

Mladen Mirko Tepuš\*

UDK 336.77 (497.5)  
JEL Classification G31  
Pregledni članak

## ANALIZA MODELA FINANCIRANJA DUGOROČNIH KREDITA POSREDSTVOM TRŽIŠTA KAPITALA U HRVATSKOJ

*Hrvatski financijski sustav izrazito je bankocentričan s izraženim nedostatkom dugoročnih izvora sredstava kao osnove za dugoročno financiranje. U ovome se radu iznose konkretni prijedlozi za unapređenje aktualne prakse dugoročnoga financiranja u Hrvatskoj razvijanjem modela financiranja dugoročnih kredita iz sredstava prikupljenih posredstvom hrvatskog tržišta kapitala, tj. izdanjem hipotekarnih obveznica i/ili vrijednosnica osiguranih hipotekama na principu zalaganja ili prodaje/sekuritizacije dugoročnih kredita. Razvijeno sekundarno tržište dugoročnih kredita na tržišnim principima generira brojne pozitivne učinke, a zato što neke vrste kredita u Hrvatskoj imaju, ili bi uz manje prilagodbe prakse stekli, potrebna obilježja i kvalitete za formiranje kreditnih skupova, sugerira se razvijati model financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala, a na osnovi standarda koje bi za tu svrhu trebalo utvrditi sukladno najboljom praksom. Izdavanjem hipotekarnih obveznica ili vrijednosnica osiguranih hipotekama u Hrvatskoj u početku bi se mogle baviti postojeće poslovne banke, a potencijalni bi kupci hipotekarnih obveznica ili vrijednosnica osiguranih hipotekama bili: hrvatske poslovne banke, stambene štedionice, osiguratelji, mirovinski fondovi, investicijski fondovi, međunarodni investitori i dr. Predloženi model financiranja dugoročnih kredita mogao bi pridonijeti unapređenju prakse dugoročnog financiranja u Hrvatskoj, razvitku hrvatskoga tržišta kapitala i postići druge pozitivne monetarne i gospodarske rezultate.*

---

\* M. M. Tepuš, mr. sc., unutarnji revizor u Diners Club Adriaticu (mladen.tepus@inet.hr). Autor zahvaljuje dvojici anonimnih recenzenata, kao i suradnicima koji su pridonijeli kvaliteti sadržaja članka i njegovoj objavi. Prva verzija rada primljena u uredništvo 14. 12. 2006., a definitivna 29. 5. 2007.

*Ključne riječi: kredit, dugoročno financiranje, refinanciranje, kreditni skup, hipotekarne obveznice, obveznice osigurane hipotekom, osigurane obveznice, primarno i sekundarno tržište kredita, sekuritizacija, Hrvatska*

## 1. Uvod

O modelima i praksi dugoročnog financiranja ovise dostupnost financiranja investicijskih projekata i financiranje kupnje poslovnih, odnosno stambenih prostora (a čemu prethodi gospodarska aktivnost u formi gradnje i opremanja prostora s izraženim pozitivnim multiplikativnim efektima na brojne vezane djelatnosti), ali su moguća i financiranja za druge namjene (npr. za poljoprivredu, rasplodnu stoku, vozila, opremu i dr.). Dakle, moglo bi se reći da o dostupnosti instrumenata dugoročnog financiranja značajno ovise gospodarska aktivnost pojedine zemlje, konkurentnost nacionalne ekonomije, standard stanovanja/života građana i dr. Najznačajniji dugoročni financijski hrvatskoga gospodarskoga sektora, ali i sektora stanovništva na hrvatskom financijskom tržištu poslovne su banke univerzalnoga tipa. No, njihovi aktualni instrumenti financiranja u formi dugoročnih kredita znatne rizike prenose na dužnike (npr. kamatni i valutni rizik i dr.), a kada se radi o ročnosti ograničeni su, prije svega, ročnom strukturom izvora sredstava. Glavni su izvori sredstava banaka depoziti koji na svršetku godine 2006. čine 66,6% ukupne pasive banaka, a bilančni kapital pritom čini 10,3% ukupne pasive. No, raščlamba ukupnih depozita banaka prema preostalom roku dospijeca na dan 31. prosinca godine 2006. ukazuje da 86,0% ukupnih depozita dospijeva do godine dana, 7,5% u razdoblju od jedne do tri godine, a tek 6,5% depozita u razdoblju dužem od tri godine.<sup>1</sup> Sa druge strane, promatrajući (bruto) kredite prema preostalom roku dospijeca na isti dan (31. prosinca 2006.), 21,1% kredita dospijeva do godine dana, 9,5% dospijeva u razdoblju od jedne do tri godine, a najveći dio kredita, tj. 69,5% dospijeva u razdoblju dužem od tri godine.<sup>2</sup> Iz opisane ročne (ne)usklađenosti aktive i pasive banaka moguće je zaključiti da postojeća ročna struktura depozitnog portfelja banaka ne omogućuje dugoročne plasmane, a upravo se zbog tog banke koriste primljenim kreditima iz inozemstva.<sup>3</sup> Dalje, dugoročne kreditne aktivnosti

<sup>1</sup> Ako promatramo samo oročene depozite prema preostalom roku dospijeca, u razdoblju od jedne godine dospijeva 79,4% ukupnih oročenih depozita, u razdoblju od jedne do tri godine dospijeva 10,9%, a u razdoblju dužem od tri godine dospijeva 9,6% oročenih depozita.

<sup>2</sup> Iskazani relativni brojevi pod utjecajem su ispravaka vrijednosti i metodologije raspoređivanja po ročnosti, pa se stoga ovdje daje i neto distribucija kredita po preostaloj ročnosti. U razdoblju od jedne godine dospijeva 34,7%, od jedne do tri godine dospijeva 22,1%, a u razdoblju dužem od tri godine dospijeva 43,2% neto kredita.

<sup>3</sup> Promatrajući ročnu strukturu primljenih kredita banaka po preostalom dospijecu na dan 31. prosinca 2006. proizlazi da 35,2% kredita dospijeva do godine dana, 30,5% dospijevaju u razdoblju od jedne do tri godine, a u razdoblju dužem od tri godine dospijeva 34,3% primljenih kredita.

banaka u Hrvatskoj trenutno su dodatno ograničene monetarnim mjerