%)



Izvor: Izrada autora prema: Blommestein, H. J., Keskinler, A. i Carrick, L. (2011.), Outlook for the Securitisation Market, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927792, str. 6

Procjenjuje se da je tokom krize u 2011. oko 2,1 trilijuna eura nepodmirenih europskih sekuritizacija zadržano u izvornim bankama od čega se čak 62% odnosi na RMBS-ove. U 2010. najveća potražnja za RMBS-ovima bila je u Ujedinjenom Kraljevstvu i Nizozemskoj, međutim isti trend nastavlja se i godinama nakon krize kada se sekuritizacija u EU uglavnom oslanjala na potporu programa likvidnosti ECB-a.¹⁰²

Europska sekuritizacijska tržišta započela su snažno 2021. godinu te je prvi kvartal bio najjači još od 2018. dok je drugi kvartal imao nešto sporiji tempo, ali su i dalje vrijednosti izdanja bile na zavidnoj razini. Općenito, tržište sekuritizacije se oporavilo i trenutno je na putu da premaši količinu izdanja 2018. godine.

¹⁰¹ Ibid, str. 3

¹⁰² Ibid, str. 5

U Europi je 2021. godine najveća vrijednost izdanih hipotekarnih kredita zabilježena u Ujedinjenom kraljevstvu, a izdavanje RMBS-a je po broju transakcija bilo najveće od globalne financijske krize. U 2019. godini zabilježen je velik broj „buy-to-let“ transakcija za koje se smatra da će trebati refinanciranje u 2022. Visoka razina transparentnosti dovela je do velike potražnje za britanskim RMBS-ovima tijekom pandemije te se očekuje privlačenje novih ulagača i u 2022. Tržište RMBS-a u Irskoj drugo je po značajnosti u Europi, a njime dominiraju brokeri kao što su Dilosk, Finance Ireland i Avant Money dok uloga banaka sve više opada. Nizozemsko izdavanje RMBS-a je posljednjih godina prigušeno, a razlog tome je nedavni porast nestrukturiranih hipotekarnih fondova kao načina financiranja hipotekarnih kredita te novijeg fenomena banaka koje su preplavljene depozitima u cijeloj eurozoni kao rezultat pandemije Covid-19. Izdavanje RMBS-a u Španjolskoj i Portugalu podrazumijeva dominaciju banaka dok na njihovo tržište hipoteka, FinTech i ostale inovacije nisu imale značajan utisak. Njihovi nedavno izdani RMBS-ovi imaju fiksnu stopu što daje određenu sigurnost u vremenu rastućih kamatnih stopa iako većina naslijeđenih kolaterala prije globalne krize ima promjenjivu stopu. Kao i u većini drugih europskih zemalja i u ove dvije pandemija je dovela do rasta cijena nekretnina te se očekuje da će brojke za 2022. u svezi s izdavanjem RMBS-a biti veće nego u prošlim godinama. U Italiji je izdavanje RMBS-a usporeno posljednjih godina, međutim u Italiji gotovo da nema aktivnosti nebankovnog kreditiranja pa je nužno da sekuritizaciju i izdavanje RMBS-a pokrenu banke koje su se već okrenule trendu oslobađanja kapitalno intenzivnih pozicija NPL-ova. Očekivanja za Italiju u 2022. nisu prevelika, visoke kamatne stope znače da se mnoge banke okreću alternativnim izvorima financiranja jer je taj način jeftinije i lakši nego putem RMBS-a, međutim jenjavanjem pandemije banke će nastojati diversificirati svoje financiranje pri čemu se otvara mjesto za jačanje tržišta RMBS-a. Francuska i Belgija bilježe relativno malo, ali stabilno izdavanje RMBS-a kao i Njemačka čije su transakcije rijetke, ali izuzetno važne u analizama jer su obično dosta velikog obujma.¹⁰³

Posljedica krize je porast zajmova nižeg kreditnog rejtinga koje su institucije na europskom tržištu kapitala odlučile prodati kroz izdavanje CLO (engl. *Collateralized Loan Obligation*) vrijednosnih papira. Riječ je o vrijednosnicama podržanim skupom zajmova koje ulagačima nude mogućnost ulaganja u raznoliki portfelj prepakiranih kredita poduzeća, a najčešće je riječ o korporativnim zajmovima nižeg kreditnog rejtinga ili zajmovima koje su uzele privatne investicijske tvrtke koje

¹⁰³ S&P Global Ratings (2022.), European RMBS Outlook 2022 - Performance And Issuance At A Crossroads, dostupno na: <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/research/101081365.pdf>

značajno koriste financijsku polugu. Obično se ti krediti prodaju CLO menadžeru koji spaja od 150 do 250 kredita u poseban skup imovine na temelju koje izdaje CLO vrijednosnice. Ulagач u CLO prima plaćanja u skladu s plaćanjem duga iz temeljnog zajma, preuzimajući visoku razinu rizika neplaćanja uz potencijalno viši povrat od prosječnog. Ipak, o rizičnosti CLO može se raspravljati, tvrtka za upravljanje imovinom Guggenheim Investments provela je istraživanje u kojem je navedeno da su CLO-i imali niže stope neispunjenja od korporativnih obveznica, samo 0,03% tranši nije ispunilo svoje obveze od 1994. do 2019.¹⁰⁴

Izdanje u 2021. raste od lipnja, kako je tržište migriralo kroz pandemiju COVID-19 virusa i usporavanje aktivnosti na tržištu kapitala te je znatno ispred razina ostvarenih u prethodne dvije godine. U 2019. i 2020. godini dominirala su izdanja RMBS-a, potrošačkih kredita, CLO-a i auto ABS-a, a u 2021. CLO transakcije gotovo su se udvostručile u vrijednosti izdanja. U prvom tromjesečju 2021. ukupno izdanje CLO vrijednosnica iznosilo je 27,8 mlrd. EUR te su prva tri tromjesečja 2021. bila tri najbolja uzastopna tromjesečja u proteklih nekoliko godina s ukupnim iznosom od 76,4 milijarde EUR izdanja. U Španjolskoj i UK CLO transakcije zauzimaju sve veći udio, a Irska, Nizozemska i Francuska također imaju solidan početak. Italija i dalje zaostaje ponajviše zbog svoje orijentiranosti na rješavanje problema NPL kredita u bilancama banaka.¹⁰⁵

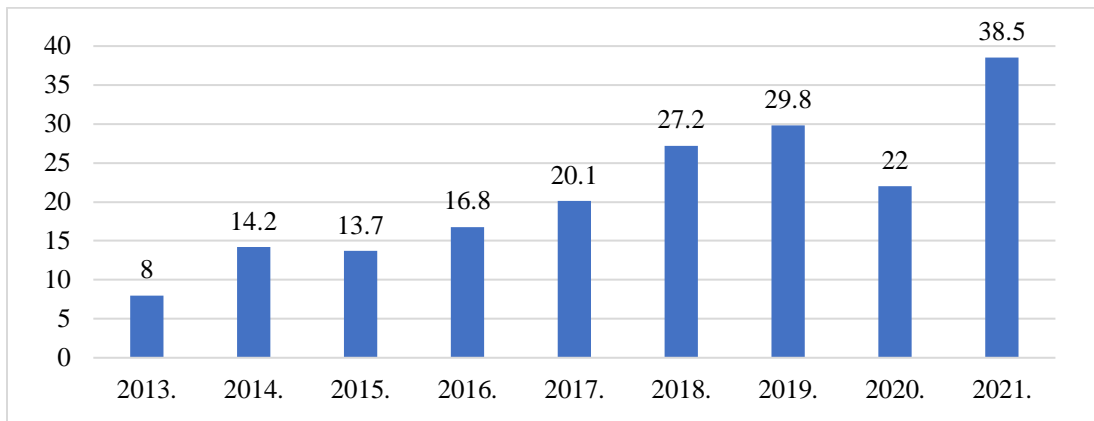
Središnje mjesto na europskom tržištu dužničkog kapitala 2021. godine zauzela su razmatranja o Zaštiti ekološkog, društvenog i korporativnog ulaganja (engl. *Environmental, Social and Governance*) jer investitori sve više nastoje dati prioritet ulaganju u održivu imovinu. Ovaj trend filtrirao se na europsko tržište kolateraliziranih kreditnih obveza većinom kroz nova izdanja ili resetiranja već postojećih transakcija koja u nekom obliku uključuju ESG kriterije ulaganja. ESG ulaganje podrazumijeva izgradnju održive poslovne prakse i stvaranje vrijednosti za tvrtku, njezine dioničare, zajednicu i cjelokupnu planetu uz primjenu načela profitabilnosti, odgovornosti, održivosti i etike.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Corporate Finance Institute (2022.), Collateralized Loan Obligations (CLO), dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/credit/collateralized-loan-obligations-clo/>, pristupano 31.8.2022.

¹⁰⁵ Morningstar DBRS (2021.), Quarterly European Securitisation Issuance Report – Q3 2021 [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.dbrsmorningstar.com/research/387012/quarterly-european-securitisation-issuance-report-q3-2021>

¹⁰⁶ Milbank (b.d.), ESG & Sustainability, pristupano 16.8.2022., dostupno na: <https://www.milbank.com/en/practices/areas/Corporate/ESG-and-Sustainability.html>

Graf 10 Vrijednost europskog ESG izdanja CLO vrijednosnica (mlrd., EUR) od 2013. do 2021. godine



Izvor: Izrada autora prema: WHITE & CASE (31. siječanj 2022.), *European CLOs and the unstoppable impact of ESG - European new-issue CLO volume (annual)*, pristupano 16.8.2022.¹⁰⁷

Europska CLO industrija izrazito je aktivna posljednjih godina te i dalje nastavlja u smjeru rasta, što dokazuje značajan broj novih sudionika na tržištu. Novo izdanje CLO u Europi doseglo je svoj vrhunac u 2021. godini s 38,5 milijardi EUR vrijednog izdanja što je porast od 75% u odnosu na 2020. godinu.

Izdanja strukturalnih sekuritizacijskih proizvoda su se oporavila nakon krize, ali je istovremeno kriza ostavila negativne posljedice na bankovni sektor i pridonijela je stvaranju velikih fondova loših izloženosti u bilancama banaka. Iako su nakon krize regulatori, banke i nadzorna tijela makroprudencijalne vlasti zajedničkim naporima djelovali u smjeru smanjivanja udjela nenaplativih kredita u bilancama banaka, ukupna razina problematične imovine ostaje na visokoj razini u pojedinim zemljama Europe.¹⁰⁸

Neprihodujući kredit (engl. *Non-performing loan – NPL*) je svakodnevica poslovanja banaka, a bankovni kredit klasificiramo kao neprihodujući onda kada dužnik ne plati ugovorene kamate i glavnicu više od 90 dana od isteka roka plaćanja. Postoji široka paleta pokazatelja ranog upozorenja dužnikove kreditne nesposobnosti, koji se mogu podijeliti na vanjske i unutarnje. Česti

¹⁰⁷ Dostupno na: <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/european-clos-and-unstoppable-impact-esg>

¹⁰⁸ KPMG in Italy (2019.), *GACS Securitisation deals in the Italian NPL space* [e-publikacija], preuzeto s <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/GACS-Securitisation-deals-in-the-Italian-NPL-space.pdf>

vanjski pokazatelj je rast duga i kolaterala u drugim bankama ili raspoređivanje dužnika u neprihodonosnu kategoriju u nekoj drugoj banci i sl. Negativno kretanje internog rejtinga, značajan pad razine likvidnosti ili smanjenje plaćanja te drugi slični pokazatelji spadaju u skupinu internih pokazatelja koji bankama šalju signal da potencijalno postoji opasnost od manifestacije rizika neplaćanja.¹⁰⁹

Kako bi se spriječila pretjerana masovnost loših kredita u bilancama banaka država je odlučila uključiti se u proces sekuritizacije kroz državna jamstva na sekuritizirane vrijednosnice koja predstavljaju oblik „zaštitne sheme“ tj. vrste osiguranja financijskog instrumenta putem kojih nacionalna država na sebe preuzima odgovornost pokrivanja gubitaka u procesu sekuritizacije u zamjenu za naknadu.¹¹⁰

U posljednjih 5 godina, talijansko tržište nenaplativih kredita pokazalo se kao najaktivnije u Europi. Procjenjivalo se da su talijanske banke 2016. godine u svojoj aktivi imale otprilike 200 milijardi eura problematičnih zajmova koji su kočili razvoj i usporavali gospodarski napredak. Talijanska vlada je, kako bi riješila taj problem, dodala novi instrument nizu mjera uvedenih od 2014. godine u svrhu jačanja bankovnog sektora i uklanjanja slabosti i nenaplativih zajmova iz njihove aktive.¹¹¹

