

UNIVERZA V LJUBLJANI
PРАВNA FAKULTETA

DIPLOMSKA NALOGA

LISTINJENJE V SLOVENSKEM PRAVNEM SISTEMU

Avtor: Simon Žgavec

Mentor: prof. dr. Miha Juhart

LJUBLJANA, MAREC 2008

Diplomska naloga: **Listinjenje v slovenskem pravnem sistemu**

Avtor: **Simon Žgavec**
Mentor: **prof. dr. Miha Juhart**

Ključne besede: **listinjenje, sekuritizacija, SPV, izdaja vrednostnih papirjev, Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, hipoteka, hipotekarna obveznica, vrednostni papirji**

POVZETEK

Listinjenje je institut, bolj znan pod angleškim izrazom »securitisation« in v osnovi predstavlja izdajo vrednostnih papirjev, na podlagi kritnega premoženja. Bistvo listinjenja je v tem, da varnost tako izdanih vrednostnih papirjev ni odvisna od plačilne sposobnosti določenega podjetja (zasebnega ali javnega), ampak od pričakovanega bodočega denarnega toka premoženja, ki služi kot kritje. Označimo ga lahko tudi kot način kapitalske arbitraže, saj se s pomočjo listinjenja prerazporedi kreditno tveganje. Pri tem pa je potrebno poudariti, da se z listinjenjem nikakor ne ustvarja novega kreditnega tveganja. Lahko bi trdili, da listinjenje zagotavlja boljšo razpršenost tveganja in tako povečuje splošno finančno stabilnost.

Listinjenje je mogoče katerokoli dovolj veliko in homogeno premoženje, ki ima predvidljiv bodoč denarni tok. Namen listinjenja pa je, poleg že omenjene prerazporeditve tveganja, v cenejšem financiranju in po drugi strani v načinu izboljšanja bilance banke ali drugega subjekta (originatorja).

Bistvo pričujoče naloge je v predstavitvi slovenske ureditve listinjenja, predvsem v zvezi z Zakonom o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS, št. 17/2006), ki je bil sprejet pred kratkim. Drug pomemben vidik te diplomske naloge pa je predstavitev splošne pravne podlage, ki daja osnovo za listinjenje v Sloveniji, s čemer je mišljeno predvsem področje civilnega in gospodarskega prava.

Seveda pa je za razumevanje slovenske pravne ureditve potrebno predhodno razumevanje ureditve in trendov v svetu. S tem namenom je v nalogi na kratko predstavljen tudi razvoj listinjenja, vse od pojava prvih oblik v ZDA pa do razmaha v svetu in v Evropi.

Po analizi splošne slovenske zakonodaje lahko zaključimo, da je listinjenju naklonjena. Poleg tega je bil sprejet celo poseben zakon, ki natanko ureja področje listinjenja hipotekarnih kreditov. Žal pa kljub temu na prste ene roke preštejemo transakcije listinjenja, ki so se kadarkoli v zgodovini zgodile na območju Republike Slovenije. Obstaja pa razmeroma velik potencial in prihodnost bo pokazala, če se bo ta potencial izkoristil.

Diploma thesis: **Securitisation in the Slovenian legal system**

Author: **Simon Žgavec**

Academic supervisor: **Prof. Dr. Miha Juhart**

Keywords: **Securitization, SPV, Securities Issuance, Mortgage Bond and Municipal Bond Act, Mortgage, Mortgage Bond, Securities**

ABSTRACT

Slovenian term “listinjenje” is generally known under the English expression “securitization” and basically designates the issuance of securities on the basis of assets as collateral. The essential element of securitization lies in the fact that the securities are not backed by the expected repayment ability of a private corporation or public sector entity, but rather by the expected cash flows from the specific assets. Securitization can be regarded as a method of capital arbitrage since it is a modality used to distribute risk, however, it has to be stressed that securitization does not create additional risk. In fact, it can be argued that securitization provides for better risk allocation with regard to financial stability.

Any assets that are extensive enough, homogeneous and have predictable future cash flows are appropriate for securitization. In addition to the aforementioned risk distribution, the goal of securitization is to realize less expensive funding while at the same time improving an entity's balance sheets.

The main goal of this thesis is to present the Slovenian legal framework regarding securitization, mainly in connection with the recently adopted Mortgage Bond and Municipal Bond Act (Official Gazette of the Republic of Slovenia, No. 17/2006). Another important pillar of this thesis is to introduce the legal basis for the remaining types of securitization in Slovenia, above all, the provisions of the Slovenian civil and commercial law.

Nevertheless, in order to understand the Slovenian regulation, it is essential to be familiar with similar worldwide regulations and trends. With this purpose, the evolution of securitization, with its roots in the USA until its expansion into Europe, will continue.

After undertaking this analysis, it is possible to conclude that the Slovenian legislation is supportive of securitization. Furthermore, Slovenia has adopted a special act dealing with the securitization of mortgage loans. Regrettably, however, it is possible to count on one hand all of the securitization transactions that have taken place to date in the Republic of Slovenia. Nevertheless, relatively great potential exists for future securitizations and the future will show whether or not this potential is to be realized.

KAZALO

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC	VI
RAZLAGA POGOSTO UPORABLJENIH IZRAZOV	VII
UVOD	1
PRVI DEL	3
1. ZAČETKI	3
1.1 ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE	3
1.2 EVROPA	5
1.3 SLOVENIJA	6
DRUGI DEL	8
2. TEMELJNI MEHANIZEM LISTINJENJA	8
2.1 GOSPODARSKI RAZLOGI	8
2.2 OPREDELITEV GLAVNIH SUBJEKTOV	9
2.2.1 Posojilojemalec	10
2.2.2 Posojilodajalec oz. originator	11
2.2.3 Skrbnik	12
2.2.4 SPV	12
2.2.5 Investitorji	13
2.2.6 Fiduciar	13
2.2.7 Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev oz. svetovalec	13
2.2.8 Garant kreditne bonitete	13
2.2.9 Bonitetne agencije	14
2.2.10 Drugi	14
2.3 STRUKTURA TRANSAKCIJE	14
2.3.1 Ustanovitev in pravna narava SPV-ja	15
2.3.2 Prodaja in prehod terjatev oz. drugega premoženja	17
2.3.2.1 <i>Način prehoda premoženja in institut »true sale«</i>	17
2.3.2.2 <i>Oškodovanje upnikov</i>	20
2.3.3 Izdaja vrednostnih papirjev	21
2.3.4 Prodaja vrednostnih papirjev	23
TRETJI DEL	23
3. PRAVNA UREDITEV LISTINJENJA V SLOVENIJI	23
3.1 ZAKON O HIPOTEKARNI IN KOMUNALNI OBVEZNICI	25
3.1.1 Področje urejanja ZHKO	25

3.1.2	Terminologija ZHKO	27
3.1.3	Temeljna načela ZHKO	29
3.1.3.1	<i>Kritno načelo</i>	29
3.1.3.2	<i>Načelo ločenosti kritnega premoženja</i>	31
3.1.3.3	<i>Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke</i>	33
3.1.4	Izdaja hipotekarnih in komunalnih obveznic	34
3.1.5	Kritno premoženje	36
3.1.6	Hipotekarni kredit	39
3.1.7	Kritni register in skrbnik kritnega registra	42
3.1.8	Stečaj izdajatelja	43
3.1.9	Drugo	44
3.1.9.1	<i>Komunalna obveznica</i>	44
3.1.9.2	<i>Poročanje Banki Slovenije in nadzor</i>	45
3.1.9.3	<i>Uporaba imena hipotekarna in komunalna obveznica</i>	45
3.1.10	Zaključek k ZHKO	46
3.2	DRUGE OBLIKE LISTINJENJA IN SLOVENSKI PRAVNI SISTEM	47
3.2.1	Listinjenje potrošniških kreditov	47
3.2.1.1	<i>Ustanovitev SPV-ja</i>	48
3.2.1.2	<i>Prenos terjatev na SPV - cesija</i>	50
3.2.1.3	<i>Možnost prehoda terjatve nazaj v stečajno maso banke-originatorja</i>	54
3.2.1.4	<i>Izdaja vrednostnih papirjev</i>	55
3.2.1.5	<i>Velikost premoženja ter ohranjanje njegove vrednosti</i>	56
3.2.1.6	<i>Vzpostavitev povezave – prospekt</i>	56
3.2.1.7	<i>Sklenitev kroga</i>	58
	ZAKLJUČEK	60
	PRAVNI VIRI	63
	LITERATURA	64
	INTERNETNE STRANI	71

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

ang.	<i>angleško</i>
Ed.	<i>Editor/Editors / urednik/uredniki</i>
EBRD	<i>The European Bank for Reconstruction and Development / Evropska banka za obnovo in razvoj</i>
ECB	<i>European Central Bank / Evropska centralna banka</i>
EGP	<i>Evropski gospodarski prostor</i>
ESCB	<i>Evropski sistem centralnih bank</i>
et al	<i>in ostali</i>
EU	<i>Evropska Unija</i>
ibid	<i>ibidem / v istem delu</i>
id	<i>idem / na istem mestu</i>
infra	<i>glej spodaj</i>
nem.	<i>nemško</i>
npr.	<i>na primer</i>
oz.	<i>oziroma</i>
OZ	<i>Obligacijski zakonik (Ur. l. RS, št. 97/2007)</i>
RS	<i>Republika Slovenija</i>
Slo	<i>Slovenija</i>
SPZ	<i>Stvarnopravni zakonik (Ur. l. RS, št. 87/2002)</i>
str.	<i>stran</i>
supra	<i>glej zgoraj</i>
Tex. l. rev.	<i>Texas Law Review</i>
Ur. l.	<i>Uradni list</i>
US	<i>United States / Združene države</i>
v.	<i>versus / proti</i>
ZDA	<i>Združene države Amerike</i>
ZHKO	<i>Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS, št. 17/2006)</i>
ZTFI	<i>Zakon o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 67/2007)</i>
ZTVP	<i>Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS št. 56/1999) [PRENEHAL VELJATI]</i>
\$	<i>Ameriški dolar</i>

RAZLAGA POGOSTO UPORABLJENIH IZRAZOV

ABS	<p><i>Pomen:</i> Vrednostni papirji, ki imajo kritje v določenem premoženju, ki ni hipotekarni kredit.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Asset Backed Securities, vrednostni papirji, ki imajo kritje v premoženju, ki ni hipotekarni kredit</p>
Bonitetna agencija	<p><i>Pomen:</i> Določa bonitetne ocene posameznih družb in vrednostnih papirjev in tako pomembno vpliva na ceno vrednostnih papirjev.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Rating agency</p>
CDO	<p><i>Pomen:</i> Oblika vrednostnega papirja, ki ima kritje v določenem premoženju.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Collateralized Debt Obligations</p>
Common-law Trust	<p><i>Pomen:</i> Poseben institut, ki se je zavil v angloameriškem pravnem sistemu iz dobrodelnih skladov. Glavni razlog ustanovitve takega sklada pri transakciji listinjenja je ugodna davčna obravnava.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> sklad, ustanovljen po angloameriškem pravu</p>
Dolžnik	<p><i>Pomen:</i> Prvi člen v verigi listinjenja in subjekt, ki je odgovoren za poplačilo temeljne obveznosti in tako za dokončno uspešno izvedbo in poplačilo vrednostnega papirja, ki je krit z določenim premoženjem.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Posojilojemalec, dolžnik iz temeljne obveznosti, Borrower</p>
Due Diligence	<p><i>Pomen:</i> Pomeni skrbni pregled določenega subjekta oz. premoženja, pri čemer se običajno pregleda celotno dokumentacijo in vse druge informacije. Običajno se to opravi pred nakupom določenega subjekta oz. premoženja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> skrben pravni pregled</p>
Fiduciar	<p><i>Pomen:</i> Subjekt, ki deluje kot nadzornik poteka transakcije v imenu investitorjev oz. kupcev vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Trustee</p>

<p>Garant kreditne bonitete</p>	<p><i>Pomen:</i> Subjekt, ki jamči, da bo poplačal glavnico in obresti v primeru, da bo denarni tok osnovne terjatve premajhen za poplačilo investitorjev v določenem časovnem okviru. Potreben je za izboljšanje bonitetne ocene vrednostnim papirjem, kar seveda vpliva tudi na njihovo ceno.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Credit Enhancer</p>
<p>Hipotekarna obveznica</p>	<p><i>Pomen:</i> Obveznica, ki je bila izdana na podlagi Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS št. 17/2006) in ima vse zahtevane lastnosti.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> [vse povedano pri hipotekarni obveznici v osnovi velja tudi za komunalno obveznico]</p>
<p>Investitor</p>	<p><i>Pomen:</i> Kupec vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Investor</p>
<p>Kapitalska arbitraža</p>	<p><i>Pomen:</i> Način zmanjševanja stroškov finaniranja z uravnavanjem in prerazporejanjem tveganja. Gre za zmanjševanje kapitalske zahteve, ne da bi se s tem zmanjšala tveganost poslovanja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> upravljanje s tveganjem</p>
<p>Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev</p>	<p><i>Pomen:</i> Subjekt ki svetuje oz. drugače sodeluje pri izdaji vrednostnih papirjev.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> svetovalac, borznoposredniška družba, Underwriter</p>
<p>Listinjenje</p>	<p><i>Pomen:</i> Izdaja vrednostnih papirjev, na podlagi kritnega premoženja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Securitisation, sekuritizacija, transakcija, izdaja vrednostnih papirjev na podlagi kritnega premoženja</p>
<p>MBS</p>	<p><i>Pomen:</i> Vrednostni papir, ki je krit s premožajem v obliki hipotekarnega kredita, zavarovanega s hipoteko na nepremičnini.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Mortgage Backed Securities</p>
<p>Originator</p>	<p><i>Pomen:</i> Je subjekt, ki odobri posojilo in s tem pridobi terjatev proti posojilojemalcu oz. je lahko lastnik premoženja, ki bo služilo za listinjenje.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> izvorna banka, kreditodajalec, upnik iz temeljnega razmerja</p>

Pass-through Securities	<p><i>Pomen:</i> Participacijski vrednostni papirji, ki investitorjem dajejo poplačila za njihove vloške na podlagi dejanskega denarnega toka kritnega premoženja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> /</p>
Pay-through Securities	<p><i>Pomen:</i> Vrednostni papirji, ki investitorjem dajejo izključno fiksno nadomestilo, ki le posredno izvira iz kritnega premoženja. Tako nadomestilo ni odvisno od dejanskega denarnega toka kritnega premoženja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> /</p>
Sintetično listinjenje	<p><i>Pomen:</i> Listinjenje pri katerem se razdelitev kreditnega tveganja na segmente kreditnega tveganja doseže s kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti ali garancijami, skupna izpostavljenost, ki je predmet listinjenja pa se ne prenese in se izkazuje v bilanci stanja originatorja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> /</p>
Skrbnik	<p><i>Pomen:</i> Upravlja s premoženjem, ki je namenjeno zavarovanju poplačila glavne terjatve, oz. poplačilu obveznosti iz vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Servicer</p>
SPV	<p><i>Pomen:</i> Splošno znana oznaka za pravno osebo, ki je ustanovljena za posebni namen listinjenja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> Special Purpose Vehicle, pravna oseba s posebnim namenom sekuritizacije, Shell Company, prodajalec vrednostnih papirjev</p>
Tradicionalno listinjenje	<p><i>Pomen:</i> Oblika listinjenje, ki obsega premoženjski prenos izpostavljenosti na SPV, pri čemer slednji izda vsaj dve vrsti vrednostnih papirjev z različno stopnjo kreditnega tveganja.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> /</p>
True Sale	<p><i>Pomen:</i> Način prehoda premoženja iz pravne sfere originatorja v pravno sfero SPV-ja, ki omogoča pravno učinkovit prehod terjatve.</p> <p><i>Uporabljene sopomenke:</i> /</p>

UVOD

Listinjenje je institut, bolj znan pod angleškim izrazom »securitisation« in v osnovi predstavlja izdajo vrednostnih papirjev, na podlagi premoženja, ki služi kot kritje. Bistvo listinjenja je v tem, da varnost tako izdanih vrednostnih papirjev ni odvisna od plačilne sposobnosti določenega podjetja (zasebnega ali javnega), ampak od pričakovanega bodočega denarnega toka kritnega premoženja.¹

Prvi zametki listinjenja so se pojavili nekaj desetletji nazaj v ZDA, nato pa se je začela hitra širitev v Evropo in svet.² Že samo dejstvo, da je bila razvojna pot tako hitra pove, da je to izjemno zanimiv institut, saj poleg zmanjševanja stroškov kapitala prinaša še mnoge druge prednosti, ki jih na primarnem trgu kapitala sicer ni mogoče doseči. Prednosti, ki jih listinjenje prinaša so: izboljšanje bilance podjetij (predvsem bank), doseganje (uravnavanje) kapitalske ustreznosti,³ ugodnejše davčno obravnavanje ipd.⁴ Vse te in še mnoge druge prednosti listinjenja so pripeljale do tega, da je bilo npr. v letu 2006 samo v Evropi izvedenih za 456 milijard EUR transakcij listinjenja, European Securitisation Forum pa je za leto 2007 napovedal kar 16,4% rast v primerjavi z letom 2006 in sicer naj bi bil obseg transakcij listinjena v tem letu kar 531 milijard EUR.⁵

Ena izmed oblik in ob enem najpogostejša oblika listinjenja, ki se je razvila v ZDA, zelo poenostavljeno zgleda tako, da banka (ali drug subjekt) izloči določene terjatve iz svoje bilance in jih proda posebni družbi, znani pod izrazom SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle). SPV na podlagi tega premoženja izda vrednostne papirje. Bistveno pri tem pa je, da so ti vrednostni papirji kvalitetnejši od običajnih vrednostnih papirjev, saj imajo kritje v določenem stvarnem premoženju. Seveda samo domnevno kritje pri tem ne zadostuje, zato so se poleg izvirne banke (*ang.* Originator) in SPV-ja izoblikovali še drugi subjekti, kot je npr.

¹ Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) je listinjenje opredelila: »Securitisation means the issuance of marketable securities backed not by the expected capacity of a private corporation or public sector entity to repay, but by the expected cash flows from specific assets.«

² Fedoruk, D., Dakin, J., Chadbourne & Parker LLP, Cross-Border Securitization of Ukrainian Mortgage Assets Journal of International Banking Law and Regulation, Volume 22, Issue 9. Dne 22. februarja 2007 je Ukraine Mortgage Loan Finance No.1 Plc, ki je SPV iz Združenega kraljestva izdal za 180 milijonov \$ vrednostnih papirjev, ki so bili kriti s premoženjem ukrajinske banke PrivatBank.

³ Chonkov, B., Here's a suggestion, International Financial Law Review, November 2007.

⁴ Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, Strokovni prispevki s področja finančne stabilnosti, str. 11, dostopno na internetni strani: <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

⁵ European Securitisation Forum, ESF Securitisation, Market Outlook, 2006, dostopno na internetni strani [http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3\(1\).pdf](http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3(1).pdf), nazadnje obiskana: 04.03.2008.

fiduciar (*ang.* Trustee), ki nadzirajo, da je izločeno premoženje v vsakem trenutku ustrezno, saj le to dejansko zagotavlja varnost investitorjev v take vrednostne papirje.

Potrebno pa je opozoriti, da je oblik listinjenja prav toliko, kolikor je posameznih transakcij. Transakcije se namreč med seboj razlikujejo, saj se konkretni medsebojni odnosi udeleženih subjektov običajno uredijo s pogodbo na konkretni ravni. Na nek način lahko sicer rečemo, da obstajajo tri osnovne vrste listinjenja in sicer listinjenje hipotekarnih kreditov (*ang.* MBS ali Mortgage Backed Securities), listinjenje ostalega premoženja (*ang.* Asset Backed Securities) in CDO (*ang.* Collateralized Debt Obligations)⁶ vendar se lahko sam postopek izvedbe transakcije, tudi znotraj ene izmed teh oblik, močno razlikuje. Zaradi omejenosti s prostorom se v tem delu nisem dotaknil vseh vrst listinjenja. Po lastni presoji sem določil/izbral eno izmed splošnih oblik listinjenja ter jo poskušal kar najpodrobneje opisati, pri tem pa sem, kjer se je le dalo, nakazal alternativne možnosti oz. poti izvedbe transakcije.

Poskušal sem predstaviti sliko o razvoju listinjenja v svetu, nadalje, opisati značilno splošno obliko, ki je običajna predvsem za sistem ZDA, konkretno pa sem v Slovenskem sistemu predstavil izdajo hipotekarnih obveznic na podlagi novega zakona, ki omogoča izdajo hipotekarnih obveznic ter poskušal ugotoviti ali slovenski pravni red ponuja dovolj trdno pravno podlago za druge oblike listinjenja.

Diplomska naloga je razdeljena na tre dele. V prvem delu je predstavljena zgodovina razvoja listinjenja, ki si sledi v vrstnem redu dejanskega kronološkega razvoja. Najprej je predstavljen začetek in nadaljni razvoj v ZDA, kar se kasneje nadaljuje v predstavitvi razvoja v Evropi. Na koncu je predstavljen razvoj listinjenja v Sloveniji, saj se je, tudi kronološko gledano, tu listinjenje najpozneje pojavilo in je posledično najmanj razvito.

V drugem delu sem predstavil enega izmed načinov listinjenja, ki je po moji oceni najzanimivejši. Zavedam se, da so morda druge oblike listinjenja kot npr. sintetično listinjenje v svetu bolj razvite oz., da so prisotne v večjem obsegu, vendar vsaj s pravnega stališča za Slovenijo niso tako zelo zanimive. Predstavljena je torej splošna oblika in struktura, pri tem pa so opisani glavni subjekti, ki so običajno udeleženi.

Tretji del je bistvo te naloge in je tudi najobsežnejši, saj se ukvarja s slovensko pozitivno zakonodajo. V prvi polovici tretjega dela sem analiziral pred kratkim sprejet Zakon o

⁶ Vink, D., An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization, Munich Personal RePEc Archive, 28.08.2007, dostopno na internetni strani: <http://ideas.repec.org/p/pramprapa/4988.html>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

hipotekarni in komunalni obveznici⁷ (v nadaljevanju »ZHKO«), ki daje podlago za izdajo hipotekarnih obveznic v Sloveniji. Druga polovica tretjega dela pa opisuje pravno podlago za druge oblike listinjenja. Ker v Sloveniji ni specialnejše zakonodaje, je potrebno podlago za listinjenje poiskati v splošnih določbah civilnega in gospodarskega prava. To podpoglavje je osnovano na poenostavljenem hipotetičnem primeru, saj je po mojem mnenju to najboljši način, da se predstavijo morebitne slabosti in pomanjkljivosti slovenskega pravnega sistema na tem področju. Zamislil sem si primer izdaje vrednostnih papirjev, kritih s terjatvami potrošniških kreditov in na ta način predstavil celotno strukturo transakcije vse do poplačila zadnje obveznosti ter tako sklenil krog.

PRVI DEL

1. ZAČETKI

1.1 ZDRUŽENE DRŽAVE AMERIKE

Umiritev razmer in hitro okrevanje svetovnega gospodarstva po II. svetovni vojni je imelo za posledico vse večjo potrebo po novih oblikah financiranja. Visoka gospodarska rast je namreč pripeljala do tega, da banke, ki so se do tedaj financirale predvsem na podlagi depozitov in kreditov, kmalu niso bile več zmožne držati koraka s tržnim povpraševanjem po financiranju kreditov. Posledično so banke začele iskati nove oblike lastnega financiranja.

ZDA so bile po II. svetovni vojni hitro razvijajoče gospodarstvo, s težnjo po razvoju trga izvedenih finančnih instrumentov in povečano potrebo po kreditih za izgradnjo oz. nakup nepremičnin. Začetke listinjenja tako zasledimo prav v ZDA v 70. letih prejšnjega stoletja, predvsem kot listinjenje terjatev zavarovanih s hipoteko (*ang.* Financing of Mortgage Pools). Kmalu je sledilo spoznanje, da so tudi druge oblike terjatev primerne za listinjenje in ne samo terjatve, ki so zavarovane s hipoteko na nepremičnini. Leta 1985 se je tehnika listinjenja, ki se je razvila na področju hipotekarnega bančništva začela uporabljati tudi za računalniška in avtomobilska posojila. Marca tega leta je namreč Sperry izdal prve vrednostne papirje, ki niso bili kriti s terjatvijo hipotekarnega kredita, temveč s terjatvijo iz najema računalnikov.⁸ Obseg

⁷ Ur. l. RS, št. 17/2006

⁸ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. Ed., *Asset-Backed Securities*, The TREPP Group, Frank J. Fabozzi & Associates, 1996, str. 4.

izdanih vrednostnih papirjev je bil 192 milijonov \$.⁹ Istega leta je Valley National and Maritime Midland Banks izdal vrednostne papirje krite s terjatvami avtomobilskih kreditov.¹⁰ Obseg avtomobilskih kreditov je namreč po obsegu na drugem mestu, takoj za hipotekarnimi krediti, rok njihove zapadlosti je znatno krajši, na podlagi česar je dosti lažje napovedati denarne tokove in nenazadnje je dolgotrajna statistična zgodovina kazala v njihovo prid, kar je že tedaj naredilo te vrste kreditov zelo zanimive za strukturirano financiranje, kot je listinjenje.¹¹

Ocena ameriškega združenja Bond Market Association je, da je bilo v obdobju od leta 1985 do drugega četrletja leta 1998 izdanih za 882 milijard \$ vrednostnih papirjev, ki so imeli kritje v stvarnem premoženju¹² in zato ne preseneča dejstvo, da se je listinjenje preselilo tudi v Evropo, kar se je zgodilo nekje v sredini osemdesetih let prejšnjega stoletja. Po podatkih združenja American Securitisation Forum, pa je obseg vrednostnih papirjev, ki imajo kritje v stvarnem premoženju, od dejanskega neobstoja v 70. letih prejšnjega stoletja, do drugega četrletja leta 2003, skupaj dosegel neverjetnih 6.6 bilijona \$.¹³

Poudariti pa je potrebno še, da lahko v zvezi z razvojem listinjenjem v ZDA na nek način govorimo o dvotirnosti. Medtem, ko je prvo javno strukturirano financiranje leta 1970 izvedla vladna agencija Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) z izdajo »pass-through« obveznic, so na drugi strani poslovne banke, ki so kupovale terjatve od večjih korporacij in jih »nalagale« v svoje bilance, te nakupe refinancirale preko izdaje vrednostnih papirjev s pomočjo SPV-jev oz. posebej za ta namen ustanovljenih družb.¹⁴

⁹ Lupica, L. R., Asset Securitisation: The unsecured creditors perspective, 76 Tex. L. Rev. 616 (1997-1998), str. 602, oznaka 24, (»The asset-backed securities market saw its real start in 1985 when the Sperry Corporation originated the first true structured finance transaction, in which it sold, through a special purpose Corporation, \$192 million lease-backed notes in the public markets.«).

¹⁰ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. Ed., Asset-Backed Securities, 1996, str. 4.

¹¹ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 3, dostopno na internetni strani: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹² The Bond Market Association, Asset-Backed Securities: Investing for Attractive Yield and High Credit Quality, (1998), dostopno na internetni strani: http://www.bondmarkets.com/publications/igabs/aninvestors_guide_to_abs.pdf, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹³ American Securitisation Forum, Statement of Cameron L. Cowan, dostopno na internetni strani: <http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁴ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., International Asset Securitisation, Lloyd's of London Press Ltd. 1995, str. 3.

1.2 EVROPA

Evropa je danes drugi največji trg listinjenja, takoj za ZDA.¹⁵ Ena izmed oblik listinjenja je bila v Nemčiji in na Danskem sicer poznana že kar nekaj časa pred pojavom sodobnega listinjenja, vendar v tem primeru še ne moremo govoriti o listinjenju v sodobnem smislu. Nemška hipotekarna obveznica, ki je poznana že več kot 200 let¹⁶ in že uveljavljeni »Pfandbrief« namreč ni primerljiv z obliko listinjenja, ki se je razvil v ZDA in se kasneje razširil v Evropo.¹⁷

Pričakovano se je v Evropi listinjenje najbolj razvilo v Veliki Britaniji, ki je na prvem mestu tudi po obsegu tako izdanih vrednostnih papirjev, sledi pa ji Francija. V Veliki Britaniji so bili že leta 1987 izdani prvi hipotekarno kriti vrednostni papirji. Po letu 1990 pa je, zaradi krize trga nepremičnin in zaradi na splošno šibkejše ekonomije, izdaja tovrstnih vrednostnih papirjev nekoliko padla.¹⁸ Vseeno pa lahko rečemo, da se je listinjenje v Evropi uspešno uveljavilo. Ocenjujejo, da je bilo v prvih osmih letih po prvi uspešni transakciji, ki je bila leta 1987 izvedena v Veliki Britaniji, izvedenih še 186 podobni javnih izdaj, kar je skupaj presežlo 50 milijard \$.¹⁹ Po drugi strani pa je potrebno priznati, da je razvoj v Evropi še na razmeroma nizki stopnji in da o usklajenosti zakonodaje med posameznimi državami Evrope še ne moremo govoriti.²⁰

S potekom časa se je tudi v Evropi pokazalo, da listinjenje ni primerno le pri izdajah vrednostnih papirjev, ki so kriti s hipotekami, terjatvami najema računalnikov in terjatvami, ki temeljijo na avtomobilskih kreditih, ampak tudi za druge oblike terjatev. Načeloma je namreč mogoče listiniti katerokoli terjatev, katere vrednost je možno razumno ugotoviti in ki ima razumno predvidljiv bodoč denarni tok.²¹ To pomeni, da je mogoče listiniti tudi posamezne terjatve, ki nastanejo na podlagi trgovanja in terjatve, ki izvirajo iz najemnih razmerij. Na podlagi tega spoznanja so bili kmalu izdani tudi vrednostni papirji, ki so imeli kritje v potrošniških kreditih, terjatvah iz najemnih razmerij, terjatvah iz kreditnih kartic ipd. V Franciji so bili v decembru leta 1994 izdani prvi vrednostni papirji, ki so imeli kritje v terjatvah na podlagi kreditnih kartic, še pred tem pa se je podobna izdaja zgodila leta 1987 s

¹⁵ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. Ed., *Asset-Backed Securities*, 1996, str. 5, (»After the United States, Europe is by far the leading country for asset securitisation.«).

¹⁶ Vinod Kothary's Securitisation Website: Evolution and history of securitisation, dostopno na internetni strani: <http://www.vinodkothary.com/enhist.htm>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁷ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), *Asset-Backed Securities*, 1996, str. 22.

¹⁸ *Ibid*, str. 5.

¹⁹ *Ibid*, str. 22.

²⁰ European Securitisation Forum: European Securitisation, A Resource Guide, dostopno na internetni strani: <http://www.europeansecuritisation.com/pubs/esfguide.pdf>, str. 1 nazadnje obiskana: 04.03.2008.

²¹ *Id.*

strani banke Republic Bank of Delaware, ki velja tudi za prvo izdajo vrednostnih papirjev, ki so bili kriti s terjatvami iz kreditnih kartic.²²

Prilagodljivost in zanimivost listinjenja je pritegnila finančne gigante, kot so Citibank, Unicredit Group, Bank of America, UBS ipd. in začeli so izdajati vrednostne papirje te vrste. Kot zanimivost pa velja še omeniti, da je listinjenje pritegnilo tudi druge, ki primarno niso povezani s finančnim trgom. Leta 1997 je namreč David Bowie izdal vrednostne papirje - obveznice, ki so bile krite z bodočimi prihodki od prodaje albumov, ki jih je izdal pred letom 1990. Te obveznice so bile poimenovane »Bowie Bonds«.²³ Dodatno so bili zavarovane še z zastavnimi pravicami na avtorskih pravicah na 287 skladbah s teh albumov. Za 55 milijonov \$ je obveznice odkupila družba Prudential Insurance Company, denar pa je David Bowie namenil za odkup pravic na svojih pesmih od bivšega producenta. Ta primer kaže, da je kot zavarovanje za izdajo vrednostnih papirjev oz. listinjenje mogoče uporabiti tudi pravice intelektualne lastnine. Temu so sledile še druge znane osebnosti, kot so James Brown, Ashford & Simpson in The Isley Brothers, ki so prav tako izdale podobne vrednostne papirje. Ti vrednostni papirji so po idejnemu voditelju David-u Pullman-u dobili skupni nadimek »Pullman Bonds«.

Prav na tem primeru pa lahko prikažemo tudi nevarnost, ki jih taki vrednostni papirji predstavljajo. V začetku leta 2004 je vodilna bonitetna agencija Moody's Investors Service spremenila bonitetno oceno obveznicam, ki jih je izdal David Bowie z A3 na Baa3, kar je le eno stopnjo nad »odpadno« stopnjo.²⁴ Razlog je bil upad prodaje njegovih skladb in znižanje bonitetne stopnje družbe, ki je bila pri tej transakciji porok. To pa je seveda pomenilo znižanje vrednosti teh obveznic iz česar je vidno potencialno tveganje, ki ga lahko vsebujejo vrednostni papirji, ki nastanejo z listinjenjem.

1.3 SLOVENIJA

Listinjenje v Sloveniji ni razširjeno, prav tako na tem področju skoraj ni zaslediti pravne prakse. Vse do sprejema ZHKO v začetku leta 2006, niti ni bilo prave zakonske podlage, ki bi omogočala varno izdajo obveznic, ki bi bile krite s terjatvami iz hipotekarnih posojil.²⁵

²² Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), *Asset-Backed Securities*, 1996, str. 4 in 6.

²³ WIKIPEDIA, Bowie Bonds, dostopno na internetni strani: http://en.wikipedia.org/wiki/Bowie_Bonds, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

²⁴ Out-Law.com, Bowie Bonds Nearing Junk Status, 22 April 2004, dostopno na internetni strani: <http://www.out-law.com/page-4393>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

²⁵ Ministrstvo za finance Republike Slovenije, *Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva*, projekt F, dostopno na internetni strani: <http://193.2.110.244/gu/projekti/nepremic/Podprojekt2.htm>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

Bankam tako ni bila dana možnost, da bi svoja hipotekarna stanovanjska posojila refinancirale z izdajo hipotekarnih obveznic ter si tako zagotovile cenejši način lastnega financiranja.²⁶

Prava pravna podlaga za druge oblike listinjenja, torej nehipotekarnega listinjenja, pa je bila dana s sprejemom novega Zakona o bančništvu – 1²⁷ (v nadaljevanju »ZBan – 1«) ZBan – 1 je namreč na splošno opredelil listinjenje z izrazom »sekuritizacija« in določil, da je to: »...posel ali shema, pri kateri se kreditno tveganje, povezano s posamezno izpostavljenostjo ali skupno izpostavljenostjo, razdeli na vsaj dva segmenta kreditnega tveganja in...«. Kar pa je najpomembnejše, opredelil je izraz, ki je v ZDA poznan pod angleškim izrazom Special Purpose Vehicle oz. SPV. Imenoval jo je kot »pravno osebo s posebnim namenom sekuritizacije« ter določil pogoje, ki jih mora taka pravna oseba izpolnjevati. S tem je namreč nakazana mogoča smer razvoja listinjenja v Sloveniji in sicer s pomočjo, posebej za ta namen ustanovljenih družb oz. SPV-jev.

Pomanjkanje »prave« pravne podlage pa nikakor ne pomeni, da listinjenje v Slovenskem pravnem sistemu, do sprejema omenjenih dveh zakonov, ni bilo mogoče. Za listinjenje so se namreč uporabljala splošna pravila civilnega in gospodarskega prava. Prvi primer listinjenja pri nas se je zgodil že v novembru leta 1995, ko je Nova Ljubljanska Banka, d.d. izvedla listinjenje posojil po ameriškem zgledu.²⁸ Izdajatelju obveznic je prodala zelo kakovostne terjatve in si s tem izboljšala svojo likvidnost. Drug večji in izjemno odmeven primer listinjenja pa je bila izdaja hipotekarnih obveznic s strani družbe BTC, d.d., ki pa, kot bomo videli kasneje, niso prave hipotekarne obveznice, v skladu s slovensko trenutno veljavno zakonodajo.

S sprejemom zgoraj omenjenih dveh zakonov je bila dana dejanska pravna podlaga za uveljavitev in razvoj listinjenja v Sloveniji. Poudariti je potrebno, da obstaja v Sloveniji velik potencial za izvajanje listinjenja.²⁹

²⁶ Ministrstvo za finance Republike Slovenije, Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, projekt F.

²⁷ ZBan -1, Ur. l. RS, št.: 131/2006.

²⁸ Mejač Krassing, A., Listinjenje v Sloveniji, Bančni vestnik 5/97.

²⁹ Mayer, Brown, Rowie & Maw, At a Glance, Securitisation in Slovenia: Some legal Issues, February 2007.

DRUGI DEL

2. TEMELJNI MEHANIZEM LISTINJENJA

Listiniti je mogoče katerokoli premoženje oz. terjatev, ki je dovolj velika in homogena, katere velikost je mogoče razumno ugotoviti in katere bodoči denarni tok je razmeroma predvidljiv.³⁰ Zaradi različnosti terjatev, ki jih je mogoče listiniti in nenazadnje zaradi mnogih načinov listinjenja bo v nadaljevanju predstavljena osnovna oblika in temeljni mehanizem po ameriškem zgledu. Zakonitosti in posebnosti, ki bodo ugotovljene je mogoče smiselno uporabiti tudi v slovenskem pravnem sistemu. Kot že omenjeno pa se je sistem listinjenja v ZDA odvijal dvotirno in sicer s pomočjo države oz. različnih državnih agencij in po drugi strani, s pomočjo zasebnih institucij. Pregled v nadaljevanju bo osredotočen predvsem na listinjenje preko zasebnih institucij, ki je nedvomno zanimivejši za slovenski pravni sistem, saj v Sloveniji trenutno še ne poznamo državne institucije, katere dejavnost bi bila listinjenje terjatev oz. premoženja.

2.1 GOSPODARSKI RAZLOGI

Gospodarske razloge za listinjenje lahko v grobem delimo v dve večji skupini, ki pa seveda nista izključni.

Listinjenje pomeni način cenejšega financiranja. Pri listinjenju je namreč tveganje odvisno predvsem od kakovosti in količine sredstev, ki služijo kot zavarovanje za poplačilo terjatve in ne npr. od same kreditne sposobnosti določenega kreditojemalca, kar je značilnost tveganja pri klasičnih bančnih kreditih. Poleg tega je tveganje močno zmanjšano z razpršenostjo terjatev ter običajno velikega obsega le teh. Pri listinjenju gre namreč za združitev velike količine različnih terjatev oz. premoženja v pakete in njihova prodaja ter izdaja vrednostnih papirjev na njihovi podlagi. Prav ta razpršenost in velik obseg terjatev pa zmanjšujeta tveganje, katerim so vrednostni papirji izpostavljeni. Manjše tveganje pa v načelu pomeni nižje obresti. Pri tem pa ne smemo spregledati pomembne lastnosti listinjenja in sicer, da ne ustvarja novega tveganja, niti tveganja v celoti gledano ne zmanjšuje, temveč ga le prenaša oz. razprši med druge subjekte.³¹

³⁰ Janevska, L., Prenos kreditnega tveganja, dostopno na internetni strani: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

³¹ *Id.*

Po drugi strani pa gre pri listinjenju za način »izboljšanja« bilance banke ali drugega subjekta (originatorja).³² Originator, ki ima v svoji bilanci večjo količino terjatev z različno stopnjo tveganja, ima zaradi tega slabšo bonitetno oceno, saj vsaka terjatev nedvomno predstavlja vsaj določeno stopnjo tveganja. S tem, ko originator izloči te terjatve iz svoje bilance v zameno dobi likviden denar, posledično pa to pomeni izboljšanje aktive njegove bilance in nenazadnje pridobitev boljše bonitetne ocene. Poleg tega pa SPV, ki ima v svoji bilanci izključno sredstva (terjatve), ki jih je odkupil od originatorja, dosega boljše bonitetno oceno, kot bi jo originator, če bi te terjatve zadržal v svoji bilanci, pomešane z ostalimi terjatvami.³³ Na tem mestu bi lahko govorili celo o dvojnem pozitivnem učinku. Listinjenje zagotavlja »boljšo« razpršenost tveganja in tako povečuje splošno finančno stabilnost.³⁴

2.2 OPREDELITEV GLAVNIH SUBJEKTOV

Listinjenje je način prerazporeditve tveganja, saj tradicionalno tveganje, ki so ga doslej nosile banke prerazporedi med večje število udeleženih subjektov, od katerih vsak nosi del tveganja.³⁵ Pri običajni transakciji listinjenja so udeleženi: posojilojemalec (*ang.* Borrower), posojilodajalec oz. originator (*ang.* Originator), SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle oz. SPV), skrbnik (*ang.* Servicer), fiduciar (*ang.* Trustee), garant kreditne bonitete (*ang.* Credit Enhancer), bonitetne agencije (*ang.* Rating Agency), kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev oz. svetovalec (*ang.* Underwriter) in investitorji (*ang.* Investors).³⁶ Pri tem pa lahko udeležence listinjenja v grobem delimo na dve skupini: na glavne udeležence oz. glavne stranke transakcije, to so originator, SPV in investitorji in na stranske udeležence, ki načeloma niso neposredno udeleženi.³⁷

Poudariti je potrebno, da glede na že omenjene različne oblike listinjenja, to niso vsi subjekti, ki so lahko udeleženi pri listinjenju. Poleg tega velja, da je katerikoli izmed njih lahko tudi banka.³⁸ Nenazadnje pa niti ni potrebno, da so pri določeni obliki listinjenja

³² Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 4.

³³ Schwarcz, S. L., The Alchemy of Asset Securitisation 1 Stan J.L. Bus. & Fin., 1994, str. 137.

³⁴ Križaj, M., Novi kapitalni standardi – BASEL II, Kontrolorjev glasnik, Številka 8, april 2003, dostopno na internetni strani: <http://www.mik.si/solak/literatura/Kontrolorjev%20glasnik%20%C5%A1t.%2008.pdf>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

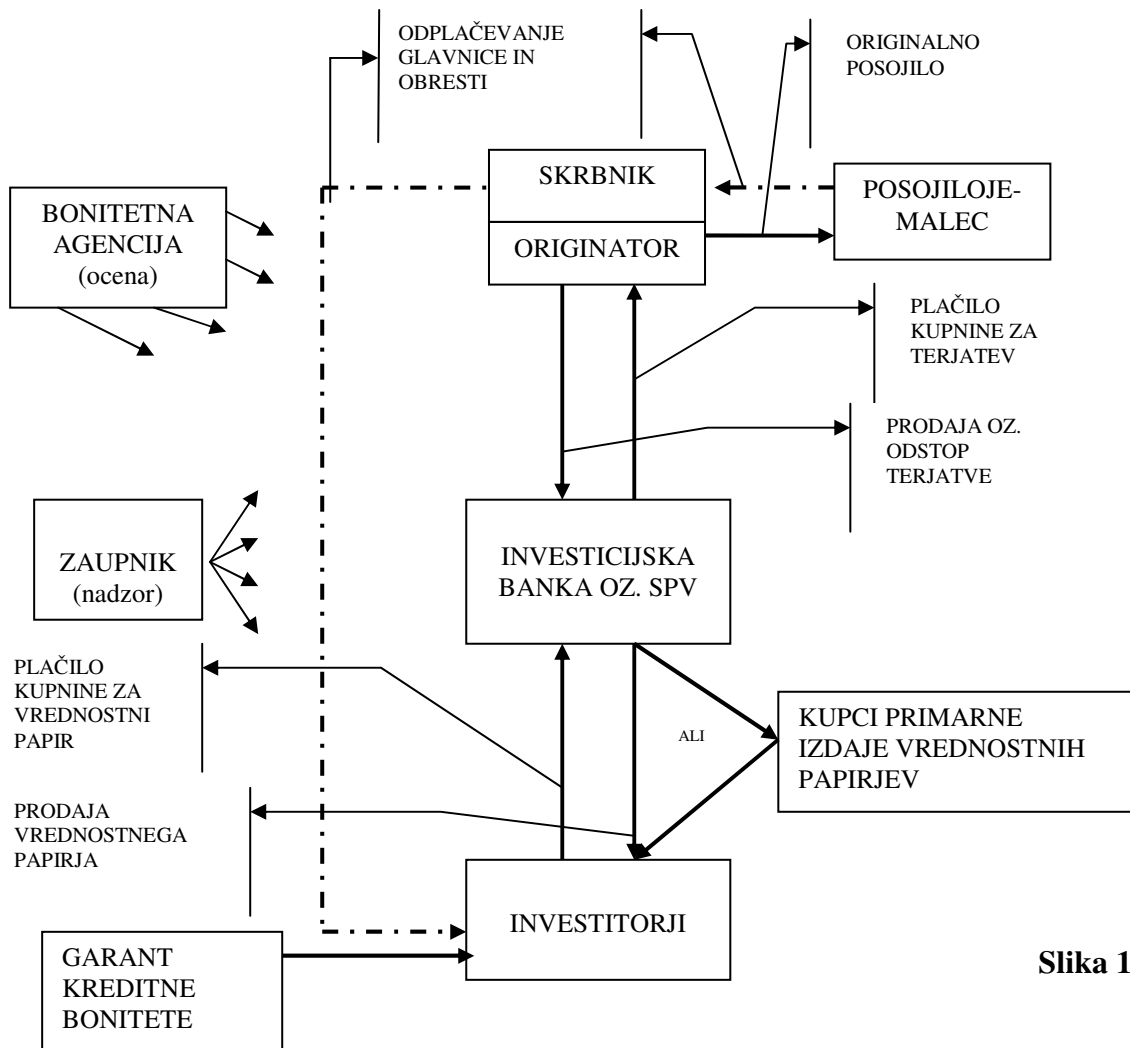
³⁵ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 7.

³⁶ *Ibid.*, str. 7-12; glej tudi Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 109-114.

³⁷ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje, dostopno na internetni strani: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/10788.pdf>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

³⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document, Asset Securitisation, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, January 2001, str. 1, dostopno na internetni strani:

prisotni vsi naštetih.³⁹ Na **Sliki 1** je prikazana osnovna struktura listinjenja, v nadaljevanju pa so na kratko opisani posamezni subjekti.



Slika 1

2.2.1 Posojilojemalec

Posojilojemalec (*ang.* Borrower) je prvi člen v verigi in subjekt, ki je odgovoren za poplačilo temeljne obveznosti in tako za dokončno uspešno izvedbo in poplačilo terjatev, ki so podlaga za izdaji vrednostnega papirja.⁴⁰ Gre za subjekt, ki npr. najame kredit pri banki ali drugi finančni instituciji (originatorju), terjatev, ki jo ima banka proti njemu pa je običajno

<http://www.bis.org/publ/bcbsca06.pdf>, nazadnje obiskana: 04.03.2008, glej tudi: Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 7.

³⁹ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje.

⁴⁰ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 8.

zavarovana z zastavno pravico na določeni nepremičnini (hipoteka) ali premičnini (zastavna pravica ali drugo zavarovanje), s predvidenimi bodočimi denarnimi tokovi ali na drug način, lahko pa seveda sploh ni zavarovana.⁴¹ Primeri terjatev, ki niso zavarovane so npr. terjatve iz kreditnih kartic in potrošniška posojila. Posojilojemalec pogosto ni obveščen oz. ni nujno, da bi bil obveščen o prodaji oz. odstopu terjatve,⁴² ki jo ima originator proti njemu, zato originator pogosto uspe obdržati posloven odnos direktno z njim. Posojilojemalec je lahko katerakoli pravna oseba, tudi oseba javnega prava, lahko pa tudi določena banka. V zadnjem času je postalo običajno, da se kategorizacija v bonitetne razrede opravi že na stopnji posojilojemalca in sicer se jih razvršča v razrede od A do D, pri čemer je posojilojemalec razreda A tak, ki ima razmeroma kvalitetno kreditno zgodovino z malo oz. nobenimi pomanjkljivostmi in s solidno zmožnostjo poravnave dolgov. Medtem ko pomeni posojilojemalec razreda D veliko tveganje, saj ni sposoben pravočasno izpolnjevati svojih obveznosti oz. ima težave z likvidnostjo.⁴³ Kvaliteta vrednostnega papirja, ki nastane z listinjenjem je posledično odvisna od kvalitete oz. razreda posojilojemalca, pri čemer pa je potrebno poudariti, da ta odvisnost ni direktna, saj gre pri listinjenju za večji pool terjatev oz. večje število posojilojemalcev in posamezen posojilojemalec tako prispeva le določen sorazmeren del k bonitetni oceni vrednostnega papirja.

2.2.2 Posojilodajalec oz. originator

Originator (*ang.* Originator) je subjekt, ki odobri posojilo in s tem pridobi terjatev proti posojilojemalcu oz. je lastnik premoženja, ki bo služilo za listinjenje.⁴⁴ Terjatev je pogosto tudi zavarovana in sicer z določenim dodatnim premoženjem. Originatorji so običajno večje finančne institucije, največji proizvajalci avtomobilov, komercialne banke, proizvajalci računalnikov in računalniške opreme, proizvajalci letal, zavarovalnice, druge finančne institucije ipd. Proizvajalci različnih sredstev, kot so proizvajalci avtomobilov, letal, računalnikov namreč pogosto uporabljajo listinjenje za pokritje trenutnega primanjkljaja, ki ga imajo zaradi terjatev, ki so jih pridobile s prodajo njihovih primarnih produktov v postopku normalnega poslovanja in ki še niso poplačane.⁴⁵ Posojilodajalec je torej subjekt, ki proda oz. s cesijo odstopi svoje terjatve proti tretjim osebam določeni investicijski banki ali pa posebej

⁴¹ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje.

⁴² Zwitter-Tehovnik, J., Die rechtlichen Rahmenbedingungen von Securitizations in Slowenien, RDB Eastlex Database, Eastlex 2004.

⁴³ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 8, 9.

⁴⁴ WIKIPEDIA, Securitisation, dostopno na internetni strani: http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitisation, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

⁴⁵ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 9.

za ta namen ustanovljeni družbi oz. SPV-ju.⁴⁶ Ena izmed možnosti pa je seveda tudi oblika, ki je bila uvedena v slovenski sistem s sprejemom Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, ki bo podrobneje obrazložena kasneje.

2.2.3 Skrbnik

Za skrbnika (*ang.* Servicer) je značilno, da upravlja s premoženjem, ki je namenjen zavarovanju poplačila glavne terjatve, oz. poplačilu obveznosti iz vrednostnih papirjev, ki so nastali z listinjenjem (kritno premoženje). Zanimivo pri tem subjektu je, da lahko originator po prodaji terjatev investicijski banki ali SPV-ju ostane skrbnik in tako še naprej skrbi za premoženje,⁴⁷ lahko pa se ta naloga prenese na poseben subjekt, ki skrbi za premoženje v skladu s posebno pogodbo (skrbnik v pravem pomenu besede). Naloga skrbnika je odvisna od skrbniške pogodbe, običajno pa obsega upravljanje s premoženjem, skrbi za nemoteno odplačevanje dolga s strani posojilojemalcev, lahko pa tudi za likvidacijo premoženja, ki služi kot zavarovanje za terjatev, v primeru, da pride do potrebe po tem. Dodatno je naloga skrbnika tudi, da predstavlja administrativno podporo fiduciarju (katerega obveznost je, da štiti interese investitorjev – glej točko 3.2.6). Za fiduciarja namreč pripravlja mesečna, četrletna letna in druga poročila ipd. Skrbniku običajno pripada fiksno nadomestilo za skrbništvo.

2.2.4 SPV

Originator običajno ustanovi posebno družbo oz. SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle) katere edini namen je nakup terjatev od originatorja.⁴⁸ Glavni pogoj pri tem je, da mora biti SPV popolnoma samostojna pravna osebnost, ki je pravno popolnoma ločena od originatorja, kar pride še posebej do izraza v primeru stečaja katerega izmed njiju, kar bo nadrobneje obrazloženo kasneje. Seveda pa pravna ločenost ne pomeni tudi dejanske ločenosti originatorja in SPV-ja, saj je originator pogosto ustanovitelj SPV-ja in tako lastnik deležev, s tem pa poseduje tudi upravljalne pravice nad SPV-jem. Zaradi tega pa je pomembno, da ima SPV neodvisno upravo.⁴⁹ Originator torej prenese premoženje na SPV,⁵⁰ ki v drugem koraku izda vrednostne papirje, ki imajo kritje v določenem premoženju, za katerega se je uveljavil izraz kritno premoženje. Take vrednostne papirje proda investitorjem,⁵¹ izkupiček pa nameni

⁴⁶ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation* 1 Stan J.L. Bus. & Fin., 1994, str. 135.

⁴⁷ Comptroller's Handbook, *Asset Securitisation*, November 1997, str. 10.

⁴⁸ Sistem, ki se je razvil v ZDA.

⁴⁹ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 136.

⁵⁰ *Ibid.*, str. 135.

⁵¹ *Id.*

za poplačilo originatorja oz. kot plačilo za terjatve oz. premoženje, ki je služilo kot podlaga za lastninjenje.

2.2.5 Investitorji

Investitorji (*ang.* Investors) so kupci vrednostnih papirjev, ki imajo kritje v osnovnih terjativah, oz. v njihovem kritnem premoženju. Največji investitorji v take vrednostne papirje so običajno pokojninski skladi, zavarovalnice, upravljalci skladov, lahko pa tudi poslovne banke.⁵²

2.2.6 Fiduciar

Fiduciar (*ang.* Trustee) je subjekt, ki v prvi vrsti ščiti interese investitorjev. Gre za zaupno razmerje med investitorji in fiduciarjem. Obseg fiduciarjevih nalog je odvisen od vsebine konkretne fiduciarne pogodbe. Običajno pa fiduciar deluje kot neke vrste nadzornik in pazi, da denarni tok poteka pravilno ter skrbi, da vse stranke pravilno izpolnjujejo obveznosti. V ta namen mu morata originator in skrbnik (če nista združeni v isti osebi) redno poročati. Na podlagi informacij, ki jih prejme, pa je fiduciar zavezan, da postopek redno spremlja in skrbi, da celotna transakcija pravilno poteka.

2.2.7 Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev oz. svetovalec

Prodaja vrednostnih papirjev končnim investitorjem lahko poteka na dva načina. Prvi način je, da izdajatelj vrednostnih papirjev le te proda direktno investitorjem ali pa to stori s pomočjo kupca primarne izdaje vrednostnih papirjev. Kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev (*ang.* Underwriter) lahko svetuje prodajalcu vrednostnih papirjev oz. SPV-ju, kako strukturirati vrednostni papir, kakšna naj bo cena in kako vrednostni papirji prodati investitorjem, lahko pa vrednostne papirje kupi tudi sam in jih proda naprej investitorjem s katerimi ima običajno poslovne odnose. Underwriter lahko torej deluje v dveh vlogah: v svetovalni, kadar samo pomaga SPV-ju pri izdaji vrednostnih papirjev, lahko pa vrednostne papirje kupi sam, kot kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev in jih proda naprej. Kot vidimo je končni učinek v obeh primerih zelo podoben. Underwriter je pogosto borzno-posredniška družba, ki ima potrebno znanje.

2.2.8 Garant kreditne bonitete

Pri garantu kreditne bonitete (*ang.* Credit Enhancer) gre na nek način za garanta, ki jamči, da bo poplačal glavnico in obresti v primeru, da bo denarni tok osnovne terjatve oz.

⁵² Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 12.

premoženja premajhen za poplačilo investitorjev v določenem časovnem okviru.⁵³ Garant kreditne bonitete je potreben za izboljšanje bonitetne ocene vrednostnim papirjem, kar seveda vpliva tudi na njihovo ceno, ki se posledično zviša. Smiselno je, da ima garant kreditne bonitete vsaj tako visoko bonitetno oceno, kot bi jo želeli imeti za vrednostne papirje, za katere jamči. Običajno so garanti kreditne bonitete visokokakovostne banke, kakovostne zavarovalnice itd.⁵⁴ V tem primeru bi šlo za zunanjo garancijo kreditne bonitete. Druga možnost pa je notranja garancija kreditne bonitete, ki se pojavlja v različnih oblikah, odvisna pa je od notranje strukture, kot je subordinacijska struktura, notranje rezerve ipd.⁵⁵

2.2.9 Bonitetne agencije

Bonitetne agencije (*ang.* Rating Agencies) so na nek način ključen subjekt v procesu listinjenja. Dandanes so namreč skoraj vsi vrednostni papirji, ki imajo kritje v premoženju, razvrščeni v bonitetne razrede v odvisnosti od njihove kvalitete, pri čemer se osredotočajo predvsem na kreditno tveganje posameznega vrednostnega papirja. Bonitetne agencije uživajo velik ugled, saj običajno zaposlujejo visokokvalificirane strokovnjake, ki posedujejo znanje za izdelavo kakovostne ocene. Na podlagi bonitetne ocene bonitetne agencije se določi cena vrednostnega papirja, saj bonitetne agencije neprestano ocenjujejo riziko, ki ga določen vrednostni papir predstavlja.

2.2.10 Drugi

Transakcija listinjenja vsebuje mnogo pomembnih pravnih, finančnih in drugih vprašanj, vključno s tistimi, ki npr. izvirajo iz nepremičninskega prava, davčnega prava, stečajnega prava, prava vrednostnih papirjev itd. Zaradi tega, so v sami transakciji nepogrešljivi tudi pravniki, ekonomisti, računovodje in drugi strokovnjaki.⁵⁶

2.3 STRUKTURA TRANSAKCIJE

Sama transakcija listinjenja se začne z odločitvijo originatorja, da bo določene terjatve, ki jih ima proti tretjim, izločil iz svoje bilance, ter jih prodal⁵⁷ oz., da bo listinil določeno stvarno premoženje. Pri tem ima več možnosti. Lahki npr. proda terjatve določeni investicijski banki ali drugemu subjektu ali pa sam ustanovi posebno družbo – SPV (*ang.* Special Purpose Vehicle) ter nanjo prenese oz. ji proda te terjatve. Velja sicer, da naj bi bilo listinjenje preko

⁵³ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 11.

⁵⁴ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), Asset-Backed Securities, 1996, str. 252.

⁵⁵ *Id.*

⁵⁶ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 113.

⁵⁷ Schwarcz, S. L., The Alchemy of Asset Securitisation, 1994, str. 135.

investicijske banke varnejše, saj so nadzor in zahteve v bančni sferi večje, vendar v samem poteku transakcije, med temi možnostmi ni večjih razlik. V nadaljevanju bo zato predstavljena splošna struktura listinjenja preko, posebej za ta namen ustanovljene družbe – SPV-ja. Poleg tega je to na nek način tudi najbolj razširjena oblika listinjenja.

Transakcijo listinjenja lahko razdelimo v štiri faze:⁵⁸ (i) ustanovitev SPV-ja, (ii) originator se odloči, katere terjatve (lahko tudi bodoče bodoče) bo izločil in jih proda SPV-ju (načelno se to zgodi s cesijo, pri čemer običajno že po samem zakonu preidejo tudi povezane pravice oz. zavarovanja), (iii) SPV izda vrednostne papirje (iv) in jih posreduje (proda) investitorjem, izkupiček pa nameni originatorju, kot kupnino za premoženje.⁵⁹

2.3.1 Ustanovitev in pravna narava SPV-ja

SPV je pravna oseba, ki je ustanovljena v skladu z zakoni, ki urejajo gospodarske družbe. Običajno so SPV-ji ustanovljeni kot delniške družbe, komanditne družbe in družbe z omejeno odgovornostjo.⁶⁰ Vse pogosteje pa je ustanovljen v obliki posebnega sklada v skladu z angloameriškim pravnim sistemom (*ang. Common-law Trust*).⁶¹

S stališča samega listinjenja in varstva investitorjev je ustanovitev SPV-ja ključnega pomena.⁶² Z ustanovitvijo pravne osebe, ki je povsem ločena od originatorja se namreč močno zmanjšajo možnosti, da bi premoženje, ki je bilo podlaga za listinjenje, v primeru stečaja originatorja, prišlo nazaj v njegovo stečajno maso.⁶³ Pravna ločenost pa seveda ne pomeni, da ne sme biti med njima nikakršne povezave. Originator je pogosto ustanovitelj in lastnik poslovnih deležev v SPV-ju. Poleg zahteve, da mora biti SPV pravno povsem ločena oseba od originatorja običajno obstajajo še dodatni pogoji. Pomembna je npr. omejitev poslovnih dejavnosti s katerimi se SPV ukvarja samo na tiste, ki so nujno potrebne za odkup terjatev in izdajo vrednostnih papirjev. Taka omejitev je običajno določena že v ustanovitvenih aktih in služi predvsem temu, da SPV ne opravlja drugih dejavnosti, ki niso povezane s samim listinjenjem, saj bi le to lahko ogrozilo investitorje in njihove interese.⁶⁴

⁵⁸ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje.

⁵⁹ Glej: Slika 1.

⁶⁰ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 119 – 121.

⁶¹ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), Asset-Backed Securities, 1996, str. 242 – 245.

⁶² Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 114: »The creation of a bankruptcy remote SPV is a critical part of the overall goal to isolate the assets that are the basis for securitisation.«

⁶³ Sidley Austin Brown & Wood LLP, Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicle, dostopno na internetni strani: http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036_041.htm, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

⁶⁴ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 114.

Nadalje je zelo pomembno, da se SPV-ju onemogoči, da bi najemal kredite ali prevzemal kakršnekoli dodatne obveznosti, ki ne bi bile povezane s samo strukturo listinjenja.⁶⁵ Namen take prepovedi je v zmanjšanju možnosti, da bi kdorkoli, z izjemo investitorjev, imel moč sprožiti stečajni postopek nad SPV-jem.⁶⁶ Dodatno pa poznamo še določbe o vrsti poslovdje, ni naj ga SPV ima. Zakon v ZDA npr. določa, da mora imeti SPV izključno enega neodvisnega poslovdjo in pri tem postavlja še dodatne pogoje. Poslovdja namreč v zadnjih dveh letih ni smel biti: družbenik, poslovdja, delojemalec SPV-ja ali z njim povezane družbe, nadalje ni smel biti povezan s pomembnejšo stranko ali dobaviteljem SPV-ja ali z njim povezane družbe, niti ni smel biti zakonski par, oče ali mati, brat ali sestra ali otrok take osebe. Zaradi zagotovitve popolne neodvisnosti takega poslovdje nekateri ustanovitveni akti SPV-jev določajo, da direktor nima nikakršne obveznosti do družbenikov SPV-ja. S tem naj bi poudarili njegovo zvestobo SPV-ju, kar vključuje tudi zvestobo investitorjem.

Kljub vsem zahtevam, ki v praksi veljajo v zvezi z ustanovitvijo in delovanjem SPV-ja je potrebno poudariti, da gre pri vseh teh dodatnih pogojih le za zmanjševanje možnosti, da SPV oz. njegovo premoženje pride v stečaj in ne za popolno odpravo le te.⁶⁷

Stopnja možnosti konsolidacije originatorja in SPV-ja pa je, v primeru stečaja prvega, seveda v veliki meri odvisna prav od pravnega sistema, v katerem se transakcija listinjenja izvaja. Za ZDA je npr. značilno, da se stečajna sodišča pogosto označujejo kot »sodišča pravičnosti« in ne »sodišča prava«, kar pomeni, da imajo sodišča veliko diskrecijo.⁶⁸ Lahko namreč odločajo po pravičnosti in ne po strogih določbah zakona. Po drugi strani, pa je sodišče enajstega okrožja v ZDA, v zadevi *Eastgroup Props v. Southern Motel Assoc, Ltd*, zavzelo bolj liberalno stališče, ko je menilo, da je osnovni kriterij pri odločanju o tem, ali naj se konsolidacija izvede, v presoji, ali ekonomski razlogi dolžnikove ločenosti prevladajo nad ekonomskimi razlogi konsolidacije.⁶⁹

Diskrecija sodišča pri tem, ko odloča o vprašanju, ali naj se premoženje SPV-ja konsolidira s premoženjem originatorja nad katerim je bil začel stečajni postopek, seveda že sama po sebi govori v škodo transakciji listinjenja. Možnost, da bo kritno premoženje, ki služi

⁶⁵ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 135.

⁶⁶ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), *International Asset Securitisation*, 1995, str. 114.

⁶⁷ *Ibid*, str. 115.

⁶⁸ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), *Asset-Backed Securities*, 1996, str. 245.

⁶⁹ In *Eastgroup Props v. Southern Motel Assoc, Ltd.*, (935 F.2d 245 – 11th Cir. 1991) the Eleventh Circuit opened that the »basic criterion by which to evaluate a proposed substantive consolidation is whether 'the economic prejudice of continued debtor separateness' outweighs 'the economic prejudice of consolidation'« such that the proponent of substantive consolidation must show that: (i) there is substantial identity between the entities to be consolidated; and (ii) consolidation is necessary to avoid some harm or to realize some benefit.

kot osnova za listinjenje, na kakršenkoli način prišlo v stečajno maso originatorja namreč zmanjšuje zanimivost tovrstnih vrednostnih papirjev.

2.3.2 Prodaja in prehod terjatev oz. drugega premoženja

Pomemben element transakcije listinjenja je način prehoda sredstev, ki so osnova za listinjenje, v pravno sfero SPV-ja. V angloameriškem pravnem sistemu se je razvil institut »true sale«, ki omogoča, da določena terjatev, ki jo ima originator proti svojemu dolžniku, s prodajo (cesijo)⁷⁰ tudi pravno pride v sfero SPV-ja in tako postane njegova last.⁷¹ S popolnim prehodom same terjatve pa preidejo tudi morebitne povezane pravice, ki služijo kot zavarovanje. V tem primeru namreč na terjatev v primeru stečaja originatorja ni mogoče poseči.

Če pustimo ob strani možnost konsolidacije SPV-ja z originatorjem, o katerem je govor zgoraj, obstajajo še nadaljnje možnosti, da premoženje kasneje pride nazaj v stečajno maso originatorja. Upniki originatorja lahko pod določenimi pogoji izpodbijajo prehod premoženja na SPV.⁷² Lahko npr. trdijo, da pri taki transakciji ni šlo za prodajo premoženja, ampak samo za njegovo zastavo. Pri tem ni pomembno, kako sta stranki transakcijo dejansko poimenovali. Nadalje pa lahko zahtevajo še, da sodišče ugotovi, da je pri transakciji prišlo do oškodovanja upnikov. V nadaljevanju bosta na kratko predstavljeni obe možnosti izpodbijanja prenosa premoženja.

2.3.2.1 Način prehoda premoženja in institut »true sale«

Večina poslov listinjenja oz. izdaje vrednostnih papirjev, ki so kriti z določenim premoženjem, je izvedena s prenosom premoženja originatorja na pravno osebo, ki izda take vrednostne papirje oz. na SPV.⁷³ Temeljni element celotne transakcije je prav način prehoda premoženja.⁷⁴ Kot že omenjeno se je v angloameriškem sistemu razvil institut »true sale«, ki

⁷⁰ Clark, B., *The Law of Secured Transaction under the Uniform Commercial Code*, Second edition, Warren, Gorham & Lamont, Boston, New York, 1988, paragraf 2.16.

⁷¹ Kothari, V., *Securitisation, The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore, 2006, str. 8.

⁷² Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), *International Asset Securitisation*, Lloyd's 1995, str. 130.

⁷³ Bhattacharya, A. K. In Fabozzi, F. J. (Ed.), *Asset-Backed Securities*, The TREPP Group, Frank J. Fabozzi & Associates, 1996, str. 18: »Most ABS transactions involve the transfer of assets from the originator to a bankruptcy remote issuing authority.«

⁷⁴ Calomiris, C. W., Mason, J. R., Working Paper No. 03-07, *Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, April 2007, dostopno na internetni strani: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedpwp/03-7.html>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

omogoča popolno izločitev premoženja iz pravne sfere originatorja in njegov prehod (prodajo) v pravno sfero SPV-ja.⁷⁵

Bistven element »true sale« transakcije listinjenja je dejstvo, kdo ima po opravljeni transakciji lastninsko pravico na terjatvi oz. premoženju, ki se listini. Če je terjatev oz. premoženje še naprej v lasti originatorja, o »true sale« transakciji ne moremo govoriti. V tem primeru investitorji, ki so investirali v vrednostne papirje, izdane s strani SPV-ja, niso zavarovani, saj vrednostni papirji »nimajo« lastnega kritnega premoženja.

V kolikor pa je terjatev prešla v last SPV-ja oz. pri določeni obliki listinjenja posledično, preko izdanih vrednostnih papirjev v last investitorjev, govorimo o »true sale« transakciji,⁷⁶ ki ima vse zgoraj opisane lastnosti in prednosti.

Pri odločanju o tem, ali naj neko transakcijo obravnavajo kot »true sale« transakcijo, z učinki dejanskega prehoda lastninske pravice, ali pa npr. samo kot finančni sporazum, pri katerem se premoženje uporablja le za zavarovanje, so sodišča v ZDA razvila več kriterijev, in sicer:⁷⁷

- ali SPV kot prevzemnik skrbi za premoženje,
- obstoj in višina provizije, ki jo SPV plača originatorju,
- na čigavi strani je breme naključnega uničenja premoženja in druga bremena povezana s tem,
- ustaljeni poslovni običaji med strankama, vključno z njunim dejanskim obnašanjem in odnosom,
- kolikšno je plačilo v zameno za premoženje in
- splošna struktura transakcije skupaj s spremljajočo dokumentacijo.

Sodišča so večinoma kot glavni faktor pri njihovi odločitvi upoštevala prav način oz. obseg prehoda bremen in koristi, ki jih daje lastništvo določenega premoženja. Pri tem pa je bil velik pomen posvečen tudi dejanskemu namenu, ki so ga stranke pri transakciji imele.⁷⁸

Končni učinek, ki ga dosežemo z institutom »true sale« je, da se lahko potencialni investitor, ki se odloča o investiciji v določene vrednostne papirje, osredotoči le na kakovost

⁷⁵ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 135.

⁷⁶ Vinod Kothari's Securitisation Website, *The true sale question*, dostopno na internetni strani: <http://www.vinodkothari.com/truesale.htm>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

⁷⁷ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), *International Asset Securitisation*, 1995, str. 130, 131.

⁷⁸ *Id.*

premoženja, ki je osnova za izdajo takih vrednostnih papirjev.⁷⁹ Tako se izogne običajno zamudnemu in dragemu pravnemu pregledu originatorja (*ang.* Due Diligence), kot so finančni položaj, morebitna grozeča insolventnost ipd.⁸⁰ Upniki originatorja namreč ne morejo poseči pa premoženju, ki je bilo pravilno preneseno na SPV in ki služi kot kritno premoženje za vrednostne papirje. V kolikor pri prehodu premoženja v postopku listinjenja ni mogoče govoriti o »true sale« transakciji, so potencialni investitorji ranljivi za vse zahteve, ki jih imajo tretji proti originatorju. Tretji (upniki originatorja) lahko v tem primeru zahtevajo, da sodišče spozna neko prodajo premoženja SPV-ju kot »navidezno«. S tem pa je premoženje last originatorja in tako posledično del njegove stečajne mase.

Po drugi strani pa pravna ločitev premoženja seveda ščiti tudi originatorja,⁸¹ kajti tudi »obrnjeno jamstvo« je izključeno. S tem, ko je ustanovljena posebna pravna oseba – SPV in je nanj preneseno premoženje, na podlagi katerega so izdani vrednostni papirji, originator ni z ničemer zavezan do investitorjev v te vrednostne papirje, razen v kolikor bi za to prevzel posebno izrecno obveznost. Investitorji se lahko v tem primeru za poplačilo obrnejo le na SPV in posežejo le po kritnem premoženju.⁸²

V kolikor želita stranki doseči učinek »true sale« prehoda premoženja morata v dokumentih jasno določiti, da prodajalec prodaja in prenaša vse svoje pravice (lastninsko pravico in druge pravice, vključno s pravico do obresti) v zvezi s premoženjem na kupca in da so te pravice proste vseh zahtevkov in pravic tretjih in da ima kupec odslej koristi in bremena, ki izvirajo iz lastništva prenesenega premoženja.⁸³ Poleg tega pa morajo biti izpolnjeni še dejanski, zgoraj opisani pogoji, ki se zahtevajo, da je neko prodajo premoženja mogoče šteti kot »true sale« prodajo.

Omeniti pa velja še dodatno možnost prenosa premoženja na SPV. Originator namreč lahko prenese premoženje kot stvarni vložek pri ustanovitvi SPV-je kot pravne osebe, s čemer pa se, zaradi obsežnosti, v tem delu ne bom podrobneje ukvarjal. Ta oblika pride še posebej do izraza pri skladu, v skladu z angloameriškim pravnim sistemom. V osnovi, v tem sistemu

⁷⁹ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 135.

⁸⁰ European Securitisation Forum, *A Resource Guide*, str. 2.

⁸¹ American Securitisation Forum, *Statement of Cameron L. Cowan*, str. 4.

⁸² *Id.*

⁸³ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), *International Asset Securitisation*, 1995, str. 133: »The documents executed between the parties should clearly indicate the seller has sold and transferred all of its rights, title and interests in and to the mortgage assets to the buyer, free and clear of all adverse claims, rights and interests therein and passed legal title thereto, and the buyer has benefits and burdens of ownership thereof.«

originator izloči del premoženja in ustanovi sklad, ki izda papirje različnih vrst (participativne certifikate, investicijske certifikate in certifikate prodajalca) ter jih proda investitorjem.⁸⁴

2.3.2.2 Oškodovanje upnikov

Pomemben vidik prehoda premoženja iz pravne sfere originatorja v pravno sfero SPV-ja, ki vpliva na varnost investitorjev v vrednostne papirje pa je tudi institut oškodovanja upnikov.⁸⁵ Pri tem ne gre za način prehoda premoženja oz. za vprašanje ali je mogoče neko transakcijo opredeliti kot »true sale« prehod premoženja. Poenostavljeno rečeno, gre za to, ali je bil nek prehod premoženja (ki lahko sicer izpolnjuje vse zahteve za »true sale« transakcijo) izveden po tržnih cenah, ali je bil izveden z namenom oškodovanja upnikov in ali ima ta prodaja za posledico insolventnost dolžnika.⁸⁶ Tudi v teh primerih lahko upniki originatorja izpodbijajo veljavnost prenosa premoženja na SPV.

Stečajni zakon ZDA (US Bankruptcy Code) in mnogi drugi primerljivi zakoni različnih pravnih redov določajo pogoje pod katerimi je nek prenos premoženja, ki je bil opravljen v določenem obdobju pred dnevom sprožitve stečajnega postopka (običajno eno leto), mogoče izpodbijati.

Tako transakcijo je mogoče izpodbijati, če je dolžnik⁸⁷ (v primeru listinjenja je to originator):

- izvedel transakcijo listinjenja z dejanskim namenom oškodovanja in ogoljufanja upnikov,
- je bila kupnina za prenos manjša, kot bi bilo razumno, glede na tržne cene.

Poleg izpolnitve enega izmed gornjih dveh pogojev mora biti izpolnjen še vsaj eden izmed naslednjih treh, in sicer:

- je bil dolžnik insolventen v trenutku izvedbe transakcije ali pa je insolventnost nastala kot posledica take transakcije,
- je bil dolžnik udeležen še pri drugih poslih, za katere je bil preostanek njegovega kapitala nerazumno majhen,

⁸⁴ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 12: »The trust issues certificates representing beneficial interests in the trust, investor certificates and, in the case of revolving asset structures, a transferor (seller) certificate.«

⁸⁵ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str.134.

⁸⁶ *Ibid*, str. 134

⁸⁷ *Id*; glej tudi: Sidley Austin Brown & Wood LLP, Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicle.

- je dolžnik deloval z namenom povečanja svojih dolgov preko meja zmožnosti njihove poravnave.

Pri tem pa je potrebno poudariti, da gre pri vprašanju oškodovanja upnikov bolj za dejansko kot pa za pravno vprašanje.⁸⁸ Obstoj zgornjih pogojev in posledično, možnost izpodbijanja določenih pravnih dejanj zaradi domnevnega oškodovanja upnikov, je namreč odvisna predvsem od dejanskih okoliščin.

2.3.3 Izdaja vrednostnih papirjev

Naslednji korak v strukturi listinjenja je izdaja vrednostnih papirjev, ki imajo kritje v premoženju, ki ga je SPV odkupil (pridobil) od originatorja. Eden temeljnih elementov listinjenja je izdaja takih vrednostnih papirjev, katerih kvaliteta je odvisna predvsem od kvalitete terjatev, ki služijo kot osnova listinjenju oz. od kritnega premoženja in seveda od povezane garancije kreditne bonitete.⁸⁹

Bistveno vprašanje na tem mestu pa je, kako ustvariti povezavo med terjatvijo ali drugim premoženjem, ki se listini in vrednostnim papirjem, ki nastane na tej podlagi. Kljub temu, da to poglavje ni namenjeno obravnavi slovenske pravne ureditve, kajti to bo obravnavano kasneje, je omenjeni problem najlažje ponazoriti prav na dosedanji slovenski ureditvi.

Do sprejema novega Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici v slovenskem pravnem sistemu namreč ni bilo pravne podlage za izdajo »pravih« hipotekarnih obveznic. Imetniku hipotekarne obveznice je moral biti podeljen položaj hipotekarnega upnika, sicer njegova obveznica ni bila garantirana oz. hipotekarna.⁹⁰ Upnik pa položaj hipotekarnega upnika v skladu s slovensko zakonodajo pridobi šele z vpisom v zemljiško knjigo,⁹¹ kar posledično pomeni, da bi moral originator, v kolikor bi hoteli doseči, da bi SPV postal hipotekarni upnik in tako izdajatelj »prave« hipotekarne obveznice, prenesti hipoteko na SPV. Vse povedano pa potegne za sabo mnogo težav v zvezi s trenutkom vpisa v zemljiško knjigo in s tem povezano prednostno pravico, lastnino zastavljenih nepremičnin, zastavitvijo nepremičnine za tuj dolg ipd.⁹²

⁸⁸ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), *International Asset Securitisation*, 1995, str. 134.

⁸⁹ *Ibid*, str. 94: »One of the essential elements of a securitization transaction is the creation of a security whose credit quality is based on the performance of the underlying pool of receivables and related credit enhancement...«.

⁹⁰ Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., *Zavarovanje in utrditev obveznosti*, Gospodarski vestnik, Ljubljana 1995, str. 299.

⁹¹ Juhart, M., Tratnik, M., Vrenčur, R., (Ed.), *Stvarnopravni zakonik s komentarjem*, GV Založba, 2004, str. 611.

⁹² Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., *Zavarovanje in utrditev obveznosti*, 1995, str. 299.

Ne glede na načine vzpostavitve omenjene povezave, ki se razlikujejo glede na različne oblike listinjenja, pa je načelom vsem skupno predvsem to, da na ta način nastanejo vrednostni papirji, ki so prodani s pomočjo javnih ali zasebnih ponudb.

Vrednostni papirji, ki nastanejo na ta način so zelo raznovrstni. V primeru angloameriškega sklada so to npr. različni certifikati.⁹³ V ZDA sta se npr. razvili dve vrsti obveznic in sicer pass-through obveznice (*ang.* Pass-Through Securities) in pay-through obveznice (*ang.* Pay-through Securities).⁹⁴ Za prve je značilno, da so po naravi participacije oz. take, da investitorjem dajejo poplačila za njihove vložke na podlagi dejanskega denarnega toka terjatev, na katerih temeljijo. Te vrste obveznic so posebej primerne za listinjenje posojil, kjer se obresti in glavnica odplačujejo redno, glede na amortizacijski načrt in plačilno stopnjo.⁹⁵ Za druge pa je značilno, da dajejo investitorjem samo nadomestilo, ki izvira iz kritnega premoženja, medtem, ko je premoženje samo, v lasti SPV-ja.⁹⁶ Za te vrste obveznic je značilno, da so primerne za listinjenje terjatev iz kreditnih kartic, terjatev prodaje ipd.⁹⁷

V zvezi z izdajo komercialnih hipotekarnih vrednostnih papirjev (*ang.* Commercial Mortgage Backed Securities) lahko za ZDA ugotovimo, da so najpogosteje izdani v eni izmed naslednjih dveh oblik:⁹⁸

- v obliki pass-through certifikatov, kot obliki udeležbe v skladu, ustanovljenem po angloameriškem pravu, v katerega je bilo vloženo premoženje, ki služi kot osnova, ali pa
- v obliki obveznic (*ang.* Notes oz. Bonds), ki so zavarovane z zastavno pravico na nepremičnini oz. z večjo količino hipotekarnih kreditov.

Omenjene dve vrste vrednostnih papirjev so sicer različne po pravni obliki, njihova gospodarska oz. ekonomska vsebina pa je podobna oz. celo enaka.⁹⁹

⁹³ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 12.

⁹⁴ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje.

⁹⁵ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 25.

⁹⁶ Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation, Mumbai, December 1999, drugo poglavje: »In a pass through structure, the SPV issues 'Pass Through Certificates' which are in the nature of participation certificates that enable the investor to take a direct exposure on the performance of the securitized assets. Pay through, on the other hand, gives investors only a charge against the securitized assets, while the assets themselves are owned by the SPV.«.

⁹⁷ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 25.

⁹⁸ Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 106.

⁹⁹ *Id.*

2.3.4 Prodaja vrednostnih papirjev

Glavni cilj transakcije listinjenja je dosežen s prodaj vrednostnih papirjev, ki nastanejo na ta način. SPV ponudi take vrednostne papirje na trgu, v zameno pa dobi likviden denar, ki ga kot plačilo posreduje originatorju, do katerega ima obveznosti iz naslova »nakupa« premoženja.

Prodaja vrednostnih papirjev se pogosto vrši s pomočjo posebnega svetovalca oz. kupca primarne izdaje vrednostnih papirjev (*ang.* Underwriter), ki je običajno banka,¹⁰⁰ lahko pa npr. tudi borznoposredniška družba. Underwriter je pogosto prisoten že pri samem postopku izdaje vrednostnih papirjev, kjer svetuje SPV-ju kako strukturirati vrednostne papirje, v koliko in kakšnih tranšah naj bodo izdani, da bodo kar najbolj ustrezali potencialnim investitorjem, kakšna naj bo njihova cena ipd.¹⁰¹

Pomembno vlogo pri tem igra tudi garant kreditne bonitete (*ang.* Credit Enhancement), ki zagotavlja, da vrednostni papirji dosegajo dovolj visoko stopnjo varnosti in so tako dovolj zanimivi za potencialne investitorje.¹⁰²

S prodajo vrednostnih papirjev seveda sama transakcija listinjenja še ni zaključena, saj krog še ni sklenjen. S stališča investitorjev je namreč pomemben tudi način njihovega poplačila, za investiran denar v vrednostne papirje. Način poplačila je odvisen predvsem od vrste oz. oblike listinjenja, vendar temu na tem mestu ne bo posvečene posebne pozornosti, saj gre v večji meri za tehnično vprašanje.

TRETJI DEL

3. PRAVNA UREDITEV LISTINJENJA V SLOVENIJI

Praksa na področju listinjenja v Sloveniji je povsem skopa. Lahko rečemo, da skoraj ni mogoče zaslediti informacij o tem, da bi banke ali drugi subjekti v preteklosti izvedli kakršnokoli transakcijo listinjenja.

Pri iskanju informacij na temo izdaje vrednostnih papirjev, ki bi nastali na podlagi listinjenja, je mogoče zaslediti le nekaj primerov. Nova Ljubljanska Banka, d.d. je v novembru leta 1995 izvedla listinjenje posojil. Izdajatelju obveznic je prodala zelo

¹⁰⁰ American Securitisation Forum, Statement of Cameron L. Cowan.

¹⁰¹ Comptroller's Handbook, Asset Securitisation, November 1997, str. 25.

¹⁰² Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, 1995, str. 106.

kakovostne terjatve in si s tem izboljšala likvidnost.¹⁰³ Drugo informacijo je mogoče zaslediti v mesečnem poročilu v zvezi s statistiko Ljubljanske borze za september 2002.¹⁰⁴ Na borzi naj bi kotirale obveznice izdane s strani izdajatelja NFD investicijsko svetovanje, Ljubljana, ki so bile izdane v okviru projekta listinjenja dolgoročnih terjatev Abanke d.d. (obveznic RS06). Banka naj bi sredstva porabila za dolgoročne naložbe v razvoj komitentov banke s področja gospodarstva. Namen te transakcije je bil povečanje razpršenosti naložb Abanke d.d. ter povečanje donosnosti. Nominalna vrednost izdaje na borzi je bila 2.171.840.000,00 SIT (9.062.927,72 EUR).

Glede na dejstvo, da v tem času Slovenija še ni imela posebne zakonske ureditve listinjenja, je očitno, da sta ti dve transakciji potekali na podlagi splošne zakonske ureditve obligacijskega in gospodarskega prava, kar kaže na to, da je bilo listinjenje samih terjatev kljub temu mogoče.

Na področju listinjenja hipotekarnih kreditov pa je bila edina izdaja hipotekarnih obveznic izvedena s strani družbe BTC, d.d., kar se je doslej zgodilo dvakrat. Dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev je BTC, d.d. pridobil leta 1996 in tako leta 1998 izdal 340.000 desetletnih imenskih hipotekarnih obveznic BTC 1 v skupni nominalni vrednosti 34 milijonov takratnih DEM, po nespremenljivi letni obrestni meri 10,5%.¹⁰⁵ Postopek je bil ponovljen leta 2001 z namenom finančnega prestrukturiranja (odkup lastnih delnic) in financiranja razvojnih programov. Izdali so desetletne imenske hipotekarne obveznice BTC2, z nespremenljivo 7% letno obrestno mero. Pri tem je sodelovala Nova Ljubljanska Banka d.d., ki je v prvi nejavni prodaji tudi sama kupila del obveznic (25,4% emisije). Na tem mestu pa je treba poudariti, da ne gre za prave hipotekarne obveznice, katerih uveljavitev je bila omogočena šele s sprejemom ZHKO leta 2006. Kot bo prikazano kasneje bo izraz »hipotekarna obveznica« za obveznice BTC1 in BTC2, kljub temu, da nimajo vseh zakonsko zahtevanih značilnosti, še naprej mogoče uporabljati, saj so bile izdane pred uveljavitvijo ZHKO, saj zakon sam dopušča to možnost.

V začetku leta 2006 je bil, kot že rečeno, sprejet ZHKO, in tako dana pravna podlaga, vendar pa je bila, kot vidimo, izdaja »nepravih« hipotekarnih obveznic mogoča že pred tem.

¹⁰³ Mejač Krassing, A., Listinjenje v Sloveniji, Bančni vestnik 5/97.

¹⁰⁴ Ljubljanska borza, Statistika Ljubljanske borze, september 2002, letnik VIII, št. 9/02, str. 40, dostopno na internetni strani: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=1814&sid=KZGzX5Ec7vDlo7Xb>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁰⁵ Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2005.

Res pa je, da je bila povezana z veliko težavami in omejitvami.¹⁰⁶ Zanimivo je, da se kljub novemu zakonskemu okviru hipotekarno bančništvo in posledično izdaja hipotekarnih obveznic v Sloveniji zelo počasi uveljavlja.¹⁰⁷

V nadaljevanju bo podrobneje prikazana pravna ureditev v skladu z ZHKO in možnosti ter postopek izdaje obveznic na tej podlagi. Kasneje pa še splošna pravna podlaga za druge oblike listinjenja, še posebej v povezavi z novostmi, ki jih je uvedel novi ZBan – 1 ter drugimi splošnejšimi predpisi.

3.1 ZAKON O HIPOTEKARNI IN KOMUNALNI OBVEZNICI

ZHKO je bil sprejet na seji Državnega zbora Republike Slovenije 1. januarja 2006. Tega dne je Državni zbor opravil tretjo obravnavo omenjenega zakona in ga sprejel z 61 glasovi za in 2 glasovi proti.¹⁰⁸ V Uradnem listu Republike Slovenije je bil objavljen 17. februarja 2006,¹⁰⁹ v skladu z zadnjim 62. členom pa je začel veljati petnajsti dan po objavi v Uradnem listu RS in sicer 1. marca 2006.

3.1.1 Področje urejanja ZHKO

Vlada RS je v predlogu ZHKO, ki ga je sprejela na 47. redni seji 3. novembra 2005 v uvodu zapisala, da »...je potrebno, da tudi Slovenija sprejme ustrezno zakonodajo o hipotekarni obveznici in s tem poda bankam možnost, da svoje hipotekarne stanovanjske kredite in kredite osebam javnega sektorja refinancirajo z izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic.«¹¹⁰ Skladno s tem, prvi člen zakona določa, da le ta ureja hipotekarno in komunalno obveznico, pogoje za njuno izdajo in zahteve glede jamstva za ti obveznici.

Poudariti je potrebno, da zakon hipotekarne in komunalne obveznice, in druga s tem povezana vprašanja ne ureja celovito. Šesti člen namreč določa, da se za hipotekarne in komunalne obveznice uporablja zakon, ki ureja trg vrednostnih papirjev, da se za izdajatelja uporabljajo določila zakona, ki ureja bančništvo in da se za hipotekarne kredite uporablja

¹⁰⁶ Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., Zavarovanje in utrditev obveznosti, 1995, str. 299; glej tudi: Grilc, P., Juhart, M., Pravo vrednostnih papirjev, Gospodarski vestnik, Ljubljana 1996, str. 134.

¹⁰⁷ Ministrstvo za finance RS, Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici, 22.06.2007, dostopno na internetni strani: http://www.mf.gov.si/slov/mediji/govori/govor_16_07_07_1.pdf, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁰⁸ Državni zbor RS, Zapisnik nadaljevanja 13. seje, z dne 1. februar 2006, dostopno na internetni strani: <http://www.dz-rs.si>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁰⁹ Ur. l. RS št. 17/2006.

¹¹⁰ Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, letnik XXXI, št. 105, str. 4.

zakon, ki ureja potrošniške kredite. Povsod pa dodaja, da se omenjeni zakoni uporabljajo samo, če ni določeno vprašanje z ZHKO urejeno drugače.¹¹¹

Nadaljnja omejitev, ki pomembno vpliva na področje, ki ga zakon ureja, izhaja iz 19. člena ZHKO. Kljub temu, da je poimenovanje obveznice splošno in sicer hipotekarna obveznica, niso vse oblike hipotek oz. zemljiških dolgov primerne za vključitev v kritno premoženje pri izdaji hipotekarnih obveznic. Za kritno premoženje se lahko upoštevajo le »terjatve iz naslova hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini, in so skladni z določbami zakona.« Krediti, ki so zavarovani z drugimi nepremičninami kot so npr. industrijski objekti in kmetijska zemljišča ne morejo služiti kot kritno premoženje.¹¹² Prav tako nepremičnine, ki so obremenjene z osebnimi služnostmi, najemnimi razmerji ali stavbnimi pravicami v skladu z 34. členom niso primerne za kritno premoženje. Razlog, ki ga vlada v predlogu zakona navaja je, da je take nepremičnine težje ovrednotiti in težje prodati.¹¹³

Po drugi strani pa ZHKO v 2. odstavku 19. člena izdajatelju omogoča, da lahko, zaradi zagotovitve ustrezne prožnosti,¹¹⁴ največ 20% kritnega premoženja zagotovi z nadomestnim kritnim premoženjem in sicer s sredstvi na računih pri Banki Slovenije; z naložbami v tržne vrednostne papirje, ki jih je izdala država podpisnica Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru (v nadaljevanju »EGP«), njena centralna banka ali Evropska centralna banka (v nadaljevanju »ECB«) ter z naložbami v druge dolžniške vrednostne papirje, ki jih je izdala ECB, Evropska banka za obnovo in razvoj (v nadaljevanju »EBRD«) ali druga banka ter se po merilih ECB, katera so objavljena v statutu, ki ureja Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju »ESCB«), uporabljajo za zavarovanje terjatve v okviru ESCB. Na podlagi tega vidimo, da ni potrebno, da bi bilo celotno kritno premoženje sestavljeno iz hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini. Kritno premoženje je lahko sestavljeno tudi iz drugih sredstev, katerih delež v kritnem premoženju je seveda omejen. Nedvomno lahko ugotovimo, da gre tudi v primeru nadomestnega kritnega premoženja za prvovrstna sredstva, ki so zelo varna in razmeroma likvidna. Poleg tega so lahko, v skladu s 23. členom ZHKO, v kritno premoženje vključene tudi terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti, njihov delež v kritnem premoženju pa predpiše Banka Slovenije.

¹¹¹ Po načelu *lex specialis derogat lex generalis*.

¹¹² Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, št. 105, str. 6.

¹¹³ *Id.*

¹¹⁴ *Id.*

Če strnemo dosedanje ugotovitve, vidimo, da ZHKO ureja hipotekarno in komunalno obveznico, pogoje za njuno izdajo in zahteve glede jamstva za ti obveznici. Nadalje, da tega področja ne ureja celovito, ampak se za vprašanja, ki niso urejena v ZHKO uporabljajo drugi, zgoraj naštetih zakoni, da ni vsak hipotekarni kredit primeren za kritno premoženje ter, da je kritno premoženje lahko sestavljeno tudi iz drugih, taksativno naštetih sredstev.

3.1.2 Terminologija ZHKO

ZHKO vsebuje mnogo specifičnih izrazov, ki pa žal niso zbrani na enem mestu na začetku zakona, ampak so obrazloženi v posameznih členih skozi celotno besedilo zakona. ZHKO v 7. členu sicer določa pomen uporabljenih izrazov, vendar zelo skopo in pomanjkljivo. Menim, da taka ureditev ni najboljša, saj lahko pripelje do težav pri razlagi zakona, zato so v **Tabeli 1** na enem mestu predstavljeni in na kratko obrazloženi osnovni izrazi, ki so uporabljeni v ZHKO.

Dovoljenje	Dovoljenje za izdajo hipotekarnih ali komunalnih obveznic, katerega lahko pridobi samo banka, ki izpolnjuje v ZHKO določene pogoje.
Hipotekarna kreditna vrednost nepremičnine	Ocenjena dolgoročna tržna vrednost nepremičnine, ki se uporablja kot osnova za hipotekarni kredit. To vrednost določi pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin, s preudarno oceno tržljivosti premoženja v prihodnosti, tako da upošteva dolgoročne trajnostne vidike premoženja, običajne in lokalne razmere na trgu, trenutno uporabo in alternativne primere uporabe premoženja.
Hipotekarna obveznica	Obveznica, ki je izdana na podlagi ZHKO. Kritje take obveznice je zagotovljeno na podlagi kritnega premoženja – hipotekarnih kreditov oz. kreditov, ki so zavarovani s hipoteko na določenem premoženju v skladu z ZHKO. Njeni imetniki imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz kritnega premoženja.
Izdajatelj	Banka, ki je pridobila dovoljenje Banke Slovenije za izdajo hipotekarnih ali komunalnih obveznic.
Komercialne nepremičnine	So zemljišča, stavbe in posamezni deli stavb v etažni lastnini,

LISTINJENJE V SLOVENSKEM PRAVNEM SISTEMU

		namenjeni opravljanju poslovne dejavnosti. To so: zemljišča na območju, predvidenem za pozidavo, dokončani poslovni prostori, pisarne, trgovine, hoteli, poslovalnice ter skladišča.
Komunalna obveznica		Obveznica, ki je izdana na podlagi ZHKO. Njeno kritje je zagotovljeno na podlagi kritnega premoženja – kreditih danih osebam javnega prava v skladu z ZHKO. Njeni imetniki imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz tega premoženja. ¹¹⁵
Kritni register		Register, ki ga vodi izdajatelj hipotekarnih obveznic, v katerem so vpisane terjatve iz naslova hipotekarnega kredita in druge naložbe, izvedeni finančni instrumenti, ki predstavljajo kritno premoženje za izdane hipotekarne obveznice ter vse izdane hipotekarne obveznice.
Kritno premoženje		Premoženje izdajatelja, ki je vpisano v kritni register in je prednostno namenjeno poplačilu obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih in komunalnih obveznic. ¹¹⁶
Nadomestno premoženje	kritno	Premoženje, ki lahko predstavlja največ 20% kritnega premoženja. Sestavljeno je lahko iz sredstev na računih pri Banki Slovenije, iz naložb v tržne vrednostne papirje, ki jih je izdala država podpisnica EGP, njena centralna banka ali ECB ter z naložbami v druge dolžniške vrednostne papirje, ki jih je izdala ECB, EBRD ali druga banka ter se po merilih ECB, katera so objavljena v statutu, ki ureja ESCB, uporabljajo za zavarovanje terjatve v okviru ESCB.
Pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin		Ocenjevalec vrednosti nepremičnin z dovoljenjem Slovenskega inštituta za revizijo.
Skrbnik kritnega registra		Od izdajatelja in Banke Slovenije neodvisna oseba, ki zagotavlja, da se register vodi v skladu z ZHKO in na njegovi podlagi sprejetih predpisov. Opravlja tudi druge naloge,

¹¹⁵ Osnovne značilnosti hipotekarnih in komunalnih obveznic so zelo podobne. Razlika je le v kritnem premoženju. V primeru komunalnih obveznic namreč to predstavljajo krediti dani osebam javnega prava. Glej: Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, št. 105, str. 4.

¹¹⁶ Ni vsak hipotekarni kredit primeren za izdajo hipotekarnih obveznic. O tem podrobneje *supra*: poglavje o področju urejanja ZHKO.

		določene z ZHKO, imenuje pa ga izdajatelj.
Stanovanjske nepremičnine		Zemljišča, stavbe in posamezni deli stavb v etažni lastnini, ki so namenjeni za bivanje. To so: zemljišča na območju, predvidenem za pozidavo, stanovanja, stanovanjske hiše, garaže in počitniške hiše.
Upravitelj premoženja	kritnega	Subjekt, na katerega je preneseno upravljanje s kritnim premoženjem v primeru stečaja izdajatelja, z namenom nadaljnjega nepretrganega poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic. Upravitelj kritnega premoženja ne sme biti ista oseba kot stečajni upravitelj izdajatelja.

Tabela 1

3.1.3 Temeljna načela ZHKO¹¹⁷

Namen zakonodajalca ob sprejemu ZHKO je bil, ustvariti pogoje, da bi se tovrstni vrednostni papirji po kvaliteti približali vrednostnim papirjem, za katere jamči država. Ustrezna zakonska ureditev namreč zmanjšuje tveganje, ki ga nosijo banke, kar se sicer kaže v nižji bančni marži, vendar vse skupaj zasleduje višji cilj in sicer cenejše hipotekarno kreditiranje in posledično izboljšanje sistema stanovanjskega financiranja. Zakonodajalec je v ZHKO vpeljal različne vzvode in načela, katerih namen je zagotoviti varnost hipotekarnih obveznic.

Temeljno načelo ZHKO je načelo varnosti hipotekarne obveznice oz. načelo varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic, ki se zagotavlja preko: načela kritja, načela valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja, načela zmanjšanja in odprave tveganj predčasnega poplačila kredita, načela ločenosti kritnega premoženja, načela dodatnega zavarovanja, načela prednostnega poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic in načela omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke.

3.1.3.1 Kritno načelo

Kritno načelo v ZHKO je povezano z načelom valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja. Prvi element tega načela je zahteva, da mora kritno premoženje v vsakem trenutku (zrcalno) ustrezati obveznostim iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic.

¹¹⁷ Celotno podpoglavje je v osnovi povzeto po uvodu k predlogu Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, objavljenem v Poročevalcu Državnega zbora, št. 105, str. 4 in 5, ter po samem ZHKO, v kolikor ni pri posameznih idejah določeno drugače.

Premoženje mora biti najkvalitetnejše in mora izpolnjevati zakonsko predpisane pogoje. Pri tem je potrebno upoštevati pravila glede vrste nepremičnin, ki so primerne oz. ki po ZHKO lahko služijo kot hipotekarno zavarovanje,¹¹⁸ pravila glede vrednotenja, razmerja med kreditom in vrednostjo nepremičnine itd.

Drug pomemben element kritnega načela izhaja iz dejstva, da imetniki hipotekarnih obveznic in zastavitelji nepremičnin niso v neposrednem medsebojnem razmerju.¹¹⁹ Zastavitelj z objektom zavarovanja (hipoteko) ne jamči za poplačilo terjatve, ki jo ima imetnik hipotekarne obveznice do hipotekarne banke.¹²⁰ Zaradi tega bi lahko prišlo do določenih težav, saj imetniki hipotekarnih obveznic ne bi bili primerno zavarovani. Zato ZHKO daje imetnikom hipotekarnih obveznic podoben položaj, kot ga imajo hipotekarni upniki, čeprav je treba poudariti, da imetniki hipotekarnih obveznic to niso. ZHKO omogoča imetnikom hipotekarnih obveznic položaju hipotekarnega upnika podoben položaj tako, da imajo le ti prednostno izločitveno pravico na hipotekarnih kreditih, ki sestavljajo ločeno, v kritni register vpisano maso. V praksi to pomeni, da se v primeru stečaja hipotekarne banke, ta del premoženja prednostno izloči in nameni izključno poplačilu imetnikov hipotekarnih obveznic.

Kritno načelo izhaja iz več členov ZHKO. Že 2. člen ZHKO na načelni ravni določa, da sta hipotekarna in komunalna obveznica, obveznici, ki sta izdani pod pogoji iz ZHKO in katerih kritje se zagotavlja na podlagi kritnega premoženja, njuni imetniki pa imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz tega premoženja. Nadalje 3. člen določa, da je kritno premoženje, premoženje izdajatelja, ki je vpisano v kritni register in je prednostno namenjeno poplačilu obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih ali komunalnih obveznic. Podobno lahko kritno načelo najdemo v določbah 17. člena ZHKO, ki ureja sklep o izdaji hipotekarnih obveznic. Med drugim določa, da mora sklep vsebovati celoten nominalni znesek izdanih obveznic, višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti, izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem itd. Iz teh določb izhaja, da je zakonodajalec zelo podrobno uredil vprašanja, povezana z zagotavljanjem kritja obveznic, določitve zneska kritnega premoženja in razmerja ročnostne skladnosti.

Izjemno pomembni členi, ki uveljavljajo kritno načelo so 22., 46. in 47. člen ZHKO. 22. člen z naslovom: »Obseg in usklajenost naložb kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi

¹¹⁸ Glej *supra*: poglavje o področju urejanja ZHKO.

¹¹⁹ Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., Zavarovanje in utrditev obveznosti, 1995, str. 296.

¹²⁰ *Id.*

obveznicami« povzema prvi element kritnega načela in sicer usklajenost kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami. Nominalna vrednost kritnega premoženja mora biti vseskozi enaka nominalni vrednosti izdanih hipotekarnih obveznic, izračuna pa se po načelu neto sedanje vrednosti. 46. člen in naslednji členi ZHKO urejajo način poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic v primeru stečaja izdajatelja. Pomembnejša določila teh členov so: določilo, da ima imetnik hipotekarnih obveznic pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi drugimi upniki izdajatelja. Nadalje, da imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Določilo 1. odstavka 47. člena določa, da se kritno premoženje izloči iz stečajne mase in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznosti. Nenazadnje pa je tu še določilo 2. odstavka 47. člena, ki določa, da pravne posledice začetka stečajnega postopka ne vplivajo na terjatve imetnikov hipotekarnih obveznic in na terjatve upnikov iz naslova izvedenih finančnih instrumentov. Namen določb 1. in 2. odstavka 47. člena je v tem, da kritno premoženje obstaja naprej kot izločeno premoženje do izteka zadnje obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic. Tako se prepreči morebitna prodaja premoženja pod ceno v predčasnem likvidacijskem postopku. Na drugi strani pa se prepreči predčasno poplačilo obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic, saj to s strani investitorjev ni zaželeno, kajti njihov namen je bil investiranje premoženja za točno določeno časovno obdobje.

Kritno načelo izhaja še iz mnogih drugih določb ZHKO, ki urejajo pogoje za kritno premoženje in pogoje za hipotekarne kredite, ki so lahko vključeni v kritno premoženje. T načelo je mogoče zaslediti tudi v členih, ki urejajo kritni register, ter skrbnika kritnega premoženja.

3.1.3.2 Načelo ločenosti kritnega premoženja

Z vprašanjem ločenosti kritnega premoženja je povezano tudi vprašanje poslovne sposobnosti izdajatelja oz. določitev obsega poslov, ki jih lahko izdajatelji opravljajo.