„*Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze*” (GACS) je mehanizam koji je u Italiji uveden u veljači 2016. godine¹¹² te podrazumijeva sudjelovanje talijanske države u transakcijama sekuritizacije nenaplativih zajmova kroz izdavanje jamstva za isplatu nadređenih obveznica (engl. *Senior notes*). Uredba GACS produljena je nekoliko puta, a posljednji put u travnju 2019. godine na razdoblje od 24 do 36 mjeseci. Novi okvir GACS alata podrazumijeva određene izmjene u cilju još sigurnije isplate senior obveznica te ga možemo definirati kao mjeru čiji je cilj olakšati talijanskim bankama izbacivanje loših plasmana iz aktive koji su se posljednjih godina nagomilali

¹⁰⁹ Europska središnja banka (2017.), Upute bankama o neprihodonosnim kreditima [e-publikacija], preuzeto s https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.hr.pdf

¹¹⁰ Europsko vijeće, Vijeće Europske unije (31. listopada 2018.), Neprihodujući krediti: Vijeće odobrilo stajalište o kapitalnim zahtjevima za loše kredite banaka, preuzeto 30. siječnja 2022. s <https://www.consilium.europa.eu/hr/press/press-releases/2018/10/31/non-performing-loans-council-approves-position-on-capital-requirements-for-banks-bad-loans/>

¹¹¹ PAUL HASTINGS (22. veljača 2016.), Italy Introduces Government Guarantee to Facilitate NPL Transactions, pristupano 14.7.2022., dostupno na: <https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/italy-introduces-government-guarantee-to-facilitate-npl-transactions>

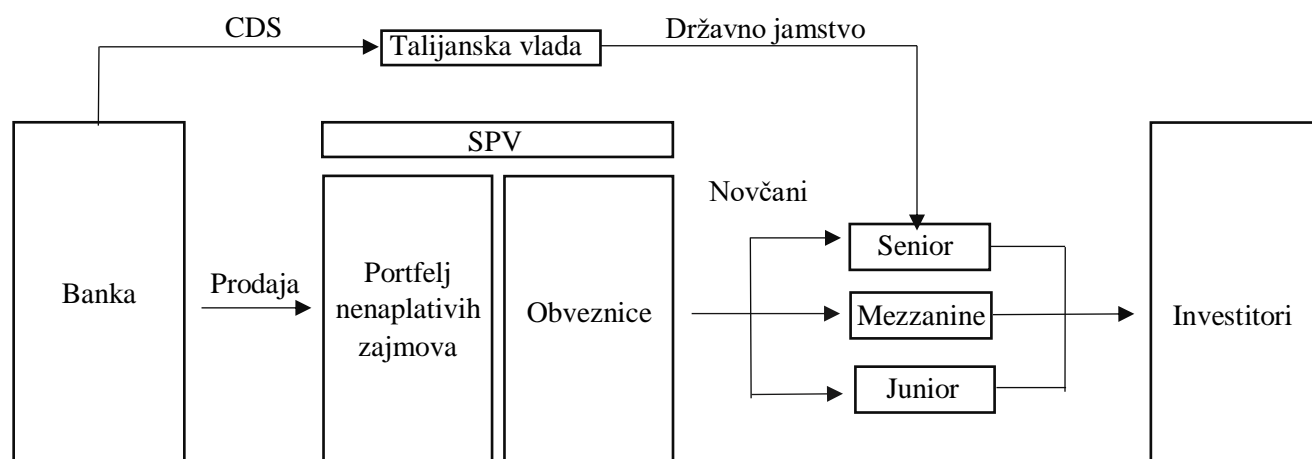
¹¹² GACS je objavljen u službenim talijanskim novinama 15.2.2016., a stupio je na snagu dan nakon (16.2.2016.)

i na makroprudencijalnoj razini doveli do pada profitabilnosti i niske učinkovitosti. NPL krediti uzrokuju stagnaciju rasta jer se za njih veže kapital te dolazi do smanjenja novih plasmana u gospodarstvu zbog nedostupnosti adekvatne razine kapitala.¹¹³

Ključni ciljevi državnog jamstva su: (1) povećati povjerenje potrošača u vrijednosne papire (za koje jamči talijanska vlada) i (2) očistiti bankovne knjige od loših zajmova putem tržišnog alata (GACS).¹¹⁴

O mehanizmu GACS dosta se pregovaralo s Europskom Komisijom radi osjetljivosti državnih potpora i pravilima o njima u EU. Isključivo banke sa sjedištem u Italiji imaju pravo zatražiti državno jamstvo u transakciji sekuritizacije NPL-ova i za to platiti tržišnu cijenu koju priznaje Europska Komisija te se slaže da programom nisu predviđene državne potpore.¹¹⁵

Graf 11 Sekuritizacija nenaplativih zajmova uz državno jamstvo (GACS model)



Izvor: Izrada autora prema: Deloitte (b.d.), Italian non-performing loans – State guarantee and securitisation scheme...Unlocking the NPL log-jam ? [e-publikacija]¹¹⁶

¹¹³ KPMG in Italy (2019.), GACS Securitisation deals in the Italian NPL space [e-publikacija], preuzeto s <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/GACS-Securitisation-deals-in-the-Italian-NPL-space.pdf>

¹¹⁴ KPMG (2019.), GACS tool in the Italian Non-Performing Loans space [e-publikacija], preuzeto s: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/07/GACS-crediti-deteriorati.pdf> str. 11

¹¹⁵ Ministry of Economy and Finance – Department of the Treasury (2016.), Guarantee on Securitization of Bank Non Performing Loans (GACS) to be introduced shortly, preuzeto 1.7.2022., dostupno na: https://www.dt.mef.gov.it/en/news/2016/news_gacs.html

¹¹⁶ Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-fa-italian-nonperforming-loans.pdf>, str. 1

Sekuritizacija uz državnu garanciju podrazumijeva prodaju portfelja loših zajmova, uključujući i potraživanja koja proizlaze iz ugovora o financijskom najmu klasificiranih kao nenaplativi zajmovi posebnom pravnom entitetu (SPV) koji zatim izdaje sekuritizacijske „note“ obično u 3 tranše i svaka se razlikuje ovisno o visini rizika koju investitor preuzima na sebe ulaganjem u tu tranšu. Prva skupina obveznica koje se izdaju poznatije su kao nadređene obveznice (engl. *Senior notes*) i one su najsigurnije za investitore tj. nose najmanji rizik jer su prve u redu za naplatu. Srednja razina podrazumijeva „mezzanine“ obveznice koje su rizičnije od senior obveznica, ali nisu najrizičnije po svojim obilježjima. Najpodređenija obveznica je „junior“ obveznica koja nosi najvišu razinu rizika i dolazi na naplatu tek kada su prethodne dvije razine obveznica isplaćene. Shodno tome, ona nosi i najviši prinos te je podređena mezzanine tranšama, koje su podređene senior tranšama. Navedene tranše nose različite prinose i rizike što daje priliku investitorima modelirati vlastiti portfelj sukladno željenom investicijskom horizontu. ¹¹⁷

Te zapise upisuju banke koje su izdale kredite i širok raspon institucionalnih investitora kao što su: mirovinski fondovi, specijalizirani fondovi, osiguravajuća društva i dr. Ulaganje u NPL sekuritizacijske obveznice investitori kombiniraju s tradicionalnim klasama imovine od kojih su najpoznatije: dionice, obveznice i nekretnine.

Državno jamstvo izdaje se neopozivo, bezuvjetno i na prvi zahtjev tek nakon što vrijednosni papiri dobiju rejting ocjenu jednaku ili višu od najniže investicijske ocjene neovisne rejting agencije koja je na popisu prihvaćenih rejting agencija od strane Eurosustava, priznatih od strane Europske središnje banke¹¹⁸ Jamstvo se primjenjuje samo na senior tranše tj. one najmanje rizične koje su u slučaju nastupa vanjskog šoka ili rizika prve na redu za naplatu, odnosno posljednje će biti pogođene bilo kakvim gubitcima. Rizičnije tranše (mezzanine i junior) otplaćuju se tek nakon ukupne isplate senior tranši za koje država garantira isplatu u cijelosti. ¹¹⁹

Njezino jamstvo nije obvezno, a cijena koja se plaća GACS-u izračunava se na temelju jedinstvenog CDS-a koji se odnosi na talijanske izdavatelje s razinom rizika jednakom onoj garantiranih vrijednosnih papira. Zamjena kreditnog rizika (engl. *Credit Default Swap*) je vrsta

¹¹⁷ Giuseppe Lusignani - University of Bologna, Prometeia (2019.), NPLs: a new asset class [e-publikacija], preuzeto s: https://www.researchgate.net/publication/335790311_EN_NPL_A_new_asset_class

¹¹⁸ Institucije za vanjsku kreditnu procjenu „ECAI“

¹¹⁹ Ministry of Economy and Finance – Department of the Treasury (2016.), Guarantee on Securitization of Bank Non Performing Loans (GACS) to be introduced shortly, preuzeto 1.7.2022., dostupno na: https://www.dt.mef.gov.it/en/news/2016/news_gacs.html

kreditne izvedenice koja kupcu pruža zaštitu od rizika neplaćanja. Banka tim financijskim derivatom prebacuje rizik na državu koja se obvezuje isplatiti senior obveznicu u slučaju da SPV ne bude u mogućnost. Banka za kupnju CDS-a od države plaća periodičnu cijenu, ali kreditni rizik ovime nije eliminiran, već samo prebačen na prodavatelja, u ovom slučaju državu. CDS-ovi se koriste prvenstveno iz dva glavna razloga: zaštita od rizika i špekulacija.¹²⁰

GACS podrazumijeva scenarij u kojem SPV nije isplatio vlasnike senior obveznica te imatelji nadređenih obveznica podnose zahtjev SPV-u nakon 60 dana od datuma dospeljeća. SPV-u se daje rok od 6 mjeseci od primitka relevantnog zahtjeva za isplatu da ispuni svoje obveze, a po isteku tog roka, ako SPV ne izvrši plaćanje, imatelju nadređenih tranši će isplatu izvršiti GACS. Jamstvo izdaje Ministarstvo gospodarstva i financija (engl. *Ministry of Economy and Finance* – MEF), a isplatu vrši u roku od 30 dana od primitka zahtjeva za plaćanje iz povrata problematičnih kredita. Iznos koji se isplaćuje je jednak onom koji je trebao izvršiti SPV bez dodatno obračunatih zatezних kamata ili kazni.¹²¹

Trenutno je još uvijek teško pravilno procijeniti kratkoročne i srednjoročne učinke reforme „GACS“ jer je talijanska vlada istaknula kako je ova shema samo dio ukupne reforme usmjerene na jačanje financijskog sustava te kako nije jedinstvena jer javnost može očekivati nova rješenja za velike zalihe NPL-ova u bilancama talijanskih banaka. Talijanskom bankovnom sustavu potrebne su dodatne reforme pravnog sustava usmjerene na skraćivanje vremena oporavka i proaktivne strategije razduživanja od strane samih banaka kako bi se ubrzalo rješavanje NPL-ova.¹²²

Od uvođenja GACS programa 2016. godine, vodeće talijanske banke značajno su smanjile svoje zalihe problematičnih zajmova prodajom odnosno sekuritizacijom uz državno jamstvo. Tijekom 2018., Unicredit je prodao 29,1 milijardi eura portfelja loših kredita tvrtki Pimco & Fortress, a Intesa Sanpaolo je prodala Intrumu portfelj nenaplativih zajmova vrijedan 10,8 milijardi eura. Od 2016. do 2018. ukupno je u Europi zatvoreno 27 NPL sekuritizacija, od kojih je 21 transakcija u

¹²⁰ Corporate Finance Institute (2022.), Credit Default Swap, dostupno na:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/credit-default-swap-cds/>, pristupano 31.8.2022.

¹²¹ PAUL HASTINGS (22. veljača 2016.), Italy Introduces Government Guarantee to Facilitate NPL Transactions, pristupano 14.7.2022., dostupno na: <https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/italy-introduces-government-guarantee-to-facilitate-npl-transactions>

¹²² Deloitte (b.d.), Italian non-performing loans – State guarantee and securitisation scheme...Unlocking the NPL log-jam ? [e-publikacija], dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-fa-italian-nonperforming-loans.pdf>

Italiji, što je više od 80% ukupnog volumena europskih transakcija. Stambeni zajmovi zauzimaju prvo mjesto među klasama sekuritizirane imovine, zauzimajući gotovo 45% ukupnog obujma transakcija, dok su komercijalni zajmovi obuhvatili 36% ukupnih transakcija. Uvođenjem GACS-a, omjer NPE (engl. *Non-Performing Exposure*) je u 2018. godini pao na 10,9% u odnosu 17% krajem 2015. godine.¹²³

Do travnja 2020. ukupno je bilo dovršeno 25 GACS transakcija u ukupnom volumenu bruto vrijednosti oko 71 milijardi EUR, a 10 transakcija je bilo u vrijednosti između 1 i 5 milijardi EUR. Tijekom 2019., najveću transakciju zaključio je Banco BPM s prodajom mješovito osiguranih i neosiguranih loših plasmana s GACS potporom u iznosu 7,3 milijardi EUR. Talijanski bankovni sustav bilježi pozitivne promjene i poboljšanje kvalitete aktive, međutim banke svakodnevno pokušavaju ostvariti sve izazovnije ciljne NPE omjere. U Italiji, Banca Monte dei Paschi di Siena pokazuje najveći omjer NPE, dok UniCredit ima najniži omjer NPE.¹²⁴

Manje regionalne banke također su iskoristile GACS program te su u 2018. postigle mnoštvo manjih dogovora za sekuritizaciju loših zajmova. Među njima je Banca Agricola Popolare di Ragusa SCpA sa 349 milijuna eura sekuritizacije kredita vezanih za dužnike na Siciliji te Banco di Sardegna SpA s 1 milijardi eura sekuritizacije osobnih i poslovnih kredita. Talijanska vlada planira obnoviti sustav jamstva koji je već pomogao bankama u smanjenu preko 70 milijardi EUR toksičnog duga, ali analitičari smatraju kako je malo vjerojatno da će sekuritizacija NPL-ova premašiti rekordne razine iz 2018. godine.¹²⁵

Postojanje državnog jamstva u Italiji je značajno olakšalo proces prijenosa loših zajmova u svrhu jačanja bankarskog sektora i pomaganja bankama da rasterete svoje aktive i portfelje loših kredita koji imaju snažan utjecaj na sposobnost davanja novih kredita na tržištu i oporavak te razvoj talijanskog gospodarstva. Europa očekuje daljnji razvoj GACS alata i nastavak djelovanja u smjeru smanjenja omjera problematičnih kredita banaka.¹²⁶

¹²³KPMG (2019.), GACS tool in the Italian Non-Performing Loans space [e-publikacija], preuzeto s: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/07/GACS-crediti-deteriorati.pdf>

¹²⁴ KPMG in Italy (2019.), GACS Securitisation deals in the Italian NPL space [e-publikacija], preuzeto s: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/GACS-Securitisation-deals-in-the-Italian-NPL-space.pdf>

¹²⁵ Deloitte (b.d.), Italian non-performing loans – State guarantee and securitisation scheme...Unlocking the NPL log-jam ? [e-publikacija], pristupano 18.7.2022., dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-fa-italian-nonperforming-loans.pdf>

¹²⁶Europska Komisija (2019.), Izvješće komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom

Europska Komisija utvrdila je prekomjerne makroekonomske neravnoteže i u Grčkoj koje su povezane s visokom zaduženošću države, nedovršenim vanjskim rebalansom i visokim udjelom nenaplativih zajmova u kontekstu visoke nezaposlenosti i niskog potencijala rasta.¹²⁷

U listopadu 2019. godine, grčka vlada je uz suglasnost Europske Komisije uvela shemu zaštite imovine poznatu kao HERCULES (engl. „*Hellenic Asset Protection Scheme*“), sličnu onoj koja se već koristi u Italiji pod nazivom GACS. HERCULES obuhvaća kreditne institucije sa sjedištem u Grčkoj te se državni kreditni profil koristi za osiguranje ograničenog kreditnog rizika određenog portfelja nenaplativih zajmova.¹²⁸

Helenska shema zaštite imovine (HAPS) je bila strateška inicijativa Ministarstva financija, osmišljena s ciljem pomaganja bankama u osiguravanju loših izloženosti. Nakon financijske krize, grčke banke su naslijeđe dobile oko 75 milijardi eura lošeg duga kojeg žele osloboditi. Uspostavljena shema ima za cilj u prvoj fazi osloboditi skoro polovicu tog duga na sličan način kao i u Italiji, pretvarajući pakete loših zajmova u vrijednosne papire osigurane imovinom u koju investitori ulažu.¹²⁹ Čim je uveden, analitičari su zaključili da je sposoban ponoviti uspjehe talijanske sheme GACS jer bi se loši zajmovi premjestili u društvo posebne namjene koje bi onda izdavalo obveznice u tri tranše (senior, mezzanine i junior) dok bi grčka vlada izdavala jamstvo za nadređene (engl. *Senior*) tranše.¹³⁰

HERCULES shemom banke mogu ponovno provoditi svoju prvobitnu ulogu, a to je financiranje grčkog gospodarstva, poduzeća i kućanstva. Pad problematičnih kredita u bankama predstavlja sustavno rješenje za radikalno rješavanje problema loših zajmova čiji je obujam onemogućio priljev likvidnih sredstava u gospodarstvo i usporio modernizaciju banaka. Riječ je o tržišnom

gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija - Izvješće o politici tržišnog natjecanja za 2018. [e-publikacija], preuzeto s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0339&from=ES>

¹²⁷ EUROPEAN COMMISSION (2021.), COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT In-Depth Review for Greece in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances [e-publikacija], preuzeto s:

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/3_en_autre_document_travail_service_part1_v5.pdf

¹²⁸ European Banking Institute (2020.), Asset Protection-State Guarantee Schemes in systemic European Non Performing Loans Securitisations: Contractual structure, State aid and Bank corporate law issues, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3723606

¹²⁹ REUTERS (25. veljače 2020.), Eurobank applies to join Greece's Hercules bad loan scheme, pristupano 20.7.2022., dostupno na: <https://www.reuters.com/article/eurobank-loans-securitisation-idUSL8N2AP117>

¹³⁰ S&P Global Market Intelligence (2019.), Greece's Project Hercules could repeat successes of Italy's GACS scheme, pristupano 20.7.2022., dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/5PEZYXbnBh61Iw7j5RCLFw2>

rješenju u kojem se novac prikuplja od investitora te s toga ne opterećuju porezni obveznici i državni proračun. Istodobno predstavlja atraktivan plasman za investitore jer nudi obveznice s pozitivnim prinosom u vremenu negativnih kamatnih stopa na štednju.¹³¹

Hellenic fond za financijsku stabilnost (engl. *Hellenic Financial Stability Fund* – HSFS) ima ulogu Državnog fonda za spašavanje banaka te je usmjeren na smanjenje NPL-ova u bankama po pristupačnoj cijeni. Kako bi ostvario svoj cilj, redovito surađuje sa svim dioničarima koji su uključeni u zadatak redukcije NPL-ova, uključujući i tijela državne vlasti, Centralnu banku Grčke, jedinstveni nadzorni mehanizam, investitorima, nadsudborskim organizacijama te grčkim sistemski važnim bankama. Tijekom 2019. HSFS je nastavio blisko surađivati s grčkim bankama, dioničarima i ostalim nadležnim državnim tijelima radi provedbe programa Hercules (hrv. *Heraklo*). Kvalitetna i otvorena komunikacija izrazito je važna te se odvija u okviru Udruženja grčkih banaka u kojem HSFS ima ulogu promatrača u Koordinacijskom odboru.¹³²

Sekuritizacija u okviru Heraklo programa podrazumijeva četiri ključnih koraka: (1) prijenos portfelja nenaplativih zajmova na poseban pravni entitet (SPV) (2) imenovanje neovisnog serviseru za upravljanje portfeljem čija je temeljna funkcija povećati stopu povrata te imovine odnosno generirati fluidnost novčanog toka. Važna karakteristika serviseru je njegova neovisnost u svrhu izbjegavanja sukoba interesa između banaka i investitora do koje može doći ako serviser odluči provesti strategiju kojom smanjuje vrijednost pojedine tranše obveznica. Na grčkom tržištu je u prosincu 2019. godine postojalo 22 aktivna serviseru od kojih je 11 imalo imovinu pod upravljanjem. Treći korak (3) je izdavanje različitih tranši obveznica (Junior, Mezzanine ili Senior) i zatim (4) osiguravanje državnog jamstva na obveznice.¹³³

Europska komisija složila se kako je grčki plan sekuritizacije kredita uz Heraklo mehanizam oslobođen bilo kakve državne pomoći jer ukoliko država članica EU intervenira po istim uvjetima kako bi intervenirao i privatni sektor i ako je plaćena za preuzeti rizik u iznosu koji bi prihvatio i privatni sektor onda to nije transakcija državne pomoći. Europska komisija odlučila je dati svoje

¹³¹ HELENIC REPUBLIC Ministry of Finance (2021.), The prolongation of “Hercules” is approved by the European Commission, pristupano 20.7.2022., dostupno na: https://www.minfin.gr/en_US/web/guest/-/ten-paratase-tou-schediou-erakles-enekrine-e-europaikie-epitrope?inheritRedirect=true&redirect=%2Fen_US%2Fweb%2Fguest%2Fanakoinoseis

¹³² HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND (b.d.), Banks' Asset Quality - Hellenic Asset Protection Scheme (“Hercules” initiative), pristupano 21.7.2022., dostupno na: <https://hfsf.gr/en/banks-asset-quality/>

¹³³ KPMG (2019.), Overview of the Hercules scheme [e-publikacija], preuzeto s https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/gr/pdf/2019/12/NPEs_securitization_HERCULES.pdf

odobrenje za Heraklo program uz uvjete: (1) rizik koji država preuzima na sebe je ograničen isključivo izdavanjem garancije na senior vrijednosnice, a neovisna rejting agencija će ocijeniti rejting tih vrijednosnica, (2) državna garancija će biti aktivirana samo ako je više od pola neosiguranih vrijednosnica uspješno prodano privatnim investitorima jer tako postoji distribucija rizika na tržištu prije nego država preuzima ikakav rizik na sebe i (3) država će svoja jamstva naplaćivati u skladu s tržišnom referentnom vrijednosti, razinom rizika i trajanjem jamstva. To podrazumijeva povećanje jamstvene naknade u slučaju duže izloženosti države.¹³⁴

Glavne razlike između talijanskog GACS modela i grčkog HERCULES su: (1) Heraklo pokriva znatno širi raspon NPL-ova dok se GACS primarno orijentira na zajmove vrlo niske kvalitete, (2) GACS zahtijeva da senior tranše imaju barem investicijski rejting BBB (ili viši), dok HERCULES zahtijeva najmanje BB- rejting koji je u „junk“ kategoriji rejtinga. Djelomice je to tako zbog dugoročnog suverenog rejtinga Grčke koji je ispod investicijskog razreda. (3) Treća razlika je što su loši zajmovi u Grčkoj koncentrirani na potrošačkom tržištu gdje je u prosjeku 71% kredita osigurano hipotekom što bi u kombinaciji s trenutnim rastom cijena nekretnina moglo rezultirati pozitivnim učincima.¹³⁵

Heraklo shema odobrena je od strane Europske Komisije u listopadu 2019. godine na inicijalno trajanje od 18 mjeseci, međutim završetkom tog razdoblja, 10. travnja 2021. produžena je na još 18 mjeseci, do 9. listopada 2022. godine s ukupnim proračunom od 12 milijardi eura. Nadležna tijela produžila su Heraklo program kako bi se nastavio trend pada NPL-a u bankama s ciljem da pomognu grčkim bankama ostvariti jednoznaменkasti postotak problematičnih kredita. Krajem 2019. banke u Grčkoj imale su više od 40% problematičnih kredita u bilancama, a nakon uvođenja Heraklo sheme, udio neprihodonosnih kredita pao je na 30,2% krajem 2020. Usprkos tome, navedeni postotak NPL-ova i dalje je najveći u europodručju te se očekuje da do kraja 2022., istekom Heraklo programa udio loših zajmova pasti ispod 10%. Visoki NPL-ovi od banaka zahtijevaju povećanje rezervacija kako bi se ublažili rizici financijske stabilnosti, ali istodobno ograničavaju njezinu ulogu kreditora poduzeća i kućanstva. S druge strane, tržište kapitala u

¹³⁴ EUROPEAN COMMISSION (10. listopad 2019.), State aid: Commission approves market conform asset protection scheme for banks in Greece, pristupano 21.7.2022., dostupno na:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_19_6058

¹³⁵ KG Law Firm (2019.), Asset Protection Scheme in Greece (Hercules) [e-publikacija], preuzeto s:

<https://kglawfirm.gr/wp-content/uploads/2019/12/Asset-newsflash.pdf>

Grčkoj je nedovoljno razvijeno i postoji mali broj alternativnih izvora financiranja te je suradnja države i grčkih sistemski važnih banaka u rješavanju loših zajmova nužna.¹³⁶

Grčke banke su u prosincu 2017. godine bilježile velikih 94 milijarde eura problematičnih kredita, međutim do lipnja 2019. uspjele su ih smanjiti na 75 milijardi eura. Krajem rujna 2020. iznos loših zajmova iznosio je 58,7 milijardi eura, a u 2020. godini bilježimo značajne pozitivne promjene u iznosu neprihodonosnih kredita usprkos pandemiji i padu broja saniranih kredita zbog uvedenog moratorija na kredite. U studenom 2020. godine krediti pod moratorijem iznosili su 20,8 milijardi eura što je više od 12% ukupnih kredita u portfeljima banaka. Kao u svim državama, istek moratorija praćen je rastom udjela loših kredita i pogoršanjem onih dobrih prije moratorija što predstavlja visok rizik za banke i kvalitetu njihove imovine. Sekuritizacija problematičnih kredita svakako ima pozitivan učinak na banke, njihove troškove, rizik poslovanja i prostor u bilancama za nove kredite, ali usprkos tome, sekuritizacijom kredita bilježimo jednokratno, početni kapitalni gubitak u bankama u svezi s neto prihodom od kamata.¹³⁷