V veliki večini držav EU (13 držav¹²¹) se je uveljavilo načelo specializacije izdajatelja. Posledica uveljavitve tega načela je, da je izdajatelj omejen v tem, katere dejavnosti lahko opravlja. Obseg takih dejavnosti je največkrat omejen na posle izdaje hipotekarnih obveznic in opravljanje hipotekarnih kreditnih poslov. Nemški Hypothekbankgesetz npr. določa, da

¹²¹ Status: jesen 2005.

lahko hipotekarna banka opravlja, poleg glavnih poslov, le še nekatere, v zakonu izrecno našteje, manj tvegane posle.¹²²

Zakonodajalec se je ob sprejemu ZHKO odločil za drugo obliko in sicer za sistem univerzalnosti. Ta sistem omogoča, da izdajatelj, poleg dejavnosti izdaje hipotekarnih obveznic in hipotekarnega kreditiranja, opravlja tudi druge posle. V takem sistemu je seveda nujno, da je premoženje, ki je namenjeno izdaji hipotekarnih obveznic povsem ločeno od ostalega premoženja. Zakonodajalec je zaradi tega v zakon vpeljal vrsto varovalk, ki omogočajo tovrstno ločenost in preglednost.

ZHKO v 3. točki 9. člena določa, da Banka Slovenije izda dovoljenje za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic samo, če banka, ki vloži zahtevo za izdajo takega dovoljenja zagotavlja poslovanje v zvezi z dajanjem hipotekarnih kreditov in kreditov osebam javnega prava ter izdajanjem hipotekarnih in komunalnih obveznic ločeno od ostalega poslovanja banke. V 10. členu pa dodaja, da se ločeno poslovanje nanaša predvsem na poslovne knjige in drugo dokumentacijo.

Vzpostavitev kritnega registra in pravilen vpis kritnega premoženja vanj je eden izmed temeljnih elementov varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic. Že 3. člen ZHKO določa, da premoženje dobi kvaliteto kritnega premoženja šele z vpisom v kritni register. Členi od 38. do 45, ki so vključeni v poglavje z naslovom: »Kritni register in skrbnik kritnega registra« pa, kot je razvidno že iz naslova, urejajo pogoje in postopke za vzpostavitev kritnega registra in vpis premoženja, ki služi za izdajo hipotekarnih obveznic, vanj. Glavni namen teh določb je v tem, da se izdajatelju onemogoči razpolaganje s kritnim premoženjem, saj je le to v veliki meri zaupano skrbniku.

Pomemben učinek ima načelo ločenosti tudi v primeru stečaja izdajatelja. V primeru stečaja namreč kritno premoženje, ki je pravilno vpisano v kritni register ne pride v izdajateljevo stečajno maso, temveč se izloči in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic.¹²³

Menim, da je sistem univerzalnosti povsem primeren za slovenski pravni sistem, predvsem zato, ker gre za zelo majhen in (žal še vedno razmeroma) zaprt trg. Vpeljava posebnih specializiranih bank bi lahko pripeljalo do nasprotnega učinka, kot ga želimo doseči. Zaradi premajhnega povpraševanja po hipotekarnih kreditih oz. po hipotekarnih obveznicah

¹²² Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., Zavarovanje in utrditev obveznosti, 1995, str. 295.

¹²³ Ureditev kritnega registra, pogoji za skrbnika kritnega registra ter ureditev v primeru stečaja izdajatelja bodo podrobneje predstavljeni kasneje.

bi namreč lahko prišlo do tega, da do potrebe po ustanovitvi takih bank sploh nebi prišlo. To pa pomeni, da posledično ne bi bilo subjektov, ki bi imeli pravico izdajati tovrstne vrednostne papirje na območju Republike Slovenije, česar pa si zagotovo ne želimo.

3.1.3.3 Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke

ZHKO v 8. členu določa, da lahko hipotekarne in komunalne obveznice izdaja samo banka, ki je pridobila dovoljenje za izdajanje takih vrednostnih papirjev v skladu z ZHKO. Za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic je torej potrebno pridobiti dovoljenje, ki pa ga Banka Slovenije subjektu, ki ni banka, ne sme izdati. Končni učinek tega je, da osebe, ki v skladu z Zakonom o bančništvu – 1 niso organizirane kot banke, dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic ne morejo pridobiti in posledično ne morejo izdati vrednostnih papirjev pod imenom hipotekarne obveznice. Pri tem je treba poudariti, da kljub temu, da banka že ima dovoljenje za opravljanje bančnih in drugih finančnih storitev, hipotekarnih obveznic ne more izdati avtomatsko, saj za to potrebuje posebno dovoljenje, ki ga Banka Slovenije izda šele, ko se ugotovi, da določena banka izpolnjuje pogoje v skladu z ZHKO.

Kot zanimivost velja omeniti zgodovino sprejema 8. člena ZHKO. V prvotnem predlogu, ki ga je 3. novembra 2005 sprejela vlada in ga posredovala v sprejem Državnemu zboru RS, je bil 2. odstavek 8. člena oblikovan tako, da se je glasil: »Dovoljenje [iz prejšnjega odstavka] mora pred začetkom izdajanja hipotekarnih in komunalnih obveznic izdati Banka Slovenije.« Matično delovno telo Državnega zbora RS je z obrazložitvijo, da se želi izogniti interpretaciji člena, da Banka Slovenije v vsakem primeru mora izdati dovoljenje, predlagal amandma, ki je bil sprejet in tako vključen v končno besedilo zakona, ki se sedaj glasi: »Banka mora pred začetkom izdajanja hipotekarnih in komunalnih obveznic pridobiti dovoljenje, ki ga izda Banka Slovenije.« S to spremembo se je odprlo novo vprašanje in sicer, ali lahko Banka Slovenije arbitrarno zavrne izdajo dovoljenja določeni banki, kljub temu, da ta banka izpolnjuje vse pogoje po ZHKO. Treba je opozoriti, da se je 9. člen ZHKO v prvem predlogu glasil skoraj identično kot sedaj in sicer: »Banka [iz prejšnjega člena] lahko pridobi dovoljenje, če izpolnjuje naslednje pogoje:...«. Tudi po prvotnem predlogu je namreč določena banka pridobila dovoljenje le, če je izpolnjevala pogoje, Banka Slovenije pa je v tem primeru dovoljenje »moral« izdati. Po spremembi to ni več jasno, čeprav je bil namen zakonodajalca najverjetneje v tem, da Banka Slovenije »mora« izdati dovoljenje banki, ki izpolnjuje pogoje, saj za nasprotno stališče ni moč najti prepričljivejših argumentov. Omenjeno nejasnost bi rešili tako, da bi besedilo 2. odstavka 8. člena ostalo v trenutno sprejeti

obliki, prvi odstavek 9. člena pa bi se spremenil tako, da bi se glasil: Banka Slovenije mora izdati dovoljenje [iz prejšnjega odstavka] samo banki, ki izpolnjuje naslednje pogoje:....«.

Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic najdemo tudi v 4. členu ZHKO, in sicer pod naslovom »Zaščita imena«. Za konkretno transakcijo izdaje hipotekarnih obveznic in za varstvo imetnikov le teh pa to sicer nima večjega pomena. To načelo je pomembno predvsem zaradi varstva udeležencev na trgu oz. potencialnih investitorjev v hipotekarne obveznice. Hipotekarne obveznice so skoraj absolutno varen vrednostni papir, saj je podvržen strogemu nadzoru v skladu z ZHKO. Uporaba imena hipotekarna obveznica za druge vrednostne papirje bi lahko zavajala potencialne investitorje in tako ustvarjala zmedo na trgu. S tem namenom je zakonodajalec v 4. členu ZHKO določil da se: »Besedna zveza 'hipotekarna obveznica' ali 'komunalna obveznica' ter izpeljanke teh besed ali drugih označb, na podlagi katerih bi se dalo sklepati, da gre za hipotekarno ali komunalno obveznico, ne sme uporabljati za noben drug vrednostni papir«.

Omenjena prepoved uporabe imena »hipotekarna obveznica« v naši zakonodaji ni posebnost. Tudi v nemškem pravnem redu je npr. uporaba imena »Hypothekenspfandbrief«, ki po naše lahko prevedemo kot »hipotekarna obveznica« zakonsko zaščiten privilegij hipotekarnih bank.¹²⁴

3.1.4 Izdaja hipotekarnih in komunalnih obveznic

Kot že omenjeno, lahko hipotekarne in komunalne obveznice izdaja samo banka, po predhodno pridobljenem dovoljenju Banke Slovenije. Banka Slovenije v skladu z 9. členom ZHKO izda dovoljenje banki, ki je vložila zahtevo za izdajo dovoljenja in ji priložila dokazila, da izpolnjuje pogoje v zvezi s sistemi za upravljanje s tveganji; da v kvalitativnem in številčnem smislu razpolaga z ustreznimi kadri in je organizacijsko in tehnično usposobljena, da zagotavlja ločenost poslovanja, da ima izdelana pravila o vodenju kritnega registra, da ima izdelana pravila o vrednotenju nepremičnin ter da ima v delovnem razmerju za nedoločen in polni delovni čas vsaj enega pooblaščenega ocenjevalca vrednosti nepremičnin oz. ima sklenjeno podjemno pogodbo z zunanjim pooblaščenim ocenjevalcem in je podala izjavo, da ima s svojimi upniki ustrezno urejena pogodbeno razmerja, ki bi upnikom onemogočila odstop od pogodb, saj bi to lahko ogrozilo likvidnost ali solventnost banke. Treba je opozoriti, da morajo biti pogoji, ki jih ZHKO našteva v členih od 11. do 14. izpolnjeni poleg tistih, ki jih določa ZBan – 1.

¹²⁴ Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., Zavarovanje in utrditev obveznosti, 1995, str. 294; glej tudi: Grilc, P., Juhart, M., Pravo vrednostnih papirjev, 1996, str. 133.

Hipotekarne obveznice se izdajo tako, da izdajatelj izda sklep o izdaji, ki mora v skladu s 17. členom ZHKO vsebovati: celoten nominalni znesek izdanih obveznic, znesek ali zneske, na katere se glasijo posamezne obveznice, število obveznic po zneskih na katere se glasijo posamezne obveznice, višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti, izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem in izjavo, da gre za obveznico na prinosnika ali imetnika. Pomembno je tudi določilo 3. odstavka 17. člena ZHKO, ki določa, da se obveznice izdajo v nematerializirani obliki.

V zvezi s prodajo hipotekarnih obveznic je ZHKO v 18. členu vpeljal poenostavitev v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Določa namreč, da se prva prodaja hipotekarnih obveznic lahko opravi z javno ponudbo ali kot ponudba, namenjena največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo kupile celotno izdajo. Gre predvsem za poenostavitve v zvezi z dokumenti, in informacijami, ki jih je potrebno predložiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATV¹²⁵), saj gre v primeru hipotekarnih obveznic že samo po sebi za visoke zakonske standarde varnosti teh obveznic. Dodatna obveznost, ki jo ZHKO v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev uvaja v zvezi z vsebino prospekta in izvlečka prospekta je, da morata ta dva dokumenta vsebovati izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem, kar pa mora, kot že povedano, vsebovati tudi sam sklep o izdaji.

Kot zanimivost, ki sicer ne bi smela pomembneje vplivati na samo veljavnost ZHKO, velja omeniti še manjšo napako, ki se je zakonodajalcu pripetila v 7. in 18. členu ZHKO. Namesto splošne označitve zakona, ki ureja trg vrednostnih papirjev kot »zakon ki ureja trg vrednostnih papirjev« ga je poimenoval tudi s kratico »ZTVP«, ki pa je kratica za Zakon o trgu vrednostnih papirjev.¹²⁵ ZTVP namreč že od 11. avgusta 2007 ne velja več. Namesto omenjenega zakona trenutno področje trga vrednostnih papirjev ureja Zakon o trgu finančni instrumentov¹²⁶ s kratico »ZTFI«. Zanimivo pri tem je predvsem to, da je vlada v predlogu zakona zapisala kratico ZTVP-1, saj je bila v času priprave omenjenega predloga to uradna kratica Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Matično delovno telo Državnega zbora RS je na predlog zakona vložil amandma z obrazložitvijo, da naj se uporablja splošnejša oblika kratice, tako da bodo zajete tudi vse nadaljnje spremembe in dopolnitve zakona ter tako kratico

¹²⁵ Ur. l. RS št. 56/1999, s poznejšimi spremembami in dopolnitvami.

¹²⁶ Ur. l. RS št. 67/2007.

spremenil v »ZTVP«. Pri tem pa seveda ni bila upoštevana možnost, da se bo spremenil celoten naslov zakona in s tem tudi njegova kratica. S tega vidika bi bilo primerneje, da bi zakonodajalec uporabil le splošno sklicevanje na »zakon, ki ureja trg vrednostnih papirjev«, oz. še boljše na »zakon, ki ureja trg finančnih instrumentov«.

Razlog, zaradi katerega dovoljenje za izdajo hipotekarnih obveznic preneha, ZHKO določa v 13. členu in sicer se to zgodi v primeru, da banka v enem letu od pridobitve dovoljenja ne izda obveznic, za katere je pridobila dovoljenje.

Banka Slovenije v skladu s 14. členom ZHKO dovoljenje odvzame, če banka ne izpolnjuje več pogojev za pridobitev dovoljenja iz 9. člena ZHKO ali če izdajatelj,¹²⁷ potem, ko je skrbniku kritnega registra dovoljenje¹²⁸ prenehalo ali mu je bilo odvzeto, v roku 30 dni ne imenuje novega skrbnika kritnega registra. Ob odvzemu dovoljenja se v skladu s 15. členom ZHKO kritno premoženje in obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic izločijo iz premoženja in obveznosti izdajatelja, Banka Slovenije pa hkrati imenuje upravitelja kritnega premoženja. Upravitelj kritnega premoženja upravlja s tem premoženjem do izteka zadnje obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic. Seveda pa je tu potrebno opozoriti, da lahko v tem primeru, v skladu s 50. členom ZHKO, upravitelj s pogodbo prenese premoženje na drugega izdajatelja.

3.1.5 Kritno premoženje

Pogoji, ki jih mora izpolnjevati premoženje, da je lahko vključeno v kritni register in tako postane kritno premoženje, so izjemno strogi. Le na ta način je namreč mogoče zagotoviti potrebno varnost, ki je značilna za hipotekarne obveznice. ZHKO v 19. členu izrecno določa, da je za kritno premoženje mogoče upoštevati le terjatve iz naslova hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini,¹²⁹ pri čemer je do 20% kritnega premoženja lahko zagotovljeno z nadomestnim kritjem.¹³⁰ Hipoteka in zemljiški dolg pa morata na podlagi 34. člena ZHKO obvezno zagotavljati najboljši vrstni red, sicer ne moreta predstavljati kritnega premoženja.

Dodatno pa ZHKO v 23. členu dopušča možnost, da se v zvezi z naložbami kritnega premoženja uporabljajo terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti,

¹²⁷ Izraz 'izdajatelj' je na tem mestu uporabljen zato, da se poudari, da gre za banko, ki je pridobila dovoljenje Banke Slovenije in ki je že izdala hipotekarne obveznice.

¹²⁸ Gre za drugo dovoljenje in sicer za dovoljenje za skrbnika kritnega registra v skladu z 41. členom ZHKO.

¹²⁹ Glej *supra*: poglavje o Področju urejanja ZHKO: Krediti, ki so zavarovani z drugimi nepremičninami kot so npr. industrijski objekti in kmetijska zemljišča ne morejo služiti kot kritno premoženje.

¹³⁰ To razmerje je podrobneje obrazloženo *supra*, v poglavju o Področju urejanja ZHKO.

vendar le, če ti prispevajo k zmanjševanju tveganj oziroma doseganju usklajenosti naložbe kritnega premoženja. Zanimivo pri tem je, da sam zakonodajalec ni določil največjega deleža takih naložb v kritnem premoženju, ampak je določitev le tega prepustil Banki Slovenije. Banka Slovenije ima tudi zakonsko pooblastilo, da predpiše še vrsto in boniteto strank, s katerimi se lahko sklepajo ti posli in druga podrobnejša navodila za uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Banka Slovenije je 19. julija 2006 izdala Sklep o vključevanju izvedenih finančnih instrumentov v kritno premoženje.¹³¹ Poleg pogojev, ki jih morajo izpolnjevati izvedeni finančni instrumenti, da so lahko vključeni v kritno premoženje, je v sklepu določen tudi največji možni delež takega premoženja v celotnem kritnem premoženju. Banka Slovenije je določila, da se lahko izvedeni finančni instrumenti vključijo le kot del nadomestnega kritnega premoženja, pri čemer delež terjatev iz naslova izvedenih finančnih instrumentov ne sme presegati 12% vrednosti celotnega kritnega premoženja, izračunanega po načelu neto sedanje vrednosti. Določena pa je še nadaljnja omejitev in sicer, da delež obveznosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov, ki jih banka lahko vključi v kritno premoženje, ne sme presegati 12% vrednosti izdanih hipotekarnih oz. komunalnih obveznic, povečane za obveznosti iz naslova izvedenih finančnih instrumentov.

V 24. členu ZHKO določa nadaljnje pomembne omejitve, ki vplivajo na strukturo kritnega premoženja. Predpisuje, da je delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na stanovanjskih nepremičninah v gradnji, lahko največ 5%,¹³² delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na komercialnih nepremičninah pa največ 20%¹³³ celotnega kritnega premoženja. Dalje 24. člen ZHKO določa, da lahko delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na nepremičninah zunaj Republike Slovenije, predstavlja največ 50% kritnega premoženja, in še to samo pod pogojem, da zastavljene nepremičnine zagotavljajo prednostni položaj imetnikov hipotekarnih obveznic ob stečaju izdajatelja. Ob upoštevanju 5. člena ZHKO, ki določa, da morajo biti nepremičnine, na katerih je ustanovljena hipoteka ali zemljiški dolg obvezno na območju držav podpisnic sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in Švice, je za tako omejitev težko najti prepričljive argumente. Ta omejitev namreč nedvomno kaže na nezaupanje zakonodajalca v pravne sisteme nekaterih največjih držav, kar države Evropske skupnosti in Islandija, Liechtenstein, Norveška ter Švica nedvomno so. Zadostoval bi namreč

¹³¹ Objavljen je bil v Uradnem listu RS št. 78/2006, veljati pa je začel naslednji dan po objavi in sicer 26. julija 2006.

¹³² Glede na obrazložitev k predlogu ZHKO naj bi bil razlog za to v večjih tveganjih pri morebitni izvršbi.

¹³³ Glede na obrazložitev k predlogu ZHKO naj bi bil razlog za to v potencialno večji spremenljivosti cen komercialnih nepremičnin.

samo drugi del pogoja in sicer, da naj zastavljene nepremičnine zagotavljajo prednostni položaj imetnikov hipotekarnih obveznic ob stečaju izdajatelja, kar bi po drugi strani seveda pripeljalo do problema ocenjevanja kvalitete zagotavljanja prednostnega položaja v vsaki posamezni državi.

Zadnja, sicer smiselna omejitev iz 24. člena ZHKO je določilo, da delež hipotekarnih kreditov danih posamezni osebi oziroma medsebojno povezanim osebam ne sme presegati 20% kritnega premoženja. Poleg tega mora biti izpostavljenost banke takim osebam skladna z Zban – 1. Smisel te določbe je predvsem v tem, da je eden izmed temeljnih elementov listinjenja prav razpršenost premoženja, ki je podlaga za listinjenje. V kolikor bi bilo tako premoženje skoncentrirano pri eni sami oz. samo nekaj osebah, bi bila taka razpršenost dosti manjša, posledično pa bi se to kazalo v manjši varnosti vrednostnih papirjev.

Glede na dejstvo, da je premoženje, ki služi kot osnova za izdajo hipotekarnih obveznic zelo obsežno, je pomemben element tudi ocena vrednosti le tega. Cenitev premoženja v skladu s 25. členom ZHKO opravi pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin z dovoljenjem Slovenskega inštituta za revizijo. Ocenjevalec v skladu s Pravili vrednotenja nepremičnin¹³⁴ ugotavlja hipotekarno kreditno vrednost nepremičnin, kot ocenjeno dolgoročno tržno vrednost nepremičnin. Ocenjevalec v skladu z ZHKO preudarno ocenjuje tržljivost premoženja v prihodnosti, tako da upošteva dolgoročne trajnostne vidike premoženja, običajne in lokalne razmere na trgu, trenutno uporabo in alternativne primere uporabe premoženja.

Ugotovljeno hipotekarno kreditno vrednost nepremičnin se na naslednji stopnji uporabi pri določanju višine hipotekarnega kredita. V skladu s 26. členom ZHKO se lahko za kritno premoženje upošteva le terjatve iz naslova hipotekarnega kredita, ki ne presegajo 60% hipotekarne kreditne vrednosti obremenjene nepremičnine. V kolikor višina terjatev iz naslova hipotekarnega kredita presega 60% hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnine, se presežek ne sme upoštevati za kritno premoženje.

Bistveno je tudi vzdrževanje vrednosti kritnega premoženja. Hipotekarni krediti in hipotekarne obveznice se praviloma izdajajo za daljša časovna obdobja, ki dosegajo 20 let in več,¹³⁵ in povsem običajno je, da se cene nepremičnin v tako dolgem obdobju spreminjajo. ZHKO je določil mehanizme, ki služijo ohranjanju vrednosti. V skladu z 28. členom ZHKO

¹³⁴ V skladu s 27. členom ZHKO sprejme pravila vrednotenja vsak izdajatelj sam, pri tem pa mora pridobiti soglasje Slovenskega inštituta za revizijo.

¹³⁵ Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in kimunalni obveznici, št 105, str. 19.

mora izdajatelj redno spremljati vrednost zastavljene nepremičnine in oceno te vrednosti izdati najmanj enkrat letno za poslovne nepremičnine, za stanovanjske nepremičnine pa najmanj enkrat na tri leta. Nadalje je treba vsake tri leta in v primeru, da tržne cene padejo za več kot 10%, znova oceniti temeljne predpostavke hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnin. V kolikor pa mehanizmi 28. člena ne bi zadostovali in bi prišlo do situacije, ko vrednost nepremičnin ne bi več predstavljala zakonsko zahtevanega kritja, mora izdajatelj v skladu z 29. členom ZHKO, na zahtevo skrbnika kritnega registra, nadomestiti hipotekarni kredit z drugim hipotekarnim kreditom ali drugim ustreznim premoženjem.

3.1.6 Hipotekarni kredit

ZHKO v členih od 30 do 37 določa pogoje, ki jih mora izpolnjevati hipotekarni kredit, da je le ta primeren za vključitev v kritno premoženje. Določa še kvaliteto zavarovanja terjatev ter način vzpostavitve povezave med sredstvom zavarovanja terjatve in hipotekarno obveznico.

V 30. členu ZHKO je določeno, da mora biti pogodba o hipotekarnem kreditu sklenjena v obliki neposredno izvršljivega notarskega zapisa in zavarovana z ustanovitvijo zastavne pravice ali zemljiškega dolga na eni ali več nepremičninah. V kolikor je na taki nepremičnini zgrajena stavba, mora biti stavba zavarovana za ves čas trajanja kreditne pogodbe proti vsem rizikom, najmanj za zavarovalno vsoto v vrednosti dela kredita, ki je vpisan v kritnem registru, zavarovalna polica pa mora biti seveda vinkulirana v korist kreditodajalca.

Vsebinsko kreditne pogodbe ZHKO ureja v 31. členu, kjer določa posebne sestavine kreditne pogodbe, ki jih mora taka pogodba vsebovati poleg običajnih. Pomembno določilo je, da mora kreditna pogodba vsebovati navedbo, da bo terjatev vpisana v kritni register izdajatelja. Nujna posledica tega je, da mora biti za uvrstitev nekega kredita v kritno premoženje, kreditojemalec obvezno obveščen, saj je seznanjen z vsebino kreditne pogodbe. Z drugimi besedami, to pomeni, da izdaja hipotekarne obveznice na podlagi določenega kredita ni mogoča, če kreditojemalec o tem ni obveščen oz. če s tem ne soglaša. Druga možnost bi bila, da za izdajo hipotekarnih obveznic kreditojemalec iz osnovnega kreditnega razmerja ne bi bil obveščen, kar bi bilo morda tudi bolj smiselno. Iz obrazložitve k predlogu zakona pa razlogi, ki so vodili predlagatelja za tako besedilo, zakona žal niso vidni.

V nadaljevanju ZHKO določa, da mora pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovati še zemljiškoknjižno dovolilo in soglasje kreditojemalca, da se, če terjatev zapade, opravi izvršba zaradi njenega poplačila. V kolikor zastavitelj nepremičnine ni hkrati tudi kreditojemalec,

mora skleniti pogodbo o hipotekarnem kreditu tudi zastavitelj. Iz obrazložitve k predlogu ZHKO ponovno ni razvidno, zakaj se je zakonodajalec odločil za možnost, da mora biti zemljiškoknjižno dovolilo obvezno vsebovano v pogodbi o hipotekarnem kreditu in ne v posebnem dokumentu, kar bi bilo glede na Stvarnopravni zakonik¹³⁶ (v nadaljevanju »SPZ«) in Zakon o zemljiški knjigi¹³⁷ mogoče in morda tudi bolj smiselno. Zemljiškoknjižno dovolilo je namreč dodatna predpostavka za veljavnost posla ustanovitve hipoteke, ki služi predvsem varnosti udeležencev v pravnem prometu, da ne bi nepremišljeno zastavljali svoje nepremičnine in zadostuje že sam po sebi. Združitev pogodbe o hipotekarnem kreditu in zemljiškoknjižnega dovolila v enoten dokument ne prispeva nikakršne dodatne varnosti. Dodatnega argumenta, ki bi govoril v prid taki ureditvi pa ni mogoče najti.