Kako bi ublažile učinke pandemije i moratorija, banke svojim klijentima nude razne posredničke proizvode kojima će uspjeti naplatiti kredit u 100%-tnom iznosu. Vlasti su u sklopu toga donijele dvije sheme subvencije prilikom otplata kredita, jednu za primarno stambene kredite, a drugu za poslovne kredite SME-ovima.¹³⁸

Europska Komisija je 26. veljače 2020. u svom Izvješću zaključila kako u Grčkoj i dalje postoje značajne makroekonomske neravnoteže i slabosti te naslijeđeni problemi. Ovakva situacija dovela je Grčku do visoke razine javnog duga, visokog udjela loših kredita u ukupnom kreditnom portfelju što dovodi do niskog potencijala za rast i niske stope zaposlenosti. Najviša razina problematičnih kredita zabilježena je u ožujku 2016. u iznosu od čak 107,2 milijarde eura što je Grčku dovelo do problematične neto investicijske pozicije zemlje koja je dugo godina negativna.¹³⁹

¹³⁶ Vijeće Europske Unije (3. lipanj 2021.), Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, lipanj 2021. [e-publikacija], preuzeto s: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9460-2021-INIT/hr/pdf>

¹³⁷ Europska Komisija (2021.), Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, [e-publikacija], preuzeto s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=COM:2021:97:FIN&from=DE>

¹³⁸ EUROPEAN COMMISSION (2021.), COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT In-Depth Review for Greece in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances [e-publikacija], preuzeto s:

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/3_en_autre_document_travail_service_part1_v5.pdf

¹³⁹ Službeni list Europske Unije (22. veljače 2021.), PROVEDBENA ODLUKA KOMISIJE (EU) 2021/271 od 17. veljače 2021. o produljenju pojačanog nadzora za Grčku [e-publikacija], preuzeto s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021D0271&from=EN>

Tijekom razdoblja trajanja Heraklo I programa Alpha Bank je očistila svoju aktivu za 10,8 milijardi eura loših kredita, a Euro Bank je lakša za 7,5 milijardi eura NPL-ova dok je na trećem mjestu Piraeus banka koja je sekuritizirala 6,8 milijardi eura problematičnih kredita. Nacionalna banka Grčke prodala je 6,25 milijardi eura kredita te ovakvo učinkovito funkcioniranje prve faze Herakla planira se nastaviti i u sklopu drugog dijela Heraklo programa. Heraklo II nastao je na zahtjev samih banaka, ali ga podržavaju i međunarodni investitori koji su pokazali jako povjerenje u Heraklo mehanizam čak i u vremenu krize uzrokovane pandemijom Covid-19.¹⁴⁰

U 2021. postignuti su iznimni rezultati u smjeru smanjenja neprihodonosnih kredita te je u prosincu udio loših kredita u ukupnim kreditima iznosio 12,8%, a naglasak je postupno premješten sa smanjenja loših zajmova na jačanje profitabilnosti banaka i njihove kapitalne pozicije. Dvije sistemski važne banke uspjele su na kraju 2021. smanjiti stopu neprihodonosnih kredita na manje od 10%, dok preostale dvije sistemske banke taj cilj planiraju ostvariti do kraja 2022. godine. Glavni razlog takvih rezultata je postojanje Heraklo programa koji se postupno počeo okretati rješavanju problema neprihodujućih dugova za održive dužnike. U pripremi su i tri dodatne sekuritizacijske tehnike, međutim troškovi budućih transakcija banaka će se povećati zbog utjecaja rata u Ukrajini na visoke naknade za jamstvo i kamatne marže banaka na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza.¹⁴¹

Usprkos dobrim rezultatima Heraklo programa postoji još dosta vremena prije nego možemo smatrati grčki pravni okvir uravnoteženim, a do toga Grčku dijeli i reforma financijskog sustava kojom bi se djelovalo u tri pravca; (1) osiguravanje otpornosti banaka povećanjem kapitala i likvidnosti, (2) rješavanja problema loših kredita u bankama i (3) poboljšanje korporativnog upravljanja banaka i nadzora nad bankama.¹⁴²

¹⁴⁰ HELENIC REPUBLIC Ministry of Finance (2021.), The prolongation of “Hercules” is approved by the European Commission, pristupano 20.7.2022., dostupno na: https://www.minfin.gr/en_US/web/guest/-/ten-paratase-tou-schediyou-erakles-enekrine-e-europaike-epitrope?inheritRedirect=true&redirect=%2Fen_US%2Fweb%2Fguest%2Fanakoinoseis

¹⁴¹ EUROPSKA KOMISIJA (23. svibanj 2022.), KOMUNIKACIJA KOMISIJE - Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, svibanj 2022. [e-publikacija], preuzeto s: <https://secure.ipex.eu/IPEXL-WEB/document/COM-2022-0629>

¹⁴² HELLENIC OBSERVATORY European Institute (2021.), Hellenic Observatory Discussion Papers on Greece and Southeast Europe [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.lse.ac.uk/Hellenic-Observatory/Assets/Documents/Publications/GreeSE-Papers/GreeSE-No155.pdf>

Država koja je uz Italiju i Grčku uključila državu u poslovanje bankarskog sektora je Slovenija. Slovenija je malo i otvoreno gospodarstvo te je zbog svojih karakteristika bila izrazito pogođena globalnom financijskom krizom iz 2008. godine. Svi izgledi oporavka Slovenije tada su bili pesimistični i pretvorili su Sloveniju u jednu od najproblematičnijih zemalja Europske Unije. Najveći problem bio je bankarski sektor i visoka razina nenaplativih kredita. Naime, prije izbijanja recesije u Sloveniji je kreditna aktivnost bila izrazito visoka, međutim to je dovelo do pretjerane ekspanziranosti banaka pojedinim sektorima, posebice građevini, nekretninama i financijskim holdinzima. Financijsku krizu iz 2008. godine karakterizira pad cijena nekretnina koji je izazvao pogoršanje poslovanja mnogih banaka jer su krediti često bili neadekvatno i nedovoljno osigurani. Prakse upravljanja rizikom banaka nisu bile na potrebnoj razini te su klijenti često dobivali kredite bez sposobnosti vraćanja istih.¹⁴³

Injekcije kapitala i drugi oblici potpore postali su hitni za vraćanje stabilnosti i povjerenja u bankovni sustav. U početku su banke kapital tražile od postojećih vlasnika i privatnih investitora, a neke su se okretale i burzi u svrhu povećanja kapitala, međutim u vremenu neizvjesnosti i pesimizma, tako prikupljen kapital slovenskim bankama nije bio dovoljan. Kako bi održala stabilnost, država se odlučila poduprijeti banke, posebice one od systemske važnosti. Banke u državnom vlasništvu predstavljale su veliki problem za slovenski bankarski sektor jer je procijenjeno da su u svojoj aktivi imale oko 7,5 milijardi eura loših kredita što je otprilike jedna petina bruto domaćeg proizvoda.¹⁴⁴

Kako bi države bile uspješne u svojoj namjeri koristile su razne pristupe pomoći bankama, a često su ih i kombinirale. Većina država EU je odlučila poduprijeti svoje banke financijskim injekcijama i ulaskom u njihovo vlasništvo. Ovaj pristup je najbrži, međutim može biti dosta skup te izazvati moralni hazard, a također je pitanje državnog vlasništva u bankama dosta osjetljiva tema u javnosti. S druge strane, uspješnima su se pokazala državna jamstva kojima se smanjio pritisak likvidnosti zbog odljeva depozita iz banaka. Ipak, za uspješnu provedbu ove metode bitan je

¹⁴³ TANJA MARKOVIC-HRIBERNIK, Ph.D (2015.), Bad Bank And Other Possible Banks' Rescuing Models – The Case Of Slovenia [e-publikacija], preuzeto s: <https://ypfs.som.yale.edu/index.php/library/bad-bank-and-other-possible-banks-rescuing-models-case-slovenia>

¹⁴⁴ Global Markets (2013.), SLOVENIA – Now or never ?, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://www.globalcapital.com/globalmarkets/article/28myg7g5w1iofs21amebk/emerging-markets/slovenia-now-or-never>

kredibilitet zemlje pa su vidljive značajne razlike rezultata ove metode među zemljama periferije i „vodećih“ zemalja EU.¹⁴⁵

Slovenija je zbog teške situacije u kojoj su se krajem 2012. godine našle tri najveće slovenske banke jer su imale 30% nenaplativih kredita te im je iznos temeljnog kapitala bio ispod 8% odlučila za alternativnu metodu sanacije banaka i osnovala „lošu banku“ (engl. *Bad bank*). Dodatno je ta odluka bila potaknuta činjenicom da je Slovenija 2011. godine ulaskom u recesiju imala drugi najveći pad BDP-a u eurozoni. Nacionalna loša banka pružila je mogućnost čišćenja većih količina loših dugova u bankovnom sustavu, brzo poboljšanje kratkoročne stabilnosti, smanjenje utjecaja krize, vraćanje povjerenja i slanje pozitivnih signala financijskim tržištima.

Društvo za upravljanje imovinom banaka (engl. *The Bank Assets Management Company – BAMC*) poznatije kao loša banka osnovano je u ožujku 2013. godine Zakonom o utvrđivanju mjera Republike Slovenije za jačanje stabilnosti banaka. Zadaća BAMC-a je olakšati restrukturiranje banaka od sistemskog značaja koje su suočene s problemima solventnosti i likvidnosti. Do kraja 2013., država je na ovaj način dokapitalizirala dvije najveće banke¹⁴⁶ i prenijela znatan dio njihove nenaplative imovine na lošu banku.¹⁴⁷

Prijenosom svoje loše aktive, bankovni portfelji postaju manje opterećeni i tako banke mogu poboljšati svoj kreditni rejting i povjerenje investitora. Cijena prijenosa lošeg potraživanja u lošu banku naplaćuje se u skladu s dugoročnom ekonomskom vrijednosti tog potraživanja, a kako bi se izbjegao utjecaj na javne financije, država može otplatiti prenesena potraživanja izdavanjem vrijednosnica za koje sama jamči. Ovo rješenje dovelo je do smanjenja percipiranog državnog rizika i nižih kamatnih stopa.¹⁴⁸

Misija BAMC-a je (1) stabilizirati slovenski financijski sektor provedbom Zakona o stabilnosti banaka preuzimanjem loše imovine sistemskih banaka, (2) promicati povjerenje u financijski

¹⁴⁵ TANJA MARKOVIC-HRIBERNIK, Ph.D (2015.), *Bad Bank And Other Possible Banks' Rescuing Models – The Case Of Slovenia* [e-publikacija], preuzeto s: <https://ypfs.som.yale.edu/index.php/library/bad-bank-and-other-possible-banks-rescuing-models-case-slovenia>

¹⁴⁶ Nova ljubljanska banka i Nova kreditna banka Maribor

¹⁴⁷ Ifimes (2014.), *Slovenia: Bad Bank – a model for plundering the state of Slovenia*, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://www.ifimes.si/en/researches/slovenia-bad-bank-a-model-for-plundering-the-state-of-slovenia/3710?page=29#>

¹⁴⁸ TANJA MARKOVIC-HRIBERNIK, Ph.D (2015.), *Bad Bank And Other Possible Banks' Rescuing Models – The Case Of Slovenia* [e-publikacija], preuzeto s: <https://ypfs.som.yale.edu/index.php/library/bad-bank-and-other-possible-banks-rescuing-models-case-slovenia>

sustav i provoditi najviše međunarodne standarde upravljanja, (3) povratiti maksimalnu vrijednost stečene imovine i (4) olakšati održivo korporativno restrukturiranje banaka u Sloveniji.¹⁴⁹ Navedene ciljeve DUBT ostvaruje kroz dvije definirane zadaće; (1) dokapitalizacija i privatizacija banaka i (2) preuzimanje nenaplativih kredita tih banaka. DUBT može imati široku lepezu imovine od banaka koje sudjeluju u procesu sanacije, u rasponu od standardnih zajmova do bilo koje druge imovine koja može smanjiti sposobnost banke sudionice da ispuni svoje zahtjeve za adekvatnosti kapitala.¹⁵⁰

Posao DUBT-a odvijao se u tri, međusobno preklapajuće faze koje podrazumijevaju upravljanje kreditom, zatim upravljanje imovinom i na posljetku upravljanje prodajom, a sve to na razborit i transparentan način primjenjujući načela tržišnog natjecanja.¹⁵¹

Slovenija je kao država članica EU morala poštovati pravila o državnim potporama prilikom dokapitalizacije banaka. Europska Komisija uključila se u izračun maksimalne potpore kako bise izbjegli sukobi sa zakonodavstvom o zaštiti tržišnog natjecanja.¹⁵²

Kao što je već spomenuto, krajem 2013. DUBT je preuzeo loše kredite dviju banaka (NLB i NKBM) te je ta transakcija bilježila tržišnu vrijednost 1.011,6 milijardi eura (izdane obveznice za koje jamči država), dok je nominalna vrijednost bila 3.290,2 milijardi eura (knjigovodstvena vrijednost imovine). U posljednjem kvartalu 2014. godine, DUBT je preuzeo nekvalitetnu imovinu Abanke i Banke Celje, a u veljači 2016. otkupio je i nenaplative kredite Probanke i Factor banke. Sveukupni otkup loših zajmova navedenih četiriju banaka imalo je nominalnu vrijednost 1.716,5 milijardi eura odnosno tržišna vrijednost iznosila je 584,4 milijuna eura.¹⁵³

Do kraja 2019., DUBT je otkupio 1,743 milijarde eura imovine te je 84% prenesene imovine vraćeno u stanje održivosti. Portfelj DUBT-a bio je raznolik, a pretežito su u njemu dominirala potraživanja (58%), zatim nekretnine (25%) i vlasnička ulaganja (17%). U razdoblju od 2013. i

¹⁴⁹ DUTB (b.d.), About us, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <http://dutb.eu/en/about-us/>

¹⁵⁰ Research Associate, Yale Program on Financial Stability (2020.), Bank Assets Management Company (BAMC) [e-publikacija], preuzeto s: [https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Nye%20BAMC%20\(Slovenia\)%2020-03-17_Preliminary_Drat.pdf](https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Nye%20BAMC%20(Slovenia)%2020-03-17_Preliminary_Drat.pdf), str. 10

¹⁵¹ DUTB (b.d.), About us, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <http://dutb.eu/en/about-us/>

¹⁵² WORLD BANK GROUP (2016.) Bank Resolution and 'Bail-In' in the EU : Selected Case Studies Pre- and Post-BRRD [e-publikacija], preuzeto s: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25975>

¹⁵³ EUROPEAN COMMISSION (2021.), EDP standard dialogue visit to Slovenia [e-publikacija], preuzeto s: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/9983802/Final-findings-EDP-DV-SI-20-22-November-2019.pdf.pdf/d1ed98a4-b3c2-e78e-bec3-4b5b8f6cb79d?t=1613051913136>

2019., udio potraživanja pao je s 99% na 58%, dok je udio nekretnina porastao s 1% na 25%. Likvidacija imovine u 2019. iznosila je 220 milijuna eura čime je premašen cilj financijskog plana, a neto dobit u iznosu 40,2 milijuna eura povećala je dionički kapital na 242,1 milijun eura. Redovni operativni troškovi DUBT-a su u 2019. smanjeni za 3 milijuna eura što je 15% manje u odnosu na prethodnu godinu. Ukupan omjer nenaplativih kredita se s visokih 18,1% (od čega se 28% odnosilo na korporativne zajmove) krajem 2013. smanjio na 1,1% ukupnih potraživanja na kraju 2019. godine.¹⁵⁴

U siječnju 2014. Moody's je promijenio svoje izgleda za Sloveniju u stabilne te su međunarodna financijska tržišta ovaj proces ocijenila uspješnim spašavanjem financijskog sustava.¹⁵⁵

U nekoliko godina postojanja DUBT je svojim radom značajno potpomogao u sanaciji bankarskog sektora Slovenije i poboljšanja pokazatelja uspješnosti. Danas su banke u Sloveniji profitabilne s adekvatnom razinom kapitala i zdravom strukturom financiranja. Prijenos potraživanja pomogao je povratiti povjerenje u bankovni sustav u zemlji i inozemstvu, a međunarodna tržišta odgovorila su smanjenjem kamatnih stopa na slovenski državni dug.¹⁵⁶

Zaključno, kada je riječ o neprihodonosnim kreditima, banke bi uvijek trebale djelovati u smjeru izbjegavanja njihovog nastanka, minimizirajući odobravanje rizičnih kredita. To se postiže korištenjem pouzdanih kriterija za odobravanje kredita i ocjenjivanje boniteta klijenta. Također je potrebno imati odgovarajući sustav praćenja kako bi se eventualni financijski problemi klijenta mogli otkriti u ranoj fazi kada je trošak sanacije najmanji. Pandemija korona virusa dodatno je potaknula rast udjela nenaplativih kredita u bilancama banaka, a kako bi njezin utjecaj što više ublažila, ECB neprestano naglašava važnost odobravanja kredita samo klijentima koji imaju najveće izgleda za njihovo vraćanje uz pomno praćenje rizičnosti tokom trajanja financijskog odnosa.¹⁵⁷

¹⁵⁴ DUTB (2020.), BAMC'S achievements, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://dutb.eu/en/about-us/bamcs-achievements/>

¹⁵⁵ WORLD BANK GROUP (2016.) Bank Resolution and 'Bail-In' in the EU : Selected Case Studies Pre- and Post-BRRD[e-publikacija], preuzeto s: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25975>

¹⁵⁶ DUTB (2020.), BAMC'S achievements, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://dutb.eu/en/about-us/bamcs-achievements/>

¹⁵⁷ Europska središnja banka (14. siječnja 2021.), Što su neprihodonosni krediti?, preuzeto 25. siječnja 2022. s: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.hr.html>

4.2.Primjena sekuritizacije u Aziji

Azijski program sekuritizacije temeljen na CLO i RMBS vrijednosnicama pokrenut je prije globalne krize, ali je vrlo brzo, već 2009. zaustavljen zbog zabrinutosti regulatornih tijela u svezi s globalnom krizom. Iako su se pokrivene obveznice kroz povijest smatrale europskim proizvodom, njihov razvoj ubrzo je započeo i u drugim zemljama, a u Aziji su ga pokrenuli tržišni sudionici, regulatori i zakonodavcu u svrhu razvoja alata za dugoročno financiranje. Prva azijska pokrivena obveznica izdana je 2009-te u Južnoj Koreji, a u 2010. je Korean Housing Finance Corporation (KHFC) izdala svoju prvu pokrivenu obveznicu u okviru programa uređenog Korejskim zakonom o stambenom financiranju. Da se tržište razvilo svjedoči činjenica da je krajem lipnja 2018. KHFC izdao hipotekarno osigurane obveznice ukupne vrijednosti 4,5 mlrd. USD. U 2012. južnokorejske vlasti predložile su Zakon o pokrivenim obveznicama što se poklopilo s vladinom zabrinutošću oko duga kućanstva te se nadalo da će uvođenjem Zakona primjena pokrivenih obveznica pomoći u suzbijanju rizika da kućanstva s visokim dugom pretrpe šok kamatnih stopa. U lipnju 2015. Kookmin Bank izdala je prvu pokrivenu obveznicu prema zakonskom okviru, a do 2018. izdala ih je u vrijednosti 1 mlrd. USD. Singapurski MAS (engl. *Monetary Authority of Singapore*) 2012. je započeo s razvojem pokrivenih obveznica objavom propisa za izdavanje u skladu sa Zakonom o bankama te je izdanje krenulo u lipnju 2015., a do polovice 2018. iznosilo je 9,5 mlrd. USD. Kina je prvi put pokušala izdati pokriveno obveznice 2016. godine putem londonske podružnice Bank of China Limited, međutim ukupno izdanje se zadržalo na skromnih 500 milijuna USD.¹⁵⁸

Izdavanje ABS-a u Aziji nije toliko snažno kao u Europi, međutim kao dominantni emitenti istaknuli su se Japan i Koreja, čija izdanja čine oko dvije trećine ukupnog iznosa. Uz njih, stabilan protok imovine za sekuritizaciju pruža i Hong Kong, Malezija, Filipini i Singapur dok su Kina i Indonezija svoj put sekuritizacije započele nešto kasnije. Od 1990-ih do ranih 2000-ih bilo je samo nekoliko ABS poslova povezanih s Kinom od kojih je većina bila prekogranična, međutim 2005. godine, kineske vlasti ubrzale su političke inicijative za uspostavu regulatornog okvira sekuritizacije te je domaće izdanje ABS-a poraslo s praktički nepostojeće vrijednosti na više od 2 mlrd. USD. Tijekom 2005. prinosi na obveznice pali su na tržištu ispod službenih bankovnih

¹⁵⁸ ASIFMA (2019.), *Securitisation in Asia 2018* [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.asifma.org/research/asifma-securitisation-in-asia-2018/>

kamatnih stopa na zajmove i depozite što je navelo mnoge da izravno pristupe tržištu vrijednosnih papira te je opseg izdavanja ABS-a samo u nekoliko mjeseci 2005. premašio iznos ostvaren u prethodnih 10 godina. Što se tiče MBS-a, njihova uloga bila je istaknuta na tržištu Japana, Hong Konga, Koreje i Malezije.¹⁵⁹

Kriza je također djelovala u smjeru rasta NPL-ova u koji se nameću kao jedna od vodećih tema financijske javnosti. Aziju kao i Europu karakterizira bankocentričnost financijskog sustava što dokazuje činjenica da su u 2019. bankovni krediti tvrtkama iznosili preko 120% BDP-a, nadmašujući izdane korporativne obveznice i tržište dionica u korporativnom financiranju. Normalna značajka svakog bankarskog sektora je određeni udio problematične imovine, međutim povišene razine NPL-a potencijalno izazivaju velike probleme i bolesti financijskog sektora, a samim time i cjelokupnog gospodarstva.¹⁶⁰

Azija je vrhunac loših zajmova doživjela u razdoblju financijske krize od 1997. do 1998. godine, ponajviše u istočnom i jugoistočnom djelu te je bilo potrebno gotovo jedno desetljeće da se te razine loših kredita vrte na one prije krize. Vlasti su aktivno provodile reforme u svrhu njihovog smanjenja, a sekuritizacija tih kredita predstavlja specifičan oblik transakcije sekundarnog NPL tržišta. Ona obično uključuje državna jamstva, kao što je objašnjeno u prethodnom poglavlju na primjeru europskih zemalja, a jamstva se primjenjuju na određene tranše i služe za povećanje povjerenja ulagača. Ipak, da bi bila učinkovita, potrebna je veličina i sofisticiranost tržišta te je s toga ova opcija bila manje izvediva za pojedina, manja azijska gospodarstva.¹⁶¹

Uzimajući u obzir ovisnost Azije i Pacifika o američkom dolaru i bankama, makrofinancijski učinci loših kredita izuzetno su važni radi opasnosti prekograničnog prelijevanja financijske nestabilnosti. Njihovo nakupljanje stvorilo je opasnost od valutne krize jer su međunarodni ulagači povlačili svoja ulaganja iz banaka zbog straha od rizika likvidnosti. Ključni problem tijekom azijske financijske krize bila je nedostatnost zakonskih tijela i propisa te su neka Azijska

¹⁵⁹ Gyntelberg, J. i Remolona, E. (2006), *Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks*, BIS Quarterly Review, dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/4736071_Securitisation_in_Asia_and_the_Pacific_Implications_for_Liquidity_and_Credit_Risks

¹⁶⁰ Fell, J., Grodzicki, M., Lee, J., Reiner, M., Park, C.Y. i Rosenkranz, P. (2021.), *NONPERFORMING LOANS IN ASIA AND EUROPE— CAUSES, IMPACTS, AND RESOLUTION STRATEGIES*, preuzeto s: ASIAN DEVELOPMENT BANK (<https://www.adb.org/publications/nonperforming-loans-asia-europe-causes-impacts>), str. 39

¹⁶¹ Ibid, str. 23

gospodarstva pogođena krizom (NR Kina, Indonezija i Republika Koreja) donijela zakone koji propisuju jačanje nadzorne i izvršne vlasti s naglaskom na neovisnost Centralnih banaka. Na početku krize, nadzorna tijela zahtijevala su strožu klasifikaciju problematičnih kredita te su do kraja prve reklasifikacije loši krediti bili gotovo udvostručeni.¹⁶²

Sekuritizacijom tih kredita izdavali su se vrijednosni papiri čija je kreditna procjena bila temeljena na novčanim tokovima te imovine. Banke su se odlučile na postupak sekuritizacije jer je istraživanjem provedenim u Aziji dokazano da su banke s visokim iznosom NPL-a ujedno i manje kapitalizirane te im je povećana rizičnost od bankrota.¹⁶³