Kljub temu, da je načelo zmanjševanja in odprave tveganj predčasnega poplačila kredita eno temeljnih načel ZHKO,¹³⁸ le ta v 33. členu dopušča možnost predčasnega poplačila, saj bi pretirana togost seveda nedvomno zmanjšala privlačnost tega instituta kot takega. Zahtevo po možnosti predčasnega poplačila potrošniškega kredita je postavila že Evropska komisija v enem izmed svojih dokumentov.¹³⁹ V primeru predčasnega poplačila kredita je kreditojemalec zavezan plačati provizijo, ki ne sme presegati 1% zneska predčasnega poplačila za vsako polno leto do konca trajanja kreditne pogodbe. Vidimo, da je zakonodajalec sprejel kompromis, saj ni prepovedal predčasnega poplačila kredita, določil pa je provizijo, ki je v določenih primerih lahko zelo visoka.¹⁴⁰

Zakonodajalec je v 35. členu ZHKO vpeljal nov institut, ki je zanimiv in doslej neznan tudi s stališča zemljiškoknjižnega prava. Gre za zaznambo kritnega registra. Zaznamba kritnega registra je zaznamba, da je zavarovana terjatev namenjena vpisu v kritni register, pri čemer se vpiše tudi oznako kritnega registra, firmo in sedež izdajatelja ter ime in naslov skrbnika kritnega registra. Seveda se lahko tako zaznambo vpiše ob samem vpisu

¹³⁶ Ur. l. RS, št. 87/2002. 141. člen Stvarnopravnega zakonika določa, da se vpis v zemljiško knjigo opravi na podlagi listine, ki vsebuje zemljiškoknjižno dovolilo. Taka listina mora vsebovati še označbo hipotekarnega upnika in dolžnika zavarovane terjatve ter zastavitelja, če ta hkrati ni dolžnik zavarovane terjatve, pravni temelj, zemljiškoknjižno označbo nepremičnine in višino ter zapadlost zavarovane terjatve. Iz tega odstavka je jasno razvidno, da mora biti navezovalni posel (pravni temelj) v zemljiškoknjižnem dovolilu le naveden, kar posledično pomeni, da je lahko sama pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovana tudi v drugem dokumentu.

¹³⁷ Ur. l. RS, št. 58/2003.

¹³⁸ Glej Uvod k predlogu zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, št 105, str. 5.

¹³⁹ Evropska komisija, Združevanje trgov EU za hipotekarne kredite, Poročilo Forumske skupine za hipotekarne kredite, 2004, dostopno na internetni strani: http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/docs/home-loans/exsum_sl.pdf, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

¹⁴⁰ Predstavljajmo si hipotetičen primer (ki pa je pri hipotekarnem kreditu povsem verjeten, saj gre za dolgotrajna razmerja) da je bila kreditna pogodba sklenjena za 20 let, pri čemer se kreditojemalec odloči kredit predčasno poplačati po preteku 5 let; do konca torej ostane še 15 polnih let: poleg obresti, ki jih je že plačal, mora plačati še 15% provizije od zneska preostalega, še neodplačanega kredita.

kreditodajalčeve zastavne pravice, ali pa tudi kasneje. Vprašanje, ki se tu postavlja, saj ZHKO tega eksplicitno ne ureja, je podlaga za vpis take zaznambe. Najverjetneje bi zemljiškooknjižno sodišče upoštevalo določbo 1. odstavka 31. člena ZHKO, ki določa, da mora pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovati navedbo, da bo terjatev kreditodajalca vpisana v kritni register. Sodišče bo torej vpisalo zaznambo samo, če bo pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovala tako navedbo, pri čemer je to tudi edini pogoj, ki je razviden iz ZHKO. Posledica vpisa take zaznambe je, da je izvršba ali vsaka sprememba vpisa hipoteke ali zaznambe mogoča samo na podlagi pisnega soglasja skrbnika kritnega registra.

ZHKO dopušča tudi možnost, da je izdajatelj hipotekarnih obveznic druga banka in ne banka kreditodajalka. Gre za prenos terjatev iz kreditnih pogodb na izdajatelja. V tem primeru pride do spremembe zastavnega upravičenca, zato je treba na zemljiško knjigo predlagati ustrezno spremembo in pri tem vpisati zaznambo kritnega registra na novega upravičenca. Če je prenesen samo del terjatve, ki je zavarovan s hipoteko, mora imeti hipoteka za preneseni del terjatve boljši vrstni red od hipoteke za nepreneseni del terjatve, za kar mora poskrbeti izdajatelj.

V tretjem odstavku 31. člena pa ZHKO določa še, da mora kreditojemalec, v kolikor je hipotekarni kredit zavarovan z zemljiškim dolgom,¹⁴¹ ob sklenitvi pogodbe o hipotekarnem kreditu veljavno prenesti zemljiško pismo na kreditodajalca. Zemljiško pismo je po SPZ vrednostni papir po odredbi, kar pomeni, da se prenaša z indosamentom, ki je lahko popoln, bianko ali na prinosnika.¹⁴² V primeru, da je terjatev, ki se prenaša na izdajatelja, zavarovana z zemljiškim dolgom, se na izdajatelja prenese le zemljiško pismo, vpis zaznambe kritnega registra pa ni potreben. Zemljiško pismo, ki služi kot zavarovanje se prenese na izdajatelja z indosamentom in izročitvijo v posest izdajatelju. Pri tem je nedvomno potrebno opozoriti na nekatere potencialne probleme, ki jih omenja teorija. Za prenos zemljiškega pisma in s tem zemljiškega dolga je najprimernejši popolni indosament, ki pa za lastnika obremenjene nepremičnine lahko pomeni nepopolno varstvo.¹⁴³ Kljub temu, da gre v tem primeru za varovalni zemljiški dolg (*nem.* Sicherungsgschuld), ki je ustanovljen za zavarovanje določene terjatve, je tak zemljiški dolg še vedno neakcesoren. Ko se tak zemljiški dolg prenese na tretjo osebo, v tem primeru na izdajatelja, s tem fiduciarna zaveza med kreditojemalcem in kreditodajalcem izgubi svoj pomen, saj izdajatelj ni več omejen s tako

¹⁴¹ Zastavna pravica in zemljiški dolga sta na za potrebe ZHKO podlagi 4. odstavka 34. člena ZHKO povsem enakovredna.

¹⁴² Juhart, M., Vrenčur, R., Tratnik, M., Stvarno pravo, GV Založba, 2007, str 297.

¹⁴³ *Ibid*, str. 298, 299.

vsebino relativnega razmerja med lastnikom obremenjene nepremičnine in prvim upnikom iz zemljiškega dolga (kreditodajalcem). To pa nedvomno pomeni slabši položaj za lastnika obremenjene nepremičnine, saj ne more več uveljavljati ugovorov, ki jih je imel proti kreditodajalcu. Menim, da se je temu mogoče izogniti tako, da se na izdajatelja prenese celotna kreditna pogodba z vsemiavezami, ki jih je imel kreditodajalec proti kreditojemalcu, vključujoč fiduciarne zaveze. Na podlagi povedanega lahko zaključimo, da je ureditev 36. člena ZHKO, ki določa, da za prenos terjatev iz kreditnih pogodb ni potrebno soglasje kreditojemalca, v primeru, ko kreditojemalec hkrati ni tudi lastnik nepremičnine, na kateri je ustanovljen zemljiški dolg, ki služi kot zavarovanje, lahko v določenih primerih tudi nepopolna oz. neprimerna.

Pomembno je še določilo, da se na izdajatelja prenese celoten zemljiški dolg, kljub temu, da se prenese samo del terjatve, ki je zavarovan z zemljiškim pismom. Izdajatelj v tem primeru upravlja z delom zemljiškega dolga, ki ni potreben za zavarovanje prenesene terjatve, v dobro drugega kreditodajalca. To določilo je nujna posledica dejstva, da se zemljiški dolg prenaša le skupaj z zemljiškim pismom, ki je vrednostni papir v fizični obliki in je lahko tako v določenem trenutku le na enem mestu.

3.1.7 Kritni register in skrbnik kritnega registra

Kritni register je register, ki ga vodi izdajatelj in v katerega se, po predhodni odobritvi skrbnika kritnega registra, vpisuje kritno premoženje. Skrbnik kritnega registra, kot neodvisen od Banke Slovenije in izdajatelja, predstavlja tretji steber nadzora nad varnostjo hipotekarnih obveznic in je tako eden izmed najpomembnejših subjektov v strukturi listinjenja na podlagi ZHKO.

ZHKO v 38. členu določa, da mora vsak izdajatelj voditi kritni register, česar ni mogoče prenesti na drugega izvajalca. Kritni register si lahko predstavljamo kot bilanco stanja, pri čemer so na aktivni vpisane vse terjatve iz naslova hipotekarnega kredita in druge naložbe ter izvedeni finančni instrumenti, ki predstavljajo kritno premoženje, medtem ko so na pasivi vpisane vse izdane hipotekarne obveznice, oboje v nominalnem znesku. Pri tem je potrebno poudariti, da mora biti aktiva v vsakem trenutku vsaj enaka, oz. večja od pasive. Ugotovimo lahko, da se ta bilanca razlikuje od klasične bilance, ki jo poznamo v računovodstvu po tem, da je aktiva pri klasični bilanci v vsakem primeru enaka pasivi, pri kritnem registru pa mora biti pasiva enaka ali manjša od aktive. S tem, ko se premoženje vpiše v kritni register se zagotovi pomembno načelo ločenosti kritnega premoženja od ostalega premoženja banke, saj

lahko na to premoženje, na podlagi izrecnega zakonskega določila, posežejo le imetniki hipotekarnih obveznic, ki so vpisani na pasivi.

40. člen ZHKO določa, da mora vsak izdajatelj imeti skrbnika kritnega registra, ki ga imenuje izdajatelj sam. V praksi to pomeni, da Banka Slovenije določenemu številu oseb podeli dovoljenje za opravljanje funkcije skrbnika v banki, vsak posamezni izdajatelj pa se potem odloči, katerega izmed skrbnikov, ki jih ima na razpolago, bo imenoval. Premoženje se lahko vpiše v kritni register in se iz njega izbriše le na podlagi posebne pisne odobritve skrbnika kritnega registra, ki tudi celoten vmesni čas skrbi, da premoženje predstavlja primerno in zadostno maso za poplačilo hipotekarnih obveznic in da je kritno premoženje skladno z določbami ZHKO. Skrbnik torej ne potrdi izdaje hipotekarne obveznice, če gotovi, da obveznica nima zadostnega in ustreznega kritja v premoženju.

Če skrbnik kadarkoli ugotovi, da kritno premoženje ne zadostuje več za pokritje hipotekarnih obveznic, ali da je drugače v neskladju z ZHKO, mora o tem nemudoma obvestiti Banko Slovenije, pri tem pa tudi zahtevati od izdajatelja, da neustrezno premoženje nadomesti z drugim, v skladu z 29. členom ZHKO. V kolikor pride do spora med izdajateljem in skrbnikom kritnega registra o sporu odloči Banka Slovenije.

3.1.8 Stečaj izdajatelja

V členih od 46. do 51. ZHKO je urejen postopek, ki ga je treba upoštevati v primeru stečaja izdajatelja. Stečaj izdajatelja je največja grožnja varnosti hipotekarnih obveznic in zato je to poglavje ZHKO izjemno pomembno. Zanimivo pri tem je, da namen zakona, v primeru stečaja izdajatelja ni v tem, da se imetniki hipotekarnih obveznic predčasno poplačajo (kot bi v stečajnem postopku sicer pričakovali), ampak, da se kritno premoženje izloči iz stečajne mase in nadaljuje svoje življenje do izteka zadnje obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic, tako kot je bilo načrtovano od samega začetka.

Imetniki hipotekarnih obveznic imajo, v skladu s 46. členom ZHKO, pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi upniki izdajatelja. V medsebojnem razmerju pa imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Zahtevke proti stečajni masi v svojem imenu in za račun imetnikov hipotekarnih obveznic uveljavlja upravitelj kritnega registra.

V skladu s 1. odstavkom 47. člena ZHKO se, v primeru začetka stečajnega postopka nad izdajateljem, kritno premoženje izloči iz stečajne mase, stečajni senat pa na predlog Banke Slovenije določi upravitelja kritnega premoženja. Če je le mogoče, se izločeno premoženje

nameni nadaljnemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic. Cilj, ki ga to določilo zasleduje je, da so investitorji, ki so investirali svoje premoženje v hipotekarne obveznice, le to storili za določeno obdobje in tako ni v njihovem interesu, da bi bili predčasno poplačani.

V kolikor je skrbnik kritnega registra pravilno opravil svojo nalogo, premoženje zadostuje za nadaljevanje poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic. Problem pa nastane, če postane jasno, da kritno premoženje ne bo zadostovalo za nadaljno nepretrgano poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru Banka Slovenije po lastni presoji ali na predlog skrbnika kritnega predlaga ločeni stečajni postopek nad kritnim premoženjem. Če imetniki hipotekarnih obveznic v ločenem stečajnem postopku niso v celoti poplačani, lahko preostanek svojih terjatev prijavijo v rednem stečajnem postopku v roku 30 dni po zaključku ločenega stečajnega postopka. Pri tem je treba opozoriti, da, v kolikor se nad izdajateljem vodita dva stečajna postopka, upniki v rednem stečajnem postopku ne smejo biti poplačani pred pretekom obdobja 30-ih dni od zaključka ločenega stečajnega postopka.

Na drugi strani se seveda lahko zgodi, da premoženje zadostuje za nadaljevanje poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru se, kot že rečeno, imenuje upravitelj kritnega premoženja, ki opravlja nalogo, ki jo je opravljal izdajatelj do začetka stečajnega postopka. Lahko se tudi zgodi, da je izločeno premoženje večje, kot bi bilo potrebno za poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru lahko stečajni upravitelj zahteva, da upravitelj kritnega premoženja, del premoženja, za katerega je nesporno ugotovljeno, da ne bo potrebno za poravnavo obveznosti do imetnikov hipotekarnih obveznic, izloči v stečajno maso izdajatelja. O tem odloči sodišče, po predhodni pridobitvi mnenja upravitelja kritnega premoženja.

Obstaja tudi možnost, da v skladu s 50. členom ZHKO, upravitelj kritnega premoženja s pogodbo prenese celotno kritno premoženje in celotne obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic na drugega izdajatelja, za kar pa je potrebno pridobiti predhodno soglasje Banke Slovenije. V tem primeru se transakcija nadaljuje, kot je bila načrtovana že od začetka, le izdajatelj (banka) je po novem drug.

3.1.9 Drugo

3.1.9.1 *Komunalna obveznica*

ZHKO v celoti ureja samo hipotekarno obveznico, v 52. členu pa določa, da se za izdajo komunalnih obveznic smiselno uporabljajo določbe ZHKO, ki jih taksativno našteje. Pri tem

se izraz »hipotekarna obveznica« nadomesti z izrazom »komunalna obveznica«, izraz »hipotekarni kredit« pa z izrazom »kredit osebam javnega prava« v ustreznem sklonu. Iz tega je mogoče razbrati, da sta si komunalna in hipotekarna obveznica v svojih temeljnih značilnostih povsem identični, razlikujeta se le v kvaliteti kritnega premoženja.

Če izdajatelj izdaja hipotekarne in komunalne obveznice, mora po izrecni zakonski določbi za to voditi ločena kritna registra, ob stečaju pa se terjatve imetnikov komunalnih obveznic lahko poplačajo le iz kritnega premoženja komunalnih obveznic.

3.1.9.2 Poročanje Banki Slovenije in nadzor

Poročanje Banki Slovenije se opravlja na trimesečni osnovi. Izdajatelj mora v roku 10 dni po izteku trimesečja, Banki Slovenije posredovati izpis iz kritnega registra na zadnji dan trimesečja, ki mora biti podpisan s strani skrbnika kritnega registra.

Nadzor nad izvrševanjem ZHKO opravlja Banka Slovenije z izjemo nadzora nad izvrševanjem 17. in 18. člena zakona, za kar je pristojna ATVP. Omenjena člena se nanašata na sklep o izdaji in na samo izdajo ter na prvo prodajo hipotekarnih obveznic.

3.1.9.3 Uporaba imena hipotekarna in komunalna obveznica

ZHKO v 61. členu določa, da se obveznice, ki so bile izdane pred uveljavitvijo ZHKO in ki vsebujejo besedni zvezi »hipotekarna obveznica« ali »komunalna obveznica« ter izpeljanke iz njiju, ne štejejo za hipotekarne in komunalne obveznice. Ta določba je povezana s 4. členom ZHKO, ki ureja zaščito imena. Glede na besedilo lahko ugotovimo, da zakon ni prepovedal uporabe imena za obveznice, ki so bile izdane pred uveljavitvijo ZHKO, kljub temu, da zanje ne veljajo njegove določbe. To lahko pripelje do tega, da se bodo na trgu pojavile obveznice, ki ne bodo podvržene urejanju in varovalnim mehanizmom, ki izvirajo iz ZHKO, pa bi se kljub temu imenovale »hipotekarne obveznice«, kar lahko povzroči zmedo na trgu. Določba bo prišla še posebej do izraza v primeru obveznic BTC1 in BTC2 o katerih je govor zgoraj.¹⁴⁴

Po drugi strani pa je to edina mogoča rešitev, saj ni mogoče zahtevati spremembe imena vsem potencialno že izdanim obveznicam, ki so v obtoku in ki se imenujejo hipotekarne obveznice.

¹⁴⁴ Glej *supra*, točka 3.

3.1.10 Zaključek k ZHKO

Glede na povedano lahko zaključimo, da je ureditev na podlagi ZHKO dobra in da ni večjih nevarnosti, ki bi pretile morebitnim imetnikom hipotekarnih obveznic. ZHKO je pred kratkim praznoval svojo drugo leto veljavnosti kljub temu pa, po dosegljivih podatkih, do izdaje pravih hipotekarnih obveznic na podlagi ZHKO v Sloveniji še ni prišlo.

Kljub sicer dobri zakonski ureditvi je prišlo do nekaterih dodatnih dejanskih problemov, ki so onemogočali uveljavitev hipotekarne obveznice pri nas. Vzroke za relativno nerazvitost samega hipotekarnega bančništva je mogoče najti predvsem v pomanjkljivi ureditvi zemljiške knjige, ki se sicer izboljšuje ter majhni količini pravih hipotekarnih kreditov, saj so, vsaj kratkoročno, ugodnejša zavarovanja kreditov pri zavarovalnicah. Poleg tega je problem razmeroma pozno izdana pravna podlaga in strokovno-tehnični izziv, ki ga bankam predstavlja izpolnjevanje pogojev za izdajo hipotekarnih obveznic.¹⁴⁵

Dodatna ovira so tudi zahtevni in dragi postopki vrednotenja nepremičnin, ki jih je treba opravljati na letni bazi in pomanjkanje cenilcev z licenco Slovenskega inštituta za revizijo ter tudi nekatera neskladja z določbami Zakona o potrošniških kreditih¹⁴⁶ (v nadaljevanju »ZPotK«), glede predčasnega vračila po kreditni pogodbi. Nenazadnje pa prepreko predstavljajo še visoki zagonski in drugi stroški, kot je vzpostavitev IT sistema za podporo izdajanju obveznic in sistema za upravljanje s tveganji.

Kot na vsakem pomembnejšem pravnem področju se tudi na področju hipotekarnega kreditiranja pojavljajo vprašanja poenotenja zakonodaje znotraj Evropske unije. Trenutno na evropski ravni na tem področju ni poenotene zakonodaje, obstajajo pa težnje v tej smeri.¹⁴⁷ Julija 2005 je Evropska komisija objavila Zeleno knjigo z naslovom Hipotekarni krediti v EU, za jesen 2007 pa je bila predvidena objava Bele knjige o ureditvi hipotekarnega kreditiranja. Do poenotenja naj bi prišlo tako na primarnem trgu ponudbe hipotekarnih kreditov, kakor tudi na sekundarnem trgu oz. na trgu finančnih instrumentov.

Menim, da je poenotenje trga ter večja mobilnost znotraj EU tudi edina rešitev za (še vedno) razmeroma zaprt slovenski trg, ki je premajhen, da bi se hipotekarno bančništvo oz. hipotekarne obveznice razvile do te mere, kot je to potrebno za nemoteno izvajanje tovrstnih transakcij.

¹⁴⁵ Ministrstvo za finance RS: Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici.

¹⁴⁶ Ur. l. RS. št. 77/2004.

¹⁴⁷ Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici.

3.2 DRUGE OBLIKE LISTINJENJA IN SLOVENSKI PRAVNI SISTEM

S sprejemom ZHKO je bila dana pravna podlaga za obliko listinjenja, pri kateri banka (originator) prenaša del tveganja, povezanega s hipotekarnim kreditom na trg, prevzamejo pa ga kupci hipotekarnih obveznic. Lahko rečemo, da je ZHKO zelo specifičen zakon, ki ureja le izdajo obveznic, ki imajo kritje v hipotekarnih kreditih oz., bolj natančno, v zastavnih pravicah na nepremičninah (hipotekah), ki služijo kot zavarovanje. ZHKO pa ne ureja ostalih oblik listinjenja, kot so listinjenje z ustanovitvijo SPV-ja in listinjenja, ki kot kritno premoženje uporablja druge oblike premoženja.

To poglavje bo namenjeno razpravi o tem, ali so ostale oblike listinjenja pri nas mogoče in če so, na podlagi katerih zakonski določil ter kakšen je postopek. Za bolj plastično predstavo bo zakonska ureditev pri nas predstavljena na primeru, opisan bo celoten postopek in izpostavljene bodo morebitne šibke točke naše zakonodaje.

Kot že rečeno, lahko kot kritno premoženje uporabimo katerekoli terjatve, ki imajo razmeroma ugotovljiv bodoči denarni tok in ki so dovolj velike. Take terjatve so npr. terjatve iz kreditnih kartic, terjatve, ki nastanejo pri nakupu avtomobila s kreditom, terjatve potrošniških kreditov, terjatve ki izvirajo iz leasing pogodb za nakup avtomobila itd. Zaradi obsežnosti se bom v nadaljevanju posvetil le listinjenju potrošniških kreditov. Listinjenje ostalih terjatev se načeloma razlikuje le v malenkostih in načinu izvedbe, temeljni mehanizem pa je enak in to je razlog da se ne bom posvečal vsaki obliki posebej. ZBan – 1 v 120. členu predstavlja dve obliki listinjenja: tradicionalno listinjenje in sintetično listinjenje, ki je listinjenje s pomočjo finančnih instrumentov in predstavlja zelo obsežno področje. Zato se bom posvetil le tradicionalnemu listinjenju, saj je tudi s pravnega stališča zanimivejše.¹⁴⁸

3.2.1 Listinjenje potrošniških kreditov

Predstavljajmo si primer,¹⁴⁹ da ima določena banka 1.000 komitentov, ki so pri njej najeli potrošniške kredite. Vsakemu izmed teh komitentov je banka odobrila potrošniški kredit v znesku 10.000 EUR. Doba odplačevanja kreditov je za vse komitente enaka in sicer 12 mesecev. Banka se odloči, da bo te terjatve do svojih komitentov listinila.

¹⁴⁸ Zakon o bančništvu v 2. odstavku 120. člena določa: Tradicionalna sekuritizacija je sekuritizacija, ki obsega premoženjski prenos izpostavljenosti, ki so predmet sekuritizacije, na pravno osebo s posebnim namenom sekuritizacije, ki izda vsaj dve vrsti vrednostnih papirjev, ki odražata različen segment kreditnega tveganja. To se opravi tako, da izvorna banka neposredno ali prek soudeležbe prenese imetništvo sekuritiziranih izpostavljenosti. Vrednostni papirji, ki se izdajo, ne vsebujejo denarne obveznosti izvorne banke.

¹⁴⁹ Primer je izmišljen, podatki pa poenostavljeni, zaradi lažje predstavitve. Dejanske številke in zneski pri listinjenju v resničnem življenju bi morali biti načeloma dosti večji. Glavni razlog za to je razpršenost naložb (čim večje število komitentov), kar je predpogoj za varnost tovrstnih vrednostnih papirjev.

Za to se bo odločila zaradi dveh razlogov. Prvi razlog je v izločitvi slabih terjatev (kar potrošniški krediti so, predvsem zaradi prihodnje negotove plačilne sposobnosti komitentov) iz svoje bilance, saj bo s tem pridobila boljšo boniteto, poleg tega se ji bo izboljšalo tudi še razmerje med odobrenimi krediti in gotovino. Drugi razlog pa je v lastnem financiranju banke. Banka namreč potrebuje svež kapital, če želi financirati nadaljnje kredite svojim komitentom, pri čemer je omejena z že omenjenim razmerjem med danimi krediti in gotovino.

Izločitev takih terjatev (kreditov) bo banka dosegla tako, da bo ustanovila posebno družbo oz. SPV ter nanjo s cesijo prenesla terjatve do svojih komitentov.¹⁵⁰ V nadaljevanju bo SPV izdal vrednostne papirje, običajno obveznice, jih prodal investitorjem, izkupiček pa plačal banki kot kupnino za odstopljene terjatve.

Pripomniti je treba, da lahko transakcijo listinjenja izvedejo tudi drugi subjekti na trgu in ne samo banke. V tem primeru bodo prav tako veljala pravila, ki bodo obrazložena v nadaljevanju, razlika bo le v tem, da za subjekte, ki niso banke veljajo dosti nižji standardi, kar naredi transakcijo le enostavnejšo. Pri tem pa je treba seveda dodati, da nižja regulacija pomeni nižjo stopnjo varnosti, kar se bo zagotovo poznalo v kvaliteti takih vrednostnih papirjev.

3.2.1.1 Ustanovitev SPV-ja

ZBan – 1 določa omejitve v zvezi z naložbami bank v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja. Vrednost kvalificiranega deleža banke v posamezni osebi nefinančnega sektorja namreč ne sme presegati 15% njenega kapitala, vsota vseh kvalificiranih deležev banke v osebah nefinančnega sektorja pa ne sme presegati 60% njenega kapitala. To pomeni, da lahko slovenska banka, ob upoštevanju zgornjih omejitev, ustanovi katerokoli družbo v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah – 1¹⁵¹ (v nadaljevanju »ZGD-1«). Seveda pa je banka pri tem omejena še z določbami o ohranjanju kapitalske ustreznosti na podlagi novega kapitalskega sporazuma, ki velja za banke, ki delujejo na mednarodnem področju, bolj znan pod imenom BASEL II.¹⁵²

Običajno bo banka ustanovila SPV v obliki kapitalske družbe, saj običajno ni v njenem interesu, da bi v celoti jamčila za dolgove ustanovljene družbe. Na podlagi tega pridejo v

¹⁵⁰ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 135.