Problematicni krediti u Aziji su u kasnim 1990-tim iznosili preko 40% ukupnih kredita, a središnja Azija je i u vremenu globalne financijske krize zabilježila rast udjela problematične imovine u bilancama banaka. U prosjeku su danas najniži omjeri NPL-a u istočnoj i jugoistočnoj Aziji s vrijednosti od 2% (uključujući Oceaniju i Pacifik), dok su u središnjoj i južnoj Aziji i nakon krize iz 2008. loši zajmovi u bankama ostali na visokih 8% do 10%. Veliki problem za većinu azijskih gospodarstva je nedostatna razvijenost NPL tržišta na kojima banke mogu raspolagati problematičnom imovinom, međutim nekoliko je gospodarstva uspostavilo rast tih tržišta kao što je Narodna Republika Kina u kojoj je 2018. vrijednost NPL-ova kojima se trguje na sekundarnom tržištu premašila 56 milijardi USD.¹⁶⁴

Mjere rješavanja problematičnih kredita u Aziji temeljile su se na 4 glavna stupa: (1) rad AMC institucija, (2) restrukturiranje financijskog sustava i operacije spašavanja, (3) reforme nesolventnosti i nova rješenja i (4) pooštavanje kriterija klasifikacije kredita i rezervacija.¹⁶⁵

Sekuritizacija problematičnih kredita u Aziji pokazala se kao tehnika s brojnim prednostima: smanjen je i diversificiran ukupni kreditni rizik kolateralizirane imovine, vrijednosni papiri koji nastaju su različite rizičnosti te investitori biraju razinu koja njima odgovara ulažući u starije ili mlađe tranše, a senior obveznice često dobiju kreditnu ocjenu višu od one koju ima temeljni skup

¹⁶² Ibid, str. 184

¹⁶³ Ibid, str. 113

¹⁶⁴ Ibid, str. 41

¹⁶⁵ Ibid, str. 173

imovine te je uključivanje države potaknulo i privatne ulagače zbog postojanja zakonodavnih mjera koje Vlada primjenjuje.¹⁶⁶

Kako bi se riješili problemi visokih NPL-ova, većina gospodarstva u Aziji je nakon azijske financijske krize uspostavila AMC (engl. *Asset Management Companies*) za upravljanje i raspolaganje oštećenom imovinom banke. AMC su centralizirana javna društva za upravljanje imovinom te predstavljaju ključnu strategiju za rješavanje loše imovine. Uz njih, azijska gospodarstva su također restrukturirala financijske sektore radi učinkovitog državnog spašavanja banaka, reformirala Zakone, ojačala nadzorna tijela financijskih institucija i proširila bonitetne propise radi suzbijanja rizika.¹⁶⁷

Razvojem AMC-a došlo je do porasta trgovanja NPL-ovima što je pomoglo bankama da taj problem riješe izravnom prodajom. Aktivna NPL tržišta omogućuju AMC-ima prikupljanje sredstava raspolaganjem lošim kreditima stečenim od banke te im omogućuje stjecanje više NPL-ova od banke. Uspjeh AMC-a ovisi o njihovoj angažiranosti u povratu vrijednosti loših kredita koje steknu. Kako bi se potaknula kupnja loših zajmova od strane AMC-a, primjenjivala su se državna jamstva na njihovu prodaju i izdane obveznice od strane AMC-a. Najveća prepreka u ovom modelu je nedostatnost pravnog okvira i nerazvijeno tržište.¹⁶⁸

AMC institucije su bilježile brojne prednosti nad jedinicama za unutarnje restrukturiranje izvorne banke kao što je potpora banci na vrijeme, a ne zakašnjela, pružanje likvidnosti u teškim vremenima, produktivnije upravljanje imovinom, brži proces rješavanja loših kredita i odlučnije djelovanje u interesu javnosti.¹⁶⁹

Rezultatima i empirijskim istraživanjem dokazana je učinkovitost uspostavljanja AMC-a u borbi protiv problematičnih kredita omogućujući bankama da prodaju te kredite na lako dostupnom tržištu. Centralizirani javni AMC-ovi pokazali su se korisnima u brzom rješavanju gomile loših kredita, a u pojedinim gospodarstvima Azije u kojima se njihov rad temeljio na kontinuitetu te nisu

¹⁶⁶ Ibid, str. 307

¹⁶⁷ Ibid, str. 169

¹⁶⁸ Ibid, str. 95

¹⁶⁹ Ibid, str. 303

uspostavljeni za jednokratno djelovanje već su nastavili s radom i nakon krize, doprinos je bio još utjecajniji.¹⁷⁰

Tajland je 1999. imao omjer NPL-a 47,7% od ukupnih kredita i tek se 2005. spustio na vrijednost ispod 10%. AMC je u Tajlandu osnovan tek 2001. godine pod nazivom Thai Asset Management Company (TAMC) dok su u drugim zemljama centralizirani AMC-ovi nastajali u kasnim 1990-tim tokom azijske financijske krize. Bili su okrenuti ka decentraliziranom pristupu rješavanja NPL-a, te su 4 AMC-a od 1998. do 2001. uklonila 977,24 milijardi THB loših kredita iz pet korporativnih banaka u državnom vlasništvu i do 2010. je omjer NPL-a bio 3,9%.¹⁷¹

Republika Koreja rješavala je problematične kredite uz Korea Asset Management Corporation (KAMCO) koji je kupnju NPL-ova financirao izdavanjem obveznica koje su bile 100% zajamčene o strane države te im je s toga ponder rizika bio 0%. Financijski sektor Republike Koreje bio je nerazvijen te je udio NPL-a bio na svega 5,8% u 1997-toj, ali oštri pad Wona doveo je do bijega kapitala jer nije bilo dovoljno rezervi likvidnosti u stranoj valuti za podmirenje dospjelih obveza te je 1999. omjer NPL-a bio na visokih 72,08%, a do 2013., KAMCO je uspio oporaviti 100% svog portfelja NPL-a.¹⁷²

U Kini je 1997. omjer NPL-a bio 20%, a u bankarskom sektoru dominirale su četiri banke u državnom vlasništvu koje su činile gotovo dvije trećine ukupne aktive bankarskog sektora Kine. Reforme za rješavanje NPL-a podrazumijevale su dokapitalizaciju banaka, zabranu utjecaja lokalne vlasti na kreditiranje, usvajanje međunarodnih standarda klasifikacije loših kredita i provedbu komercijalno isplativih zajmova. Kina je uspostavila četiri AMC-a, međutim njihovo djelovanje bilo je sporo jer sekundarno tržište NPL-a nije bilo adekvatno razvijeno i aktivno. AMC-ovi su na temelju kupljenih kredita izdavali obveznice, a kredite je osigurala Centralna banka. NPL-ovi su 2008. bili na niskih 2,4%, ali više zahvaljujući rastu BDP-a, a ne djelovanju AMC-a.¹⁷³

Indonezija je imala najskuplji program rješavanja problematičnih kredita te je 1998. bilježila vrhunac NPL-a, čak 48,6%. Te godine, Indonezija je osnovala Indonezijsku agenciju za

¹⁷⁰ Ibid, str. 186

¹⁷¹ Ibid, str. 66

¹⁷² Ibid, str. 176

¹⁷³ Ibid, str. 71

restrukturiranje banaka (IBRA) te je omjer do 2003. pao na 6,8%. Japan je 1999. osnovao Resolution and Collection Corporation (RCC) koji se orijentirao na kvalitetnije NPL-ove te je uspio ostvariti stopu naplate od 103,9%, prikupivši 10,2 bilijuna jena u odnosu na 9,8 bilijuna jena vrijednog portfelja NPL-a koji je prvobitno prenio na sebe. Među najuspješnijim AMC-ovima u Aziji bila je Pengurusan Danaharta Bhd., osnovana 1998. u Maleziji, koja je do kraja svog rada ostvarila stopu povrata od 58%.¹⁷⁴

Unatoč brojnim prednostima i ostvarenim rezultatima od korištenja AMC-a, Europska Komisija je istaknula pojedine rizike njihova korištenja u slučaju da su loše osmišljeni ili im se loše upravlja te također u slučaju da prijenos zajmova na AMC može imati negativan učinak na kreditnu sposobnost države ukoliko je riječ o državnim institucijama ili može uključivati gubitak informacija o dužnicima što može spriječiti restrukturiranje i odgoditi povrat. Kao rezultat toga, u EU je uveden nacrt za nacionalne AMC institucije kao i nekoliko zakonskih izmjena i dopuna kako bi se pružile detaljne smjernice i preporuke za centralizirane AMC-ove i prijenos imovine.

Pandemija uzrokovana virusom COVID-19 povećava izgleda za nastanak dužničke krize jer je gospodarstvo uslijed zatvaranja (engl. *lockdown*) bilježilo niže korporativne zarade i veće terete servisiranja dugova za tvrtke. Navedene okolnosti povećavaju izgleda za nastup scenarija nemogućnosti ispunjavanja obveza što potencijalno dovodi do pada povjerenja i nastanka kreditne krize. Očekivanja rasta problematičnih kredita zahtijevaju političke mjere za ublažavanje pritiska Covid-19 na gospodarstvo i bankarski sektor, jer su od 2000. do 2017. u Aziji promjene u omjeru NPL-a negativno korelirane s kretanjem BDP-a.¹⁷⁵

4.3. Mogućnost primjene sekuritizacije u Hrvatskoj

Hrvatska se kao i druge zemlje Srednje i Istočne Europe suočila s tranzicijom na tržišno gospodarstvo 1990.-tih što je predstavljalo snažan društveni i ekonomski izazov za tadašnje plansko gospodarstvo države. Nakon toga, Hrvatski financijski sustav zadesio je značajan ulazak stranih banaka i izgradnja kreditnih institucija te je već 2000. godine Republika Hrvatska imala

¹⁷⁴ Ibid, str. 68 -176

¹⁷⁵ Ibid, str. 280

izgrađen bankovni sustav.¹⁷⁶ Bankovni krediti i danas su ostali najvažniji izvor prihoda i profitabilnosti banaka, a tržište vrijednosnica zaživjelo je tek posljednjih par godina razvojem institucionalnih investitora, međutim kreditno tržište vrijednosnica još uvijek je nedovoljno razvijeno te je sekuritizacija i dalje u sjeni tradicionalnih alata financijskog tržišta.

Orijentiranost na banke i njezine kredite sa sobom nosi slične probleme kao i u ostatku svijeta, a to je udjel loših kredita u ukupno odobrenim kreditima. Postotak problematičnih kredita u ukupnim je 2016. godine, izlaskom iz recesije iznosio 10,1% te je bio među višima u Europskoj Uniji. Osim kod problematične imovine u bankama, sekuritizacija je u Hrvatskoj potrebna i u sektoru malih i srednjih poduzeća (engl. SMEs – *Small and medium-sized enterprises*) koji dominira sa 99,7% udjela u 2018. godini te zapošljava ukupno 68,9% radne snage i stvara 59,4% ukupnog prihoda.¹⁷⁷ Za takva poduzeća pristup bankovnom financiranju izrazito je skup, a često i nedostupan. Sekuritizacijom bi se omogućilo stvaranje brojnih mogućnosti kreditiranja SMEs-a, a banke bi te kredite mogle prodati posebnom pravnom entitetu i osloboditi novi kapital za daljnje kreditiranje.

Ministarstvo financija prvi put je stavilo na dnevni red izradu nacрта Zakona o sekuritizaciji u 2006-toj, a radnu grupu činili su stručnjaci i predstavnici Ministarstva financija, HNB-a, HNAFA-e, HUB-a i dr. s ciljem ispitivanja i eliminiranja regulatornih prepreka razvoja sekuritizacije u Hrvatskoj. Proces rada nadzirala je Europska banka za obnovu i razvoj (EBRD) i predstavnici Programa konvergencije Svjetske banke, s ciljem osiguranja visoke razine stručnosti i zaštite javnog interesa. Zakon se primjenjuje na transakcije stvarne prodaje i sintetičke sekuritizacije koje obavljaju domaći subjekti ili strani na području Republike Hrvatske. Provedbu tog Zakona nadzire HANFA.¹⁷⁸

Donesena Uredba Europskog parlamenta i Vijeća o provedbi STS sekuritizacije nadopunila je Zakon o sekuritizaciji, a poštivanje Uredbe zahtijeva standardizirane postupke odobravanja kredita koje bi Hrvatska trebala ažurirati kao i osiguranje adekvatnog prijenosa informacija o kreditnom riziku. Kreditni skup koji je baza za transakciju sekuritizacije mora biti sastavljen od kredita

¹⁷⁶ Cesarec, A. (2021), Ekonomski utjecaj neprihodujućih kredita u zemljama Srednje i Istočne Europe, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 19 (1), 261-275. <https://doi.org/10.22598/zefzg.2021.1.261>

¹⁷⁷ European Commission (2019), 2019 SBA Fact Sheet CROATIA [e-publikacija], preuzeto s: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/38662/attachments/5/translations/en/renditions/native> , str. 2