¹⁵¹ Ur. l. RS, št. 42/2006, 26/2007, 33/2007, 67/2007, 100/2007, 10/2008.

¹⁵² Joobst, A., *The Basle Securitisation Framework Explained: The regulatory Treatment of Asset Securitisation*, Center for Financial Studies, 22. september 2004, dostopno na internetni strani: <http://ideas.repec.org/p/cfs/cfswop/wp200421.html>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

poštev delniška družba, družba z omejeno odgovornostjo, evropska družba ter pogojno še komanditna delniška družba. Najpogosteje in najverjetneje se bo banka odločila za družbo z omejeno odgovornostjo, saj je najprimernejša, zahteve in postopek ustanovitve take družbe pa najenostavnejši.

V zadnjem času se vse pogosteje ugotavlja, da je zaradi davčnih vidikov, izjemno ugodno ustanoviti družbo izven Republike Slovenije, še posebno na *off-shore* davčnih oazah. Ob upoštevanju omejitev, ki so navedene v prvem odstavku tega podpoglavja ZBan – 1 tega ne prepoveduje.

SPV je posebna družba, brez substance, ki je ustanovljena izključno z namenom listinjenja in načeloma ne bo opravljala nobenih drugih poslov. V angleščini se je s tem namenom uveljavil izraz *shell-company*, kar v prevodu pomeni družba-lupina, kar najlepše opiše dejansko naravo take družbe.

Izjemno pomembne so karakteristike, ki jih mora SPV izpolnjevati, da je, kar se le da oddaljen od možnosti, da bi bil nad njim sprožen stečajni potopek.¹⁵³ S tem bi bili namreč oškodovani imetniki vrednostnih papirjev in v kolikor bi možnost stečaja SPV-ja obstajala, bi zanimivost tovrstnih vrednostnih papirjev na splošno močno padla. Kot vemo, se v skladu s slovensko zakonodajo ni mogoče zavezati, da nad določenim subjektom ne bomo sprožili insolvenčnega postopka oz. take zaveze ni mogoče uspešno uveljaviti. S tem namenom so se v svetu izoblikovali določeni mehanizmi, ki so primerni in uporabni tudi v slovenskem pravnem sistemu, zato jih velja upoštevati.

Predstavljajmo si SPV, kot družbo z omejeno odgovornostjo, ustanovljeno v skladu s slovenskim pravom. Pomembno je, da ima SPV poslovodstvo, ki ni v ničemer odvisno od originatorja (banke) ampak je vezano predvsem na navodila in napotke fiduciarja in je po možnosti celo imenovano s strani fiduciarja.¹⁵⁴ Tu se bo sicer pojavilo vprašanje imenovanja poslovodstva s strani tretje osebe, kar ni skladno z določbami slovenskega ZGD – 1. To pomankljivost bo potrebno nekako obiti. Ena izmed možnosti za to bi bila, da se s posebno pogodbo dogovori, da fiduciar predlaga neodvisno poslovodstvo, po lastni izbiri, ki ga originator kot družbenik SPV-ja mora imenovati. Nadalje je treba omejiti dejavnosti SPV-ja samo na tiste, ki so nujno potrebne za nakup terjatev in izdajo vrednostnih papirjev. Drugih dejavnosti, ki niso neposredno povezane s tema dvema transakcijama in ki lahko povzročijo

¹⁵³ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 135.

¹⁵⁴ Gorton, G., S. Soules, N., *Special Purpose Vehicles and Securitisation*, str. 2, dostopno na internetni strani: <http://www.nber.org/papers/w11190>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

dodatne dolgove, SPV ne sme opravljati. Pomembno je tudi, da se SPV-ju oz. njegovemu poslovodstvu prepove prevzemanje kreditov in drugih obveznosti, ki bi presegle določen znesek. Pri tem je treba biti pazljiv, saj lahko pretirana strogost za sabo potegne nelikvidnost SPV-ja, kar ima lahko za posledico točno to, čemur se poskušamo izogniti in sicer stečaj SPV-ja. Zaradi tega se je v svetu uveljavil institut garanta kreditne bonitete (Credit Enhancement), ki je s tega stališča potreben tudi v našem sistemu. Garant kreditne bonitete je običajno banka, ki se zaveže, da bo v primeru nelikvidnosti SPV-ja finančno posredovala in tako »rešila« SPV pred morebitnim stečajnim postopkom. Na tem mestu so seveda našteje le nekatere glavne varovalke, ki omogočajo, da je SPV strukturiran pravilno in predvsem tako, da je kar najzanimivejši za listinjenje, v nadaljevanju pa bodo na posameznih mestih predstavljene še dodatne.

Nadaljevanje tega poglavja je napisano na predpostavki, da je SPV pridobil vsa potrebna dovoljenja za opravljanje dejavnosti, ki bodo opisane, kot so npr. dovoljenje za opravljanje kreditnih poslov, v kolikor bo npr. odkupoval potrošniške kredite s strani banke ipd. Vprašanje dovoljenj namreč ne bo posebej obravnavno.

3.2.1.2 Prenos terjatev na SPV - cesija

Banka se torej odloči, da bo teh 1.000 terjatev iz kreditnih pogodb prenesla na SPV, kar bo v tem primeru naredila s cesijo.¹⁵⁵

Odstop terjatve ali cesija je pogodba, s katero upnik (v našem primeru banka oz. originator) prenese svojo terjatev na novega upnika (v našem primeru na SPV).¹⁵⁶ Cesija ima lastnost razpolagalnega pravnega posla s katero preide terjatev iz premoženja ene stranke v premoženje druge, kar je pri listinjenju bistvenega pomena. Za varnost imetnikov vrednostnih papirjev, izdanih na tej podlagi, je namreč izredno pomembno, da to premoženje ne more postati predmet stečajne mase originatorja. V tem primeru govorimo o institutu »true sale«,¹⁵⁷ ki ga slovenski pravni sistem pozna.¹⁵⁸

Za pogodbo o cesiji slovenska zakonodaja ne zahteva posebne oblike, kar pomeni, da je lahko sklenjena tudi v ustni obliki. Pri tem je seveda treba v našem primeru opozoriti na 6.

¹⁵⁵ Lahko pa si zamislimo tudi možnost, da bi banka v SPV »vložila« terjatve, ki jih namerava listiniti, kot stvarni vložek. SPV, ki bi bil v tem primeru ustanovljen kot delniška družba pa bi potem izdal delnice in dosegli bi podoben učinek.

¹⁵⁶ Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2003, 2. knjiga, str. 569.

¹⁵⁷ O tem podrobneje zgoraj, točka 3.3.2

¹⁵⁸ Šelih, N., Kavšek, B., The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2006, Global Legal Group, London, dostopno na internetni strani: <http://www.ICLG.co.uk>, nazadnje obiskana: 04.03.2008.

člen ZPotK, ki za pogodbo o potrošniškem kreditu zahteva pisno obliko. Razlog za tako zahtevo je najverjetneje v varstvu potrošnika, ki najema tak kredit. To ima za posledico, da se morajo tudi morebitne spremembe take kreditne pogodbe sklepati v pisni obliki. Na tem mestu se postavi tudi vprašanje ali gre pri cesiji, kjer se dejansko spremeni ena izmed strank pogodbe, tudi za spremembo same kreditne pogodbe. Če bi bilo temu tako, bi bilo potrebno pogodbo o cesiji skleniti v pisni obliki.

Menim, da ni treba, da bi bila pogodba o cesiji v tem primeru sklenjena v pisni obliki. Sama vsebina terjatve se namreč s cesijo ne spremeni.¹⁵⁹ Poleg tega pa obstaja tudi zahteva, da se dolžnikov položaj zaradi cesije ne sme poslabšati. Razlog, da je temu tako je v nesodelovanju dolžnika pri cesiji.¹⁶⁰ 2. odstavek 421. člena Obligacijskega zakonika¹⁶¹ (v nadaljevanju »OZ«) določa: »Dolžnik lahko uveljavlja proti prevzemniku poleg ugovorov, ki jih ima proti njemu, tudi tiste ugovore, ki bi jih lahko uveljavljal proti odstopniku do takrat, ko je zvedel za odstop.« Nadalje 14. člen ZPotK določa: »V vseh primerih, ko pride do odstopa terjatve iz kreditne pogodbe, je potrošnik upravičen uveljavljati proti prevzemniku vse pravice in uporabiti v svojo obrambo vse dokaz, ki bi jih lahko uveljavil proti prvotnemu dajalcu kredita, vključno s pobotanjem.« Kot vidimo se dolžnikov položaj v ničemer ne poslabša, kar pa je najpomembneje, s samo cesijo se temeljno pogodbeno razmerje ne spreminja. Tako lahko zaključimo, da se za pogodbo o cesiji terjatve iz potrošniškega kredita ne zahteva pisna oblika.

O vprašanju narave terjatev, ki se lahko prenesejo s pogodbo v tem delu ne bo posebnega govora, saj terjatve iz naslova kreditnih pogodb nikakor ne spadajo v krog terjatev, ki jih že po samem zakonu ne bi smeli cedirati. Lažje pa si je predstavljati, da stranki pogodbe skleneta *pactum de non cedendo* oz. pogodbo o prepovedi prenosa terjatev. Taka klavzula bo v pogodbi o potrošniškem kreditu sicer redka, lahko pa je pogosta pri drugih pogodbah, zato bo temu namenjene nekoliko več pozornosti.

OZ v drugem odstavku 417. člena določa, da prenos nima pravnega učinka, če sta se dolžnik in upnik dogovorila, da upnik ne bo smel prenesti terjatve na drugega. Četrty odstavek istega člena pa določa, da je tak prenos sicer veljaven v primeru gospodarske pogodbe, je pa dolžnik prost obveznosti tudi v primeru, če je izpolnil odstopniku terjatve. Ta odstavek je za listinjenje izredno pomemben, saj določa, da je terjatev v primeru gospodarskih pogodb

¹⁵⁹ Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, GV Založba, Ljubljana 2003, 2. knjiga, str. 577.

¹⁶⁰ *Ibid.*, str. 589.

¹⁶¹ Ur. l. RS, št. 97/2007.

prenesena oz. preide iz premoženjske sfere odstopnika v premoženjsko sfero prevzemnika. V tem primeru bo transakcija listinjenja povsem veljavna in tako, kljub temu, da je v temeljni pogodbi dogovorjeno, da upnik svoje terjatve ne sme cedirati.

Pri cesiji gre za singularno pravno nasledstvo in cesionar vstopi v pravni položaj cedenta pri čemer s cesijo pridobi enake pravice, kot jih je imel pred njim cedent.¹⁶² Na tej podlagi s samo terjatvijo preidejo tudi morebitne stranske pravice. Prvi odstavek 418. člena OZ določa: »S terjatvijo preidejo na prevzemnika stranske pravice, kot so pravica do prednostnega poplačila, hipoteka, zastava, pravica iz pogodbe s porokom, pravica do obresti, do pogodbene kazni ipd.« Splošno sprejeto stališče je, da so te našteje pravice zgolj primeroma navedene, kar pomeni, da se kot stranske pravice skupaj z glavno terjatvijo lahko prenašajo tudi druge pravice.¹⁶³ V primeru, da je terjatev potrošniškega kredita zavarovana z neposestno zastavno pravico na osebnem avtomobilu potrošnika, bo ta zastavna pravica prešla na novega upnika že po samem zakonu, skupaj s samo terjatvijo. Seveda se bo tu zastavilo vprašanje primerne zaznambe tega dejstva v prometnem dovoljenju avtomobila in v register neposestnih pravic na nepremičninah, ker bo vsaj za vpis tega dejstva v prometno dovoljenje potrebno sodelovanje dolžnika.

Poroštvo tretje osebe bo pogosta oblika zavarovanja terjatve potrošniškega kredita. Enotno sprejeto stališče je, da skupaj s terjatvijo prehaja na cesionarja tudi obveznost poroka, pri tem je treba poudariti, da tudi zanj velja, da lahko veljavno izpolni tudi cedentu, dokler o cesiji ni obveščen.¹⁶⁴

Za prenos terjatve ni potrebna dolžnikova privolitev, vendar ga mora odstopnik obvestiti o odstopu. Izpolnitev odstopniku pred obvestilom o odstopu je veljavna in je z njo dolžnik prost obveznosti, vendar samo, če ni vedel za odstop; sicer obveznost ostane in jo mora izpolniti prevzemniku. Omenjeni določili 419. člena OZ sta za transakcijo listinjenja izjemno pomembni. Terjatev preide na cesionarja v trenutku, ko je sklenjena pogodba o cesiji, če med strankama ni dogovorjeno drugače.¹⁶⁵ To pomeni, da se v tem trenutku terjatev izloči iz premoženjske sfere cedenta in postane del premoženjske sfere cesionarja (govorimo o »true sale« transakciji). Gre za spremembo pripadnosti terjatve, za kar se ne zahteva niti privolitev niti obvestitev dolžnika, saj gre za dvostransko razmerje med cedentom in cesionarjem. V

¹⁶² Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), *Obligacijski zakonik s komentarjem*, GV Založba, Ljubljana 2003, 2. knjiga, str. 577.

¹⁶³ *Id.*

¹⁶⁴ *Ibid.*, str. 579, 580.

¹⁶⁵ *Ibid.*, str. 582.

kolikor pa želimo doseči tudi učinek proti dolžniku in tako doseči spremembo zunanje pripadnosti terjatve, moramo seveda dolžnika o odstopu obvestiti (kar pa kot rečeno ni pogoj za veljavnost samega odstopa).

Taka ureditev je izjemno zanimiva za listinjenje. Pri eni izmed oblik listinjenja namreč dolžnik ni nikdar obveščen o odstopu, v kolikor seveda redno poplačuje svoje obveznosti iz kreditne pogodbe. V tem primeru govorimo o prodaji kreditne zaščite oz. o eni izmed vrst sintetičnega listinjenja.¹⁶⁶ Taka transakcija poenostavljeno izgleda tako, da se banka najprej odloči in podobno kot zgoraj s cesijo na SPV prenese 1.000 terjatev, ki jih ima do svojih komitentov na podlagi odobritve potrošniških kreditov. Od teh 1.000 komitentov jih 990 ne bi bilo nikoli obveščenih o odstopu terjatve in izdaji vrednostnih papirjev na tej podlagi, če bi svoje obveznosti redno poplačevali banki (originatorju). Po izteku dvanajstmesečnega obdobja bi bili tako prosti svojih obveznosti. Ostalih deset komitentov pa bi na določeni časovni točki nehali odplačevati svoje obveznosti po kreditni pogodbi. V tem trenutku bi jih banka obvestila o odstopu terjatev na SPV. Ker je bila terjatev že pred tem prenesena na SPV in je tako postala del njegovega premoženja, je tudi nevarnost morebitnega neplačila že prešla nanj. Vidimo, da je v primeru, ki smo ga opisali, kreditno tveganje nosil SPV, banka pa je delovala kot nekakšen skrbnik v imenu SPV-ja oz. zanj, vse dokler so komitenti redno plačevali, pri tem pa je ohranila poslovno razmerje s svojimi komitenti. Tako transakcijo pa kot rečeno omogoča prav dejstvo, da za veljavnost cesije obvestitev dolžnika v skladu s slovenskim pravom ni potrebna. Vendar se morata stranki v tem primeru za tiho cesijo, pri kateri se dolžnika ne obvesti o odstopu, izrecno dogovoriti. Po sami dikciji 419. člena OZ ima cedent namreč obveznost, da obvesti dolžnika o odstopu, pri čemer se taka obveznost domneva.¹⁶⁷ Stranki cesijske pogodbe se seveda lahko dogovorita drugače in sicer za tiho cesijo, kjer obveznosti obvestitve dolžnika ni, in le ta še naprej veljavno izpolnjuje cedentu.¹⁶⁸ Potrebno je opozoriti še na določilo 420. člena OZ, ki ureja večkratno cediranje in določa: »Če je upnik odstopil isto terjatev raznim osebam, pripada terjatev tistemu prevzemniku, o katerem je odstopnik najprej obvestil dolžnika ali se je pri dolžniku prvi oglasil.« Zaradi tega člena je potrebno zagotoviti, da banka odstopi določeno terjatev izključno samo enemu SPV-ju.

Običajno bo v transakciji listinjenja seveda dolžnik obveščen o odstopu terjatev. O tem ga bo obvestil SPV kot cesionar, kar pa seveda ni nujno. OZ namreč zahteva le dejansko

¹⁶⁶ Janevska, L., Prenos kreditnega tveganja.

¹⁶⁷ Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, 2003, 2. knjiga, str. 583.

¹⁶⁸ *Id.*

seznanitev dolžnika o odstopu in ne zahteva naznanitve.¹⁶⁹ Bistveno je le, da lahko do trenutka seznanitve z odstopom veljavno izpolni tudi cedentu, po seznanitvi pa le cesionarju.

S tem, ko je seznanjen tudi dolžnik, je dosežen končni uspeh cesije, ki se kaže tudi v spremembi zunanje pripadnosti terjatve.¹⁷⁰ V tem trenutku terjatev tudi v razmerju navzven preide na novega upnika in postane del njegovega premoženja.

3.2.1.3 Možnost prehoda terjatve nazaj v stečajno maso banke-originatorja

Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju¹⁷¹ (v nadaljevanju »ZFPPIPP«) določa pogoje, ob upoštevanju katerih je mogoče izpodbijati dolžnikova pravna dejanja v obdobju izpodbojnosti oz. obdobju zadnjih 12-ih mesecev pred uvedbo stečajnega postopka.

Omenjeni zakon v 271. členu določa, da je pravno dejanje stečajnega dolžnika, ki je bilo izvedeno v obdobju izpodbojnosti, izpodbojno, če je to dejanje imelo za posledico bodisi zmanjšanje čiste vrednosti premoženja stečajnega dolžnika, tako da zaradi tega drugi upniki lahko prejmejo izplačilo svojega deleža v manjšem deležu, kot če dejanje ne bi bilo opravljeno, ali pa, da je oseba v korist katere je bilo dejanje opravljeno, pridobila ugodnejše pogoje za plačilo svoje terjatve do stečajnega dolžnika in da je oseba, v korist katere je bilo dejanje opravljeno, takrat, ko je bilo dejanje opravljeno, vedela ali bi morala vedeti, da je dolžnik insolventen. Pri tem pa velja še, da je pravno dejanje stečajnega dolžnika, na podlagi katerega je druga oseba prejela dolžnikovo premoženje, ne da bi bila dolžna opraviti svojo nasprotno izpolnitev, ali za nasprotno izpolnitev majhne vrednosti, izpodbojno ne glede na to, ali je oseba, v korist katere je bilo dejanje opravljeno, takrat, ko je bilo dejanje opravljeno, vedela ali bi morala vedeti, da je dolžnik insolventen. Vse povedano velja tudi v primeru morebitne opustitve.

Vidimo, da je pogoj za izpodbijanje dejanj dolžnika to, da določeno dejanje ni bilo opravljeno po tržnih cenah oz. da je druga oseba pridobila ugodnejše pogoje za plačilo svoje terjatve, pri čemer mora biti izpolnjen še pogoj, da je ta druga oseba vedela oz. bi morala vedeti za insolventnost dolžnika. ZFPPIPP sicer določa še nekatere dodatne okoliščine, na

¹⁶⁹ Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, 2003, 2. knjiga, str. 585.

¹⁷⁰ Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, 2003, 2. knjiga, str. 583: »Zato lahko cesijo v širšem pomenu besede označimo kot verigo treh pravnih dejanj. Najprej je to zavezovalni pravni posel, ki je temelj za kasnejšega razpolagalnega in iz katerega izhaja za starega upnika obveznost, da določeno terjatev cedira novemu upniku. Temu sledi cesija v ožjem pomenu besede, ki je razpolagalni posel in s katerim terjatev preide iz premoženja cedenta v premoženje cesionarja. Končno dejanje pa je naznanitev, ki pomeni še manifestacijo prenosa navzven in s tem izraža spremembo pripadnosti terjatve.«

¹⁷¹ Ur. l. RS, št. 126/2007. Večina določb omenjenega zakona bo začela veljati v začetku oktobra 2008.

podlagi katerih se domneva, da so izpolnjeni pogoji za izpodbijanje, kot so, če je bilo določeno dejanje, ki ni bilo opravljeno po tržnih cenah oz. je na njihovi podlagi druga oseba pridobila ugodnejše pogoje za plačilo svoje terjatve, storjeno v zadnjih treh mesecih pred uvedbo stečajnega postopka ipd.

Zaključimo lahko, da odstopa terjatev, ki bi bilo storjeno v zadnjih 12 mesecih pred začetkom stečajnega postopka, v stečajnem postopku ni mogoče izpodbijati, če je bil odstop opravljen po tržnih cenah in če nasprotna stranka ni pridobila ugodnejših pogojev za plačilo svoje terjatve do stečajnega dolžnika.

Poleg omenjenega izpodbijanja v insolvenčnem postopku slovenska zakonodaja ne ponuja drugih možnosti oz. postopkov na podlagi katerih bi lahko določeno premoženje, ki je bilo pravilno preneseno na SPV s cesijo, prešlo nazaj v stečajno maso originatorja (če pustimo seveda reden sodni postopek ob strani).

3.2.1.4 Izdaja vrednostnih papirjev

Ko je na SPV prenesena dovolj velika količina terjatev (*ang.* Pool) se začne naslednja faza v postopku listinjenja in sicer izdaja vrednostnih papirjev. Pri tem se pojavi ključno vprašanje tega dela transakcije: Kako vzpostaviti primerno in kvalitetno povezavo med terjatvami, ki služijo kot osnova in izdanimi vrednostnimi papirji?

Zelo poenostavljeno bi lahko rekli, da je omenjeno povezavo mogoče vzpostaviti ob upoštevanju dveh elementov:

- Nominalen znesek celotnega poola terjatev mora biti jasno znan in nikdar (v trenutku izdaje vrednostnih papirjev in kasneje) ne sme biti manjši od nominalnega zneska izdanih vrednostnih papirjev.
- SPV izda vrednostne papirje pri čemer mora biti iz prospekta jasno razvidno, da imajo ti vrednostni papirji podlago v kakovostnem premoženju, poleg tega mora biti opisan tudi celoten mehanizem izdaje vrednostnih papirjev.

Subjekt, ki je pri obeh zgornjih elementih bistvenega pomena je fiduciar (*ang.* Trustee), ki deluje v imenu investitorjev in skrbi, da celotna transakcija pravilno poteka. Običajno je to kakovostna banka, ki uživa velik ugled v finančnem sektorju. V nadaljevanju bosta podrobneje opisana zgoraj predstavljena elementa.

3.2.1.5 Velikost premoženja ter ohranjanje njegove vrednosti

Na SPV je bila torej s cesijo prenesena določena količina terjatev iz potrošniških kreditov. Naslednji korak je ocena vrednosti nominalnega zneska vseh prenesenih terjatev, kajti le tako je na drugi strani mogoče izdati ustrezno količino vrednostnih papirjev. Načelo kritja je, kot vidimo, tudi pri tovrstni transakciji bistvenega pomena.¹⁷²

Na tem mestu pride do izraza navzkrižje interesov in sicer se interesi originatorja (izvirne banke) ter SPV-ja, ki ga je originator ustanovil, na eni strani, križajo z interesi investitorjev v vrednostne papirje. Interes originatorja je predvsem v tem, da bi bilo z njegovega stališča najbolje, da na SPV prenese le najslabše terjatve, dobre pa ohrani v svoji bilanci, kar poznamo pod izrazom moralni hazard (*ang.* Moral Hazard).¹⁷³ Poleg tega je interes originatorja oz. SPV-ja tudi v tem, da bi izdal za večji nominalni znesek vrednostnih papirjev, kot je nominalni znesek premoženja, ki služi kot kritje, saj bi s tem pridobil več kapitala. Interes investitorjev je seveda ravno nasproten, pri čemer je treba poudariti, da investitorji ne razpolagajo z vsemi informacijami o kritnem premoženju in da pogosto niti nimajo potrebnega znanja, da bi ocenjevali kvaliteto kritnega premoženja in transakcije same. Prav s tem namenom se je uveljavil institut fiduciarja (*ang.* Trustee).

Fiduciar je na nek način neodvisen subjekt, čeprav dejansko deluje v interesu investitorjev. Njegova naloga je predvsem nadzor samega kritnega premoženja ter poročanje investitorjem.¹⁷⁴ Pri tem lahko seveda deluje tudi kot skrbnik in kot tak dejansko upravlja s samim premoženjem, vendar ta situacija ni običajna.¹⁷⁵

Naloga fiduciarja je odvisna od konkretne fiduciarne pogodbe, običajno pa je to ključni subjekt na tej stopnji listinjenja (izdaja vrednostnih papirjev). Njegova naloga je skrb za to, da kritno premoženje v vsakem trenutku (ne samo v trenutku izdaje, ampak tudi kasneje) zadošča za poplačilo obveznosti iz izdanih vrednostnih papirjev.

3.2.1.6 Vzpostavitev povezave – prospekt

Zakon o trgu finančni instrumentov (v nadaljevanju »ZTFI«) v 81. členu določa, da je prvo izdajo vrednostnih papirjev, za katere je potrebno objaviti prospekt ali ki jih je potrebno uvrstiti na trgovanje na organiziran trg, potrebno izdati v nematerializirani obliki oz. kot nematerializirane vrednostne papirje, vpisane v centralni register. Iz tega določila lahko povzamemo, da vrednostnega papirja v fizični obliki, kot smo ga poznali v preteklosti ne

¹⁷² O načelu kritja glej podrobneje *supra*, točka 4.1.3.1.

¹⁷³ Gorton, G., S. Soules, N., *Special Purpose Vehicles and Securitisation*, str. 18.

¹⁷⁴ O fiduciarju glej podrobneje *supra*, točka 3.2.6.

¹⁷⁵ O skrbniku glej podrobneje *supra*, točka 3.2.3.

poznamo več. To posledično pomeni, da na samem vrednostnem papirju ni mogoče zapisati, da je npr. terjatev iz vrednostnega papirja zavarovana z določenim premoženjem.

Zaradi tega se je pojavil institut prospekta, v katerem so, v skladu s 53. členom ZTFI, vsebovane vse informacije, ki so ob upoštevanju značilnosti izdajatelja in vrednostnih papirjev, ki bodo predmet ponudbe javnosti oz. uvrstitve na organiziranem trgu, potrebne, da vlagatelj na njegovi podlagi opravi potrebne ocene v zvezi s premoženjem in obveznostmi, finančnim položajem, poslovnim izidom in razvojno možnostjo izdajatelja in morebitnega poroka ter pravicami ki izhajajo iz vrednostnih papirjev. Kot vidimo že sam ZTFI daje dovolj trdno podlago za vzpostavitev željene povezave med kritnim premoženjem in izdanimi vrednostnimi papirji, s tem, ko določa, da je potrebno premoženje in obveznosti, finančni položaj in poslovni izid ter razvojna možnost izdajatelja (SPV-ja) nazorno prikazati v prospektu. Pri tem je treba dodati še, da je po mnenju teorije vsaka obveznost iz vrednostnega papirja obveznost določenega subjekta, saj premoženje kot tako ne more biti predmet obveznosti.¹⁷⁶

V prospektu je torej treba opisati celoten postopek prehoda terjatev na SPV, opisati vlogo zaupnika, predstaviti kvaliteto kritnega premoženja, opisati in predstaviti vlogo morebitnega garanta kreditne bonitete, ki je na nek način porok, poudariti je potrebno še, da je SPV subjekt, ki je strukturiran tako, da so možnosti njegovega stečaja zelo majhne itd. Prav s tem, ko opisujemo vse te povezave in značilnosti izpolnjujemo zakonsko dolžnost iz 53. člena ZTFI in če je sama struktura transakcije pravilno zastavljena, bodo to spoznale tudi bonitetne agencije. Na tej podlagi bodo vrednostnemu papirju dale višjo bonitetno oceno, posledično pa bo seveda vrednostni papir zanimivejši za investitorje.

Na tem mestu velja narediti primerjavo s povsem običajnim vrednostim papirjem, ki ni nastal s pomočjo listinjenja. Predstavljajmo si npr. običajno obveznico podjetja, ki je organiziran kot družba z omejeno odgovornostjo, z osnovnim kapitalom 7.500,00 EUR in katerega dejavnost je finančno svetovanje. Prospekt za izdajo te obveznice bo prav tako vseboval vse potrebne informacije na podlagi 53. člena ZTFI in sicer informacije za oceno premoženja in obveznosti tega podjetja, njegovega finančnega položaja, poslovnih izidov ipd. pri čemer ugotovimo, da bo tako oceno dosti težje opraviti. Potreben bo celo skrbni pregled tega podjetja, kljub temu pa se lahko zgodi, da taka ocena še ne bo povsem točna, poleg tega pa za nadzor nad premoženjem podjetja ne bo skrbel fiduciar, kot v primeru listinjenja.

¹⁷⁶ Kothari, V., *Securitisation, The Financial Instrument of the Future*, 2006, str. 6, »At the end of the day, any claim on an asset is a claim on an entity as no asset is a value by itself.«.

Osnovni kapital v višini 7.500 EUR pa najverjetneje ne bo zadostoval za poplačilo vseh obveznosti iz vrednostnega papirja. Zaradi opisanih tveganj bo tak vrednostni papir vsekakor slabše ocenjen s strani bonitetnih agencij, kar bo imelo za posledico nižjo ceno takega vrednostnega papirja na trgu.

Že samo dejstvo, da je transakcija natančno opisana v prospektu z vsemi svojimi prednostmi, pripelje do željenega končnega učinka - privlačnosti tovrstnih finančnih instrumentov in posledično njihove višje cene na trgu. Postopek izdaje vrednostnih papirjev pa bo ob tem potekal povsem običajno, na podlagi ZTFI in Uredbe EU št 809/2004, čemur pa, zaradi obsežnosti področja, tu ne bo posvečene posebne pozornosti.

3.2.1.7 Sklenitev kroga

SPV izdane vrednostne papirje, sam ali pa s pomočjo drugih oseb, kot je npr. kupec primarne izdaje vrednostnih papirjev, prodaja, izkupiček od prodaje pa nameni za poplačilo kupnine za odstopljene terjatve (terjatve iz potrošniških kreditnih pogodb) originatorju.

Če konkretno izvedbo prikažemo na primeru, ki smo si ga zamislili zgoraj, bo zadeva močno poenostavljena videti nekako tako¹⁷⁷: imamo 1000 terjatev (potrošniških kreditov), vsak v višini 10.000 EUR, doba odplačevanja vsake posamezne terjatve je 12 mesecev, pri čemer je dolжник zavezan kredit odplačevati na mesečni osnovi, kar pomeni, vsak mesec 1/12 celotne terjatve + X. Skupaj to predstavlja pool terjatev v višini 10.000.000 EUR, ki so sedaj že v lasti SPV-ja.

SPV se odloči, da bo izdal 1.000.000 letnih obveznic v nominalnem znesku 10 EUR, ki bodo prinašale obresti v višini 1/12 celotne terjatve + Y. SPV te obveznice prodaja na trgu in zanje dobi gotovino v višini 10.000.000 EUR, ki jo v naslednjem koraku posreduje naprej originatorju, kot kupnino za odstopljene terjatve. Originator (banka) je torej, kljub temu, da je v preteklosti odobrila za 10.000.000 EUR potrošniških kreditov, v trenutku izdaje oz. kmalu po tem (ko so vrednostni papirji prodani investitorjem), v izjemno ugodnem položaju, saj s prodajo teh vrednostnih papirjev pridobi svežo likvidno gotovino, ki jo lahko investira naprej oz. odobri za določen znesek potrošniških kreditov.

S tem je zadeva za originatorja na nek način končana. Izločil je terjatve iz svoje bilance in zanje pridobil likvidno gotovino. Od tu naprej pa se vzpostavi razmerje med kreditorejmalci, SPV-jem in investitorji, čeprav prvi in slednji niso v neposrednem poslovnem

¹⁷⁷ Namen tega modela je le splošni prikaz strukture transakcije, zato je primer zelo poenostavljen: glavna poenostavitev je v tem, da obresti niso upoštevane oz. niso določene v absolutnem znesku, kar pomeni, da ni upoštevana provizija udeležencev v transakciji listinjenja.

razmerju. Začne se obdobje poplačila, ki bo trajalo 12 mesecev, pri čemer se bodo imetniki obveznic lahko spreminjali, saj so obveznice tržni vrednostni papir. Prodajajo se na trgu po tržni ceni, ki je odvisna predvsem od kvalitete obveznic samih.¹⁷⁸

Transakcija listinjenja bo končana in cilj vseh udeleženih subjektov bo dosežen šele po 12 mesecih, pri čemer se bo velikost terjatev počasi zmanjševala. Vsak mesec na presečni dan se bosta zgodili dve stvari:

1. kreditojemalec (dolžnik) bo na podlagi kreditne pogodbe obvezan plačati svoj obrok v višini $1/12$ celotne terjatve + X, kar skupaj za vse kreditojemalce znesse $833.333,33 + X \times 1.000$ EUR in
2. imetniki obveznic bodo upravičeni do obresti, ki jih daje obveznica v znesku $1/12 + Y$, kar skupaj za vse znesse $833.333,33 + Y \times 1.000.000$ EUR

V kolikor predpostavimo, da bodo celotno 12 mesečno obdobje vsi kreditojemalci sposobni odplačevati svoj kredit, ugotovimo, da se račun uspešno izide, kajti vsak mesec se znesek, ki ga odplača kreditojemalec nameni za poplačilo imetnika hipotekarne obveznice (pri čemer je treba ponovno poudariti, da zaradi poenostavitve v zgornjem izračunu niso upoštevane morebitne provizije udeležencev v procesu). Račun se izide tudi v primeru, da bi predpostavljali, da sta X in Y po velikosti relativno gledano enaka, pri čemer bo to za udeležence sicer pomenilo, da niso ničesar zaslužili, vendar to ne bo običajno.

Problem seveda nastopi, če določeno število kreditojemalcev kadarkoli v obdobju 12 mesecev izgubi plačilno sposobnost, kar je razmeroma pogost pojav. V takem primeru se pojavi razhajanje med sposobnostjo poplačila obveznosti, ki izhajajo iz obveznic in prihodkov na podlagi kreditnih pogodb. To slabost se skuša odpraviti z veliko razpršenostjo terjatev, kar pomeni, da mora bit pool terjatev oz. dolžnikov čim večji, saj se na ta način izniči oz. zmanjša nevarnost, da bi plačilna nesposobnost enega izmed njih pomembneje vplivala na indeks poravnavanja obveznosti vseh dolžnikov skupaj. V primeru velike razpršitve oz. velikega števila dolžnikov bo plačilna nesposobnost enega izmed njih prispevala le določen delež pri zmanjšanju tega indeksa, pri čemer bo veljalo, da se z večanjem razpršenosti omenjeni vpliv manjša.

Kvaliteta kritnega premoženja oz. z drugimi besedami, tveganje, ki izhaja iz potencialne plačilne nesposobnosti kreditojemalcev se seveda kaže tudi v višini obresti, ki so bile v zgornjem izračunu označene z X na eni strani in Y na drugi. Tem večje kot je tveganje, da

¹⁷⁸ Pod pojmom kvaliteta je tu mišljena kvaliteta kritnega premoženja v postopku listinjenja, kot je opisana zgoraj.

posamezen kreditojemalec postane insolventen, tem večja bodo obresti X, pod katerimi mu je banka (originator) pripravljena odobriti kredit. Na drugi strani lahko rečemo, da je višina obresti Y odvisna od celotnega poola terjatev vseh kreditojemalcev skupaj, pri čemer pa je treba nujno zaključiti, da je Y v vsakem primeru relativno gledano manjši od X, saj je verjetnost, da vseh 1000 kreditojemalcev ne bo zmožno poplačati svojih obveznosti dosti manjša od verjetnosti, da tega ne bo sposoben posamezen kreditojemalec. Že s tem preprostim izračunom lahko torej predstavimo vsaj del dobička, ki ga ustvarijo udeleženi subjekti transakcije listinjenja.

Poleg tega pa obstajajo še dodatne možnosti upravljanja z omenjenim tveganjem. SPV lahko izda vrednostne papirje v različnih tranšah, ki predstavljajo dejansko tveganje kritnega premoženja, ki se ga pred tem strategično prerazporedi.¹⁷⁹ Tudi ZBan – 1 v 2. odstavku 120. člena določa, da SPV¹⁸⁰ izda vsaj dve vrsti vrednostnih papirjev, ki odražata različen segment kreditnega tveganja. Na podlagi tega določila lahko torej zaključimo, da ZBan – 1 določa obveznost, da banke, ki se ukvarjajo z listinjenjem preko SPV-ja, v taki transakciji izdajo najmanj dve vrsti vrednostnih papirjev. Ker ZBan – 1 ureja samo bančni trg in določa pogoje za banke oz. finančne institucije, menim, da ni potrebno, da bi omenjene določbe upošteval tudi subjekt, ki ni banka oz. finančna institucija. Glavni namen te določbe Zakona o bančništvu je namreč ohranjanje kapitalske ustreznosti bank, kar pa za nebančni trg ne velja.

ZAKLJUČEK

Listinjenje je institut, ki je tako zanimiv, da lahko prispeva k gospodarski rasti celotnega gospodarstva, saj kot nekakšen vzpodbujevalnik vpliva na njegovo okrevanje. Po drugi strani pa v sebi nosi pasti in nevarnosti, ki lahko pripeljejo celo do gospodarske krize, kateri smo trenutno priča v ZDA.

Nizke obrestne mere, ki so bile v ne tako oddaljeni preteklosti značilne za ZDA in nepravilna ocena dolgoročne plačilne sposobnosti kreditojemalcev so ZDA in na nek način celotno svetovno gospodarstvo pahnile v gospodarsko krizo iz katere se le s težavo vrača. Lahko rečemo, da je vsaj za del krize krivo prav hipotekarno bančništvo ter nenazadnje listinjenje, ki je bilo izvedeno na podlagi hipotekarnih kreditov.

¹⁷⁹ Gorton, G., S. Soules, N., *Special Purpose Vehicles and Securitisation*, str. 18.

¹⁸⁰ ZBan – 1 govori o posebni pravni osebi z namenom sekuritizacije.

Če k temu dodamo še afero Enron (ki sicer nima direktne povezave z listinjenjem), pri kateri je šlo za ustanovitev preko 3.000 SPV-jev,¹⁸¹ ki so eden bistvenih elementov transakcije listinjenja, bi najbolj črnogledi lahko trdili, da za listinjenje v današnjem svetu ni prihodnosti. Vendar je treba poudariti, da je Enron uspel v tajnosti ohraniti ustanovitev 3.000 SPV-jev, na katere so bili preneseni dolgovi družbe, tako, da lastniki in drugi udeleženci na trgu tega niti niso mogli opaziti. Če se udeleženci trga zavedajo da povezane družbe (kot je SPV) obstajajo, to ne bi smelo imeti škodljivega vpliva na trg. Pomemben korak na tem področju je bil storjen s tem, da se po novem zahteva obvezna konsolidacija za (nekatero) povezane družbe.

Kljub določenim splošnim pomanjkljivostim lahko ugotovimo, da je listinjenje izjemno zanimiv institut, ki je v svetu prisoten že dalj časa, v Sloveniji pa se le s težavo uveljavlja. Razlogov za počasno uveljavitev je zagotovo več, kot glavnega pa lahko nedvomno označimo prav majhnost in zaprtost slovenskega trga. Majhen in zaprt trg nima »na razpolago« dovolj terjatev, ki bi tvorile dovolj velik pool in bile tako podlaga za varno listinjenje. Za neuveljavitev hipotekarnih obveznic lahko, poleg majhnega in zaprtega trga, krivimo še slab in počasen sistem izvršbe.¹⁸²

Potrebno je priznati, da poleg naštetih razlogov le s težavo najdemo dodatne, za katere bi lahko rekli, da imajo večjo težo. Slovenski pravni sistem je postal z uveljavitvijo ZHKO bogatejši za orodje, ki je, povsem primerno za izdajo hipotekarnih obveznic, ki so sicer v svetu že običajen pojav. Neprimeren in počasen postopek izvršbe ni več razlog, na katerega bi se lahko opirali, saj se je predvsem z nedavno uveljavitvijo elektronske izvršbe, postopek izredno poenostavil in skrajšal. Razlog zaprtosti in majhnosti trga z vstopom Slovenije v Evropsko unijo ne more biti več primeren razlog, na katerega bi se lahko sklicevali, saj že po definiciji evropskega trga le ta obstaja kot enoten trg, ki ni razdeljen na trge posameznih držav. Na podlagi tega lahko zaključimo, da kljub enotnemu trgu na papirju očitno ostajajo nekatere dejanske ovire, ki onemogočajo, da bi se na področju hipotekarnega bančništva in nenazadnje listinjenja uveljavil enoten notranji evropski trg.

Ko potegnemo črto ugotovimo, da dejanskih ovir za uveljavitev listinjenja v Sloveniji ni. Zakonodaja je naklonjena in sprejet je celo poseben zakon, ki natanko ureja področje listinjenja hipotekarnih kreditov. Žal pa lahko kljub temu na prste ene roke preštejemo vse

¹⁸¹ Gorton, G., S. Soules, N., *Special Purpose Vehicles and Securitisation*, str. 2.

¹⁸² Ministrstvo za finance RS, Projekt posodobitve evidentiranja nepremičnin, Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, podprojekt F.

transakcije listinjenja, ki so se kadarkoli v zgodovini zgodile na območju Republike Slovenije.

Listinjenje je, poenostavljeno rečeno prineslo finančni tehnologiji tisto, kar bi odkritje filozofskega kamna prineslo osnovni snovi – zmožnost, da se spremeni v zlato.¹⁸³

¹⁸³ Schwarcz, S. L., *The Alchemy of Asset Securitisation*, 1994, str. 154, (prevod avtorja): »Securitisation, in short, brings to financial technology what the sought-after philosopher's stone promised to bring to base materials – the ability to turn them into gold.«.

PRAVNI VIRI

- *Obligacijski zakonik (Ur. l. RS, št. 97/2007)*
- *Stvarnopravni zakonik (Ur. l. RS, št. 87/2002)*
- *Zakon o bančništvu (Ur. l. RS, št.: 131/2006)*
- *Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (Ur. l. RS, št. 17/2006)*
- *Zakon o potrošniških kreditih (Ur. l. RS, št. 77/2004)*
- *Zakon o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 67/2007)*
- *Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS št. 56/1999) [PRENEHAL VELJATI]*
- *Zakona o uvedbi eura (Ur, l. RS, št. 114/2006)*
- *Zakon o zemljiški knjigi (Ur. l. RS, št. 58/2003)*
- *Uredba EU št 809/2004 (UL L št 149)*
- *Hypothekbankgesetz (BGBl. I S. 2674, nazadnje spremenjen BGBl. I S. 502)*

LITERATURA

American Securitisation Forum, Statement of Cameron L. Cowan,

dostopno na internetni strani: <http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>,

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 13, 81, 82, 100

Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, Strokovni prispevki s področja finančne stabilnosti, Maj 2006,

dostopno na: <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 4

Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document, Asset Securitisation, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, January 2001, str. 1

dostopno na: <http://www.bis.org/publ/bcbsca06.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 38

Bhattacharya, A. K., Fabozzi, F. J., Ed., Asset-Backed Securities, The TREPP Group, Prudential Securities Inc. 2006

citirano v: 8, 10, 15, 17, 18, 19, 22, 54, 55, 61, 68, 73

Bond Market Association, Asset-Backed Securities: Investing for Attractive Yield and High Credit Quality, (1998),

dostopno na: http://www.bondmarkets.com/publications/igabs/aninvestors_guide_to_abs.pdf

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 12

Calomiris, C. W., Mason, J. R., Working Paper No. 03-07, Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage, Federal Reserve Bank of Philadelphia, April 2007

dostopno na: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedpwp/03-7.html>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 74

Chonkov, B., Here's a suggestion, International Financial Law Review, November 2007

citirano v: 3

Clark, B., The Law of Secured Transaction under the Uniform Commercial Code, Second edition, Warren, Gorham & Lamont, Boston, New York, 1988

citirano v: 70

Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks, Asset Securitisation, Comptroller's Handbook, November 1997,

dostopno na: <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 11, 32, 35, 36, 38, 40, 43, 45, 47, 52, 53, 84, 93, 95, 97, 101

Državni zbor RS, Zapisnik nadaljevanja 13. seje, z dne 1. februar 2006,

dostopno na: <http://www.dz-rs.si>,

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 108

European Securitisation Forum, ESF Securitisation, Market Outlook, 2007,

dostopno na: [http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3\(1\).pdf](http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3(1).pdf)

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 5

European Securitisation Forum, European Securitisation, A Resource Guide,

dostopno na: <http://www.europeansecuritisation.com/pubs/esfguide.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 20, 80

Evropska komisija, Združevanje trgov EU za hipotekarne kredite, Poročilo Forumske skupine za hipotekarne kredite, 2004,

dostopno na: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-

[loans/exsum_sl.pdf](#)

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 139

Fedoruk, D., Dakin, J., Chadbourne & Parke LLP, Cross-Border Securitization of Ukrainian Mortgage Assets – An Attractive Business Opportunity or a Step into the Unknown? Journal of International Banking Law and Regulation, Volume 22, Issue 9

citirano v: 2

Gorton, G., S. Soules, N., Special Purpose Vehicles and Securitisation

dostopno na: <http://www.nber.org/papers/w11190>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 154, 173, 179, 181

Grilc, P., Juhart, M., Pravo vrednostnih papirjev, Gospodarski vestnik, Ljubljana 1996

citirano v: 106, 124

Janevska, L., Prenos kreditnega tveganja,

dostopno na: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 30, 31, 166

Joobst, A., The Basle Securitisation Framework Explained: The regulatory Treatment of Asset Securitisation, Center for Financial Studies, 22.09.2004

dostopno na: <http://ideas.repec.org/p/cfs/cfswop/wp200421.html>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 152

Juhart, M., Grilc, P., Ilešič, M., Strnad, I., Zavarovanje in utrditev obveznosti, Gospodarski vestnik, Ljubljana 1995

citirano v: 90, 92, 106, 119, 120, 122, 124

Juhart, M., Plavšak, N., (Ed.), Obligacijski zakonik s komentarjem, 1. in 2. knjiga, GV

Založba, Ljubljana 2003

citirano v: 159, 160, 162, 163, 164, 165, 167, 168

Juhart, M., Tratnik, M., Vrenčur, R., (Ed.), Stvarnopravni zakonik s komentarjem, GV

Založba, 2004

citirano v: 91

Juhart, M., Vrenčur, R., Tratnik, M., Stvarno pravo, GV Založba, 2007

citirano v: 142, 143

Kothari, V., Securitisation, The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons

(Asia) Pte. Ltd. Singapore, 2006

citirano v: 71, 176

Križaj, M., Novi kapitalski standardi – BASEL II, Kontolorjev oglasnik, Številka 8, april 2003,

dostopno na:

<http://www.mik.si/solak/literatura/Kontolorjev%20glasnik%20%C5%A1t.%2008.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 34

Ljubljanska borza, Statistika Ljubljanske borze, september 2002, letnik VIII, št.: 9/02,

dostopno na: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=1814&sid=KZGzX5Ec7vDlo7Xb>,

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 104

Lupica, L. R., Asset Securitisation: The unsecured creditors perspective, 76 Tex. L. Rev.

616, 1997-1998

citirano v: 9

Mayer, Brown, Rowie & Maw LLP, At a glance, Securitisation in Slovenia: Some Legal

Issues, February 2007,

dostopno na:

<http://mayerbrown.com/germany/publications/article.asp?id=3292&nid=495&fl=.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 29

Mejač Krassing, A., Listinjenje v Sloveniji, Bančni vestnik 5/97

citirano v: 28, 103

Ministrstvo za finance RS, Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici, 22.06.2007,

dostopno na: http://www.mf.gov.si/slov/mediji/govori/govor_16_07_07_1.pdf

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 107, 145, 147

Ministrstvo za finance RS, Projekt posodobitve evidentiranja nepremičnin, Financiranje stanovanjske gradnje in reforma hipotekarnega bančništva, podprojekt F,

dostopno na: <http://193.2.110.244/gu/projekti/nepremic/Podprojekt2.htm>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 25, 26, 145, 147, 182

Norton, J. J., Dupler, M. S., Spellman, P. R., (Ed.), International Asset Securitisation, Lloyd's of London Press Ltd., 1995

citirano v: 14, 36, 56, 60, 62, 64, 66, 67, 72, 77, 78, 83, 85, 86, 87, 88, 89, 98, 99, 102

Out-Law.com, Bowie Bonds Nearing Junk Status, 22 April 2004,

dostopno na: <http://www.out-law.com/page-4393>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 24

Poročevalec Državnega zbora RS, Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, letnik XXXI, št. 105

citirano v: 110, 112, 113, 114, 115, 117, 135, 138

Reserve Bank of India, Report of the In-house Working Group on Asset Securitisation,

Mumbai, December 1999,

dostopno na: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/10788.pdf>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 37, 39, 41, 58, 94, 96

Schwarcz, S. L., The Alchemy of Asset Securitisation 1 Stan Journal of Law Business & Finance (1994)

citirano v: 33, 46, 49, 50, 51, 57, 65, 75, 79, 150, 153

Sidley Austin Brown & Wood LLP, Asset Securitisation and the Effect of Insolvency on Special Purpose Vehicle

dostopno na: http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036_041.htm

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 63, 87

Šelih, N., Kavšek, B., The international Comparative Legal Guide to: Securitisation 2006, Global Legal Group, London

dostopno na: <http://www.ICLG.co.uk>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 158

Vink, D., An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization, Munich Personal RePEc Archive, 28.08.2007

dostopno na: <http://ideas.repec.org/p/pramprapa/4988.html>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 6

Vinod Kothari's Securitisation Website, Evolution and history of securitisation

dostopno na: <http://www.vinodkothari.com/enhist.htm>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 16

Vinod Kothari's Securitisation Website, The true sale question

dostopno na: <http://www.vinodkothari.com/truesale.htm>

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 76

WIKIPEDIA, Bowie Bonds

dostopno na: http://en.wikipedia.org/wiki/Bowie_Bonds

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 23

WIKIPEDIA, Securitisation

dostopno na: http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitisation

nazadnje obiskana: 04.03.2008

citirano v: 44

Zwitter-Tehovnik, J., Die rechtlichen Rahmenbedingungen von Securitizations in

Slowenien, RDB Eastlex Database, Eastlex 2004, 80

citirano v: 42

INTERNETNE STRANI

<http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>

<http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285>

<http://www.bis.org/publ/bcbsca06.pdf>

http://www.bondmarkets.com/publications/igabs/aninvestors_guide_to_abs.pdf

<http://ideas.repec.org/p/fip/fedpwp/03-7.html>

<http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>

<http://www.dz-rs.si>

[http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3\(1\).pdf](http://www.sifma.net/assets/files/ESFMrktOutlook0207v3(1).pdf)

<http://www.europeansecuritisation.com/pubs/esfguide.pdf>

http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/docs/home-loans/exsum_sl.pdf

<http://www.finance.si/print.php?tip=1&id=136928>

<http://www.nber.org/papers/w11190>

<http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?Datotekald=505>

<http://ideas.repec.org/p/cfs/cfswop/wp200421.html>

<http://www.mik.si/solak/literatura/Kontrolorjev%20glasnik%20%C5%A1t.%2008.pdf>

<http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=1814&sid=KZGzX5Ec7vDlo7Xb>

<http://mayerbrown.com/germany/publications/article.asp?id=3292&nid=495&fl=.pdf>

http://www.mf.gov.si/slov/mediji/govori/govor_16_07_07_1.pdf

<http://193.2.110.244/gu/projekti/nepremic/Podprojekt2.htm>

<http://www.out-law.com/page-4393>

<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/10788.pdf>

http://www.europeanrestructuring.com/05intro/036_041.htm

<http://www.ICLG.co.uk>

<http://ideas.repec.org/p/pramprapa/4988.html>

<http://www.vinodkothari.com/enhist.htm>

<http://www.vinodkothari.com/truesale.htm>

http://en.wikipedia.org/wiki/Bowie_Bonds

http://en.wikipedia.org/wiki/Life_Insurance_Securitisation