¹⁷⁸ Petres, A., Vojnović, M. i Ebner, M. (2008.), Securitisation in Croatia and Serbia: current status and outlook, Global Securitisation and Structured Finance 2008 [e-publikacija], preuzeto s: http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_178_181_Cro&Serb.pdf

jednakih ili izrazito sličnih obilježja jer u protivnom investitori često takve kredite ne percipiraju kao dovoljno kvalitetne za sigurno ulaganja pa se posljedično teže odlučuju na ulaganje u vrijednosnice osigurane tim kreditima. U Hrvatskoj su najujednačeniji uvjeti prilikom odobravanja stambenih kredita građanima i kredita za automobile te bi se razvoj modela financiranja posredstvom tržišta kapitala trebao najprije tu razviti. Dodatna poteškoća snažnijeg razvoja modela sekuritizacije u Hrvatskoj je nedovoljno velik obujam kredita jer je sekuritizacija malih iznosa kredita uglavnom neisplativa. Troškovi sekuritizacije kreću se između 0,75% i 1% iznad EURIBOR-a što je relativno povoljno, ali se prilikom provedbe sekuritizacije podrazumijeva ocjenjivanje kreditnog skupa tj. imovine što proizvodi dodatne troškove pa se njezino provođenje isplati samo u slučaju većih iznosa. Potencijalno rješenje je integracija europskog tržišta kapitala u jedinstveno tržište koje bi ostvarilo prednosti ekonomije obujma, a manjim državama poput Hrvatske olakšalo bi sudjelovanje u transakcijama.¹⁷⁹

Ukupna kreditna potraživanja u Republici Hrvatskoj su u ožujku 2022. iznosila 423 milijarde kn, a najzaduženiji je sektor kućanstva. Najveći udio duga kućanstva je dug po stambenim kreditima u iznosu 68 milijardi kn, a drugi po redu je gotovinski nenamjenski kredit u iznosu od 54 milijarde kn, dok je na trećem mjestu prekoračenje po transakcijskim računima tj. kredit po kreditnim karticama te kućanstvo po njemu duguje 6 milijardi kuna. Krediti sektoru poduzeća najviše odlaze u prerađivačku industriju i trgovinu na veliko i malo u ukupnom iznosu od 34 milijarde kn, a postotak NPL kredita u % ukupnih kredita je ispod 10% od 2017. godine te je na kraju prvog tromjesečja 2022. iznosio 4,2%. Krediti po kreditnim karticama su uz stambene i gotovinske nenamjenske kredite vrlo atraktivni za sekuritizaciju, a ukupni NPL tih kategorija je 18,95% u ožujku 2022.¹⁸⁰

Osiguravajuća društva u Hrvatskoj također provode sekuritizaciju u svrhu smanjenja ili prijenosa rizika na druge investitore i sudionike financijskog tržišta, povećanja likvidnosti, oslobođenja kapitala itd. Sekuritizacijom u osiguranju moguće je kapitalno se rasteretiti i racionalizirati

¹⁷⁹ Tepuš, M.M. (2007). ANALIZA MODELA FINANCIRANJA DUGOROČNIH KREDITA POSREDSTVOM TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ. *Ekonomski pregled*, 58 (7-8), 465-488. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/14210>

¹⁸⁰ HNB (31. svibanj 2022.), Pokazatelj poslovanja kreditnih institucija, Tablica SV3 Kvaliteta kredita kreditnih institucija, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija>, pristupano 20.8.2022.

korištenje kapitala, smanjiti regulatorne troškove, utjecati na omjere profitabilnosti i diversificirati rizik. Imovina industrije osiguranja koja može biti predmetom sekuritizacije je: portfelj polica životnih osiguranja, hipotekarni portfelj, prihodi od reosiguranja, rezervacije za premije osiguranja i dr.¹⁸¹

Jačanje sekuritizacije bi u Hrvatskoj stvorilo brojne prednosti u pogledu razvoja primarnog tržišta dugoročnih kredita, omogućavanja financiranja na duže rokove, poboljšanja kvalitete dugoročnih vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala, razvoja sekundarnog tržišta kredita itd. Potencijalni kupci obveznica su mirovinski fondovi, osiguratelji, privatni ulagači, investicijski fondovi i ostali investitori koji svoja sredstva plasiraju na međunarodno tržište dok potencijal domaćeg sekundarnog tržišta kredita na osnovi izdanih vrijednosnica s malim rizikom i aktivnim prinosom ne percipiraju.¹⁸²

¹⁸¹ Pavković, A. & Krišto, J. (2009) Securitization implementation in insurance industry in Croatia. U: Rajković, V., Ferjan, M., Kern, T. & Paape, B. (ur.) Conference Proceedings 28th International Conference on Organizational Science Development, New technologies, new challenges. Kranj, Moderna organizacija v okviru Univerze v Mariboru - Fakultete za organizacijske vede, str. 1157-1164.

¹⁸² Tepuš, M.M. (2007). ANALIZA MODELA FINANCIRANJA DUGOROČNIH KREDITA POSREDSTVOM TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ. *Ekonomski pregled*, 58 (7-8), 465-488. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/14210>

5. Zaključak

Sekuritizacija se u suvremenom financijskom svijetu nametnula kao vodeća financijska tehnika u svrhu stvaranja dodatnih izvora financiranja, a danas se može provoditi bilanično ili tehnikom „stvarne prodaje“. Njezin razvoj započinje u SAD-u osnivanjem državno sponzoriranih institucija koje su pomagale bankama proširiti opseg hipotekarnog kreditiranja građana dok se u ostalim regijama svijeta javlja u kasnijim godinama.

Regulatorni okvir sekuritizacije podrazumijeva Uredbu o provedbi STS sekuritizacije koja sve više dobiva na značaju te već nekoliko godina STS sekuritizacija bilježi udio od 30 do 40% u ukupnim transakcijama. Uz nju, važna je i Uredba o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva te regulatorni okvir za pokrivene obveznice koje su tradicionalno europski vrijednosni papir što dokazuje 90% tržišnog udjela Europe u ukupnom nedospjelom dugu izdanih pokrivenih obveznica.

U Europi je tradicionalno zastupljenija sintetička sekuritizacija koja je svoj vrhunac doživjela u godinama prije krize kada je volumen njezinih izdanja bio 180 mlrd. EUR., a svoj krah doživjela je tokom krize, kao i RMBS vrijednosnice koje su često u literaturi navedene kao jedan od glavnih izvorišta nastanka iste. Ipak, raznim analizama dokazano je da su tokom krize europska izdanja bila dosta otpornija od američkih te od 2007. do 2010. samo 0,95% europskih izdanja nije ispunilo svoje obveze. Najznačajniji emitent RMBS-a je Ujedinjeno Kraljevstvo, koje sa Španjolskom ima značajnu ulogu i u izdanju CLO vrijednosnica čije je ukupno izdanje prvom tromjesečju 2021. iznosilo 27,8 mlrd. EUR. Zadnjih godina javlja se i potreba za zaštitom ekološkog, društvenog i korporativnog ulaganja te je izdanje ESG CLO vrijednosnica u porastu zadnjih godina, a 2021. iznosilo je 38,5 mlrd. EUR. Kriza je ostavila posljedice u bilancama banaka te su se države uključile u proces sekuritizacije loših zajmova kroz jamstva na senior tranše, a predvodnici su Italija, Grčka i Slovenija. Talijanski GACS model je do 2020. proveo 25 transakcija otkupa NPL-a u vrijednosti 71 mlrd. EUR, a u Grčkoj je 2017. zabilježeno 94 mlrd. EUR problematičnih kredita, koji su se do 2019. uz pomoć programa HERAKLO smanjili na 75 mlrd. EUR. Slovenska BAD BANK je do 2019. otkupila 1,743 mlrd. EUR NPL-a od kojih je 84% vraćeno u stanje održivosti. Azijsko tržište sekuritizacije zaostaje za europskim, a problem NPL-a rješavan je uz pomoć AMC institucija dok je primjena sekuritizacije u Hrvatskoj i dalje na izrazito niskoj razini.

Popis literature

1. AFME Finance for Europe (2014.), High-quality securitisation for Europe [e-publikacija], preuzeto s <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-high-quality-securitisation-for-europe-the-market-at-a-crossroads.pdf>
2. AFME (2022.), Securitisation Report [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2021-and-2021-Full-Year>
3. ASIFMA (2019.), Securitisation in Asia 2018 [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.asifma.org/research/asifma-securitisation-in-asia-2018/>
4. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014.), Basel III Document - Revisions to the securitisation framework, [e-publikacija], dostupno na: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf>
5. Blommestein, H. J., Keskinler, A. i Carrick, L. (2011.), Outlook for the Securitisation Market, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1927792
6. Cesarec, A. (2021), Ekonomski utjecaj neprihodujućih kredita u zemljama Srednje i Istočne Europe, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 19 (1), 261-275. <https://doi.org/10.22598/zefzg.2021.1.261>
7. CFA Institute (b.d.), Introduction to Asset-Backed Securities, pristupano 16.6.2022. s <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refreshers-readings/introduction-asset-backed-securities>
8. Corporate Finance Institute (2022.), Collateralized Loan Obligations (CLO), dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/credit/collateralized-loan-obligations-clo/> , pristupano 31.8.2022.
9. Corporate Finance Institute (2022.), Credit Default Swap, dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/credit-default-swap-cds/> , pristupano 31.8.2022.
10. Cupar A. (2011.), Uloga kreditnog rejtinga na financijskom tržištu, specijalistički poslijediplomski rad, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb

11. Deloitte (b.d.), Italian non-performing loans – State guarantee and securitisation scheme...Unlocking the NPL log-jam ? [e-publikacija], dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-fa-italian-nonperforming-loans.pdf>
12. DUTB (b.d.), About us, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <http://dutb.eu/en/about-us/>
13. DUTB (2020.), BAMC'S achievements, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://dutb.eu/en/about-us/bamcs-achievements/>
14. EBA (2020.), REPORT ON STS FRAMEWORK FOR SYNTHETIC SECURITISATION UNDER ARTICLE 45 OF REGULATION (EU) 2017/2402 [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation>
15. Ercegovac, R. (2003). Znanstveni rad: SEKURITIZACIJA FINANCIJSKE IMOVINE U KONTEKSTU UPRAVLJANJA KAMATNIM RIZIKOM, Ekonomski pregled, 54 (1-2), 102-120. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/25265>
16. European Banking Institute (2020.), Asset Protection-State Guarantee Schemes in systemic European Non Performing Loans Securitisations: Contractual structure, State aid and Bank corporate law issues, [e-publikacija], preuzeto s: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3723606
17. EUROPEAN COMMISSION (2014.), COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on Long-Term Financing of the European Economy [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0168>
18. EUROPEAN COMMISSION (2021.), COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT In-Depth Review for Greece in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances [e-publikacija], preuzeto s: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/3_en_autre_document_travail_service_part1_v5.pdf
19. EUROPEAN COMMISSION (2021.), EDP standard dialogue visit to Slovenia [e-publikacija], preuzeto s: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/9983802/Final-findings-EDP-DV-SI-20-22-November-2019.pdf.pdf/d1ed98a4-b3c2-e78e-bec3-4b5b8f6cb79d?t=1613051913136>

20. European Commission (2019), 2019 SBA Fact Sheet CROATIA [e-publikacija], preuzeto s:
<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/38662/attachments/5/translations/en/renditions/native>
21. EUROPEAN COMMISSION (10. listopada 2019.), State aid: Commission approves market conform asset protection scheme for banks in Greece, pristupano 21.7.2022., dostupno na:
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_19_6058
22. Europska Komisija (2021.), Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, [e-publikacija], preuzeto s <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=COM:2021:97:FIN&from=DE>
23. EUROPSKA KOMISIJA, Bruxelles, 24.7.2020., IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU o izradi posebnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, ograničenog na bilančnu sintetsku sekuritizaciju [e-publikacija], preuzeto s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0284&from=EN>
24. EUROPSKA KOMISIJA (23. svibanj 2022.), KOMUNIKACIJA KOMISIJE - Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, svibanj 2022. [e-publikacija], preuzeto s:
<https://secure.ipex.eu/IPEXL-WEB/document/COM-2022-0629>
25. EUROPSKA KOMISIJA (2015.), Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o izmjeni Uredbe (EU) br. 575/2013 o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva, [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0473&qid=1448633024491&from=EN>
26. EUROPSKA KOMISIJA, Prijedlog UREDBE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o utvrđivanju zajedničkih pravila o sekuritizaciji i uspostavi europskog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju i izmjeni direktiva 2009/65/EZ, 2009/138/EZ, 2011/61/EU i uredaba (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 648/201 (2015.), [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal%20content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0472&qid=1448632831533&from=EN>

27. Europsko vijeće, Vijeće Europske unije (31. listopada 2018.), Neprihodujući krediti: Vijeće odobrilo stajalište o kapitalnim zahtjevima za loše kredite banaka, preuzeto 30. siječnja 2022. s <https://www.consilium.europa.eu/hr/press/press-releases/2018/10/31/non-performing-loans-council-approves-position-on-capital-requirements-for-banks-bad-loans/>
28. Europsko vijeće, Vijeće Europske unije (2020.), Sekuritizacija: poboljšanje financiranja gospodarstva EU-a, pristupano 7.7.2022., dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/capital-markets-union/securitisation/>
29. Europska središnja banka (2017.), Upute bankama o neprihodonosnim kreditima [e-publikacija], preuzeto s https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.hr.pdf
30. Europska središnja banka (14. siječnja 2021.), Što su neprihodonosni krediti?, preuzeto 25. siječnja 2022. s: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.hr.html>
31. Fell, J., Grodzicki, M., Lee, J., Reiner, M., Park, C.Y. i Rosenkranz, P. (2021.), NONPERFORMING LOANS IN ASIA AND EUROPE— CAUSES, IMPACTS, AND RESOLUTION STRATEGIES, preuzeto s: ASIAN DEVELOPMENT BANK (<https://www.adb.org/publications/nonperforming-loans-asia-europe-causes-impacts>)
32. Firstmac (2019.), What is RMBS and how does it work?, pristupano 8. kolovoz 2022. dostupno na: <https://www.firstmac.com.au/investments-high-livez/what-is-rmbs-and-how-does-it-work>
33. Global Markets (2013.), SLOVENIA – Now or never ?, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://www.globalcapital.com/globalmarkets/article/28myg7g5w1iofs21amebk/emerging-markets/slovenia-now-or-never>
34. Giuseppe Lusignani - University of Bologna, Prometeia (2019.), NPLs: a new asset class [e-publikacija], preuzeto s: https://www.researchgate.net/publication/335790311_EN_NPL_A_new_asset_class
35. Gyntelberg, J. i Remolona, E. (2006), Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks, BIS Quarterly Review, dostupno na:

https://www.researchgate.net/publication/4736071_Securitisation_in_Asia_and_the_Pacific_Implications_for_Liquidity_and_Credit_Risks

36. HELLENIC OBSERVATORY European Institute (2021.), Hellenic Observatory Discussion Papers on Greece and Southeast Europe [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.lse.ac.uk/Hellenic-Observatory/Assets/Documents/Publications/GreeSE-Papers/GreeSE-No155.pdf>
37. HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND (b.d.), Banks' Asset Quality - Hellenic Asse
38. HELLENIC FINANCIAL STABILITY FUND (b.d.), Banks' Asset Quality - Hellenic Asset Protection Scheme (“Hercules” initiative), pristupano 21.7.2022., dostupno na: <https://hfsf.gr/en/banks-asset-quality/>
39. KPMG (2019.), Overview of the Hercules scheme [e-publikacija], preuzeto s https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/gr/pdf/2019/12/NPEs_securitization_HERCULES.pdf HELLENIC REPUBLIC Ministry of Finance (2021.), The prolongation of “Hercules” is approved by the European Commission, pristupano 20.7.2022., dostupno na: https://www.minfin.gr/en_US/web/guest/-/ten-paratase-tou-schediou-erakles-enekrine-e-europaik-epitrope?inheritRedirect=true&redirect=%2Fen_US%2Fweb%2Fguest%2Fanakoinoseis
40. HNB (31. svibanj 2022.), Pokazatelj poslovanja kreditnih institucija, Tablica SV3 Kvaliteta kredita kreditnih institucija, dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija> , pristupano 20.8.2022.
41. Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021. (b.d.), sekuritizacija, preuzeto 12.6.2022., s <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=55260>
42. Hrvatska udruga banaka – CBA (b.d.), Sekuritizacija i efikasnost monetarne politike – nije sve tako crno, pristupano 24. lipnja 2022., dostupno na: <http://www.hub.dev.perpetuum.hr/hr/sekuritizacija-i-efikasnost-monetarne-politike-%E2%80%93-nije-sve-tako-crno>

43. Ifimes (2014.), Slovenia: Bad Bank – a model for plundering the state of Slovenia, pristupano 31.7.2022., dostupno na: <https://www.ifimes.si/en/researches/slovenia-bad-bank-a-model-for-plundering-the-state-of-slovenia/3710?page=29#>
44. International financial corporation– Global financial markets (2004.), World Bank Document: Securitization Key Legal and Regulatory Issues [e-publikacija], preuzeto s: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/747401468092077080/pdf/395540Securitization.pdf>
- KG Law Firm (2019.), Asset Protection Scheme in Greece (Hercules) [e-publikacija], preuzeto s: <https://kglawfirm.gr/wp-content/uploads/2019/12/Asset-newsflash.pdf>
45. KPMG in Italy (2019.), GACS Securitisation deals in the Italian NPL space [e-publikacija], preuzeto s <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/GACS-Securitisation-deals-in-the-Italian-NPL-space.pdf>
46. KPMG (2019.), GACS tool in the Italian Non-Performing Loans space [e-publikacija], preuzeto s: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/07/GACS-crediti-deteriorati.pdf>
47. KPMG (2019.), Overview of the Hercules scheme [e-publikacija], preuzeto s https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/gr/pdf/2019/12/NPEs_securitization_HERCULES.pdf
48. Leko, V., Božina, L., ur., (2005.), Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Adverta, Zagreb
49. Leko, V. i Stojanović, A. (2012.), Financijske institucije i tržišta, Zagreb, Grafit - Gabrijel d.o.o.
50. Maričić, Z. (2011). Karakteristike procesa sekuritizacije. Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 2 (1), 69-76. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/71324>
51. Milbank (b.d.), ESG & Sustainability, pristupano 16.8.2022., dostupno na: <https://www.milbank.com/en/practices/areas/Corporate/ESG-and-Sustainability.html>
52. Ministry of Economy and Finance – Department of the Treasury (2016.), Guarantee on Securitization of Bank Non Performing Loans (GACS) to be introduced shortly, preuzeto 1.7.2022., dostupno na: https://www.dt.mef.gov.it/en/news/2016/news_gacs.html
53. Morningstar DBRS (2021.), Quarterly European Securitisation Issuance Report – Q3 2021 [e-publikacija], preuzeto s: <https://www.dbrsmorningstar.com/research/387012/quarterly-european-securitisation-issuance-report-q3-2021>

54. PAUL HASTINGS (22. veljača 2016.), Italy Introduces Government Guarantee to Facilitate NPL Transactions, pristupano 14.7.2022., dostupno na: <https://www.paulhastings.com/insights/client-alerts/italy-introduces-government-guarantee-to-facilitate-npl-transactions>
55. Pavković, A. (2017.) Regulacija i nadzor financijskog sektora, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb
56. Pavković, A. & Krišto, J. (2009) Securitization implementation in insurance industry in Croatia. U: Rajković, V., Ferjan, M., Kern, T. & Paape, B. (ur.) Conference Proceedings 28th International Conference on Organizational Science Development, New technologies, new challenges. Kranj, Moderna organizacija v okviru Univerze v Mariboru - Fakultete za organizacijske vede, str. 1157-1164.
57. Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: kretanja i stanje na tržištu sekuritizacijskih i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (6), 83-88.
58. Pavković, A. & Tuškan Sjauš, B. (2020) Strukturno financiranje: legislativni okvir sekuritizacijskih instrumenata i pokrivenih obveznica. Računovodstvo i financije, LXVI (9), 90-97.
59. Pavković, A. (2011.), Tradicionalne i suvremene tehnike financiranja posebnih namjena, u: Stojanović, A. i Leko, V. (ur.), Modeli financiranja namjena koje sadrže javni interes (str. 37-66.), Grafit-Gabriel d.o.o., Zagreb
60. Pavković, A. (2007.), Utjecaj sekuritizacije potraživanja na razvoj financijskog sustava, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb
61. Petres, A., Vojnović, M. i Ebner, M. (2008.), Securitisation in Croatia and Serbia: current status and outlook, Global Securitisation and Structured Finance 2008 [e-publikacija], preuzeto s: http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_178_181_Cro&Serb.pdf
62. Research Associate, Yale Program on Financial Stability (2020.), Bank Assets Management Company (BAMC) [e-publikacija], preuzeto s: [https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Nye%20BAMC%20\(Slovenia\)%202020-03-17_Preliminary_Drat.pdf](https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Nye%20BAMC%20(Slovenia)%202020-03-17_Preliminary_Drat.pdf)

63. REUTERS (25. veljače 2020.), Eurobank applies to join Greece's Hercules bad loan scheme, pristupano 20.7.2022., dostupno na: <https://www.reuters.com/article/eurobank-loans-securitisation-idUSL8N2AP117>
64. Službeni list Europske Unije (22. veljače 2021.), PROVEDBENA ODLUKA KOMISIJE (EU) 2021/271 od 17. veljače 2021. o produljenju pojačanog nadzora za Grčku [e-publikacija], preuzeto s: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021D0271&from=EN>
65. Službeni list Europske Unije (2013.), UREDBA (EU) br. 575/2013 EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012, [e-publikacija], dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=ES>
66. S&P Global Market Intelligence (2019.), Greece's Project Hercules could repeat successes of Italy's GACS scheme, pristupano 20.7.2022., dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/trending/5PEZYXbnBh61Iw7j5RCLFw2>
67. S&P Global Ratings (2022.), European RMBS Outlook 2022 - Performance And Issuance At A Crossroads, dostupno na: <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/research/101081365.pdf>
68. S&P Global Ratings (2019.), How STS Has Shaken Up European Securitization So Far , [e-publikacija], dostupno na: https://www.allnews.ch/sites/default/files/20191120_SP_Global_Ratings_STS_European_Securitization.pdf
69. TANJA MARKOVIC-HRIBERNIK, Ph.D (2015.), Bad Bank And Other Possible Banks' Rescuing Models – The Case Of Slovenia [e-publikacija], preuzeto s: <https://ypfs.som.yale.edu/index.php/library/bad-bank-and-other-possible-banks-rescuing-models-case-slovenia>
70. Tepuš, M.M. (2007). ANALIZA MODELA FINANCIRANJA DUGOROČNIH KREDITA POSREDSTVOM TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ. Ekonomski pregled, 58 (7-8), 465-488. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/14210>

71. Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012
72. Vijeće Europske Unije (3. lipanj 2021.), Ažurirano izvješće o pojačanom nadzoru – Grčka, lipanj 2021. [e-publikacija], preuzeto s: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9460-2021-INIT/hr/pdf>
73. Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine br. 159/13, 19/15, 102/15, 15/18, 70/19, 47/20 i 146/20 (2020.)
74. Zakon o provedbi Uredbe (EU) 2017/2402 o utvrđivanju općeg okvira za sekuritizaciju i o uspostavi specifičnog okvira za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu sekuritizaciju, Narodne novine br. 63/20 i 126/21 (2021)
75. WORLD BANK GROUP (2016.) Bank Resolution and 'Bail-In' in the EU : Selected Case Studies Pre- and Post-BRRD [e-publikacija], preuzeto s: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25975>
76. WWL (Law Business Research Ltd, London, UK), (2014.), Securitisation: A Brief History and the Road Ahead, preuzeto 24. lipanj 2022. s <https://whoswholegal.com/features/securitisation-a-brief-history-and-the-road-ahead>

Popis grafova

Graf 1 Standardni proces sekuritizacije	5
Graf 2 Ključni koraci u procesu razvoja sekuritizacije u SAD-u u 20. stoljeću.....	12
Graf 3 Ukupna Europska izdanja vrijednosnica (mlrd., EUR) od 2010. do 2021. godine.....	18
Graf 4 Globalni tržišni udio u nedospjelom dugu izdanih sekuritizacijskih vrijednosnica od 2007. do 2018. godine (%).....	19
Graf 5 STS izdanja sekuritizacije od 2016. do 2021. (mlrd., EUR)	25
Graf 6 Udio STS sekuritizacije ukupnoj sekuritizaciji od 2018. do 2021. (%).....	26
Graf 7 Tržišni udio Europe i ostatka svijeta u nedospjelom dugu izdanih pokrivenih obveznica od 2007. do 2008. (%).....	30
Graf 8 Vrste kolaterala nedospjelog duga izdanih pokrivenih obveznica u 2018. godini (%).....	30
Graf 9 Nepodmirena europska izdanja u prosincu 2010. godine (%).....	36
Graf 10 Vrijednost europskog ESG izdanja CLO vrijednosnica (mlrd., EUR) od 2013. do 2021. godine	39
Graf 11 Sekuritizacija nenaplativih zajmova uz državno jamstvo (GACS model)	41

Popis tablica

Tablica 1 Izdane sekuritizacijske vrijednosnice u Europi (mlrd. EUR).....	17
Tablica 2 Izdani vrijednosni papiri po vrsti imovine u Europi (mlrd. EUR)	18
Tablica 3 Izdani vrijednosni papiri po vrsti imovine u SAD-u (mlrd. EUR)	19
Tablica 4 Izdanja vrijednosnica po rejtingu (% ukupno ocjenjenih vrijednosnica Moody's-a)....	21
Tablica 5 Izdanja vrijednosnica po rejtingu (% ukupno ocjenjenih vrijednosnica Moody's-a)....	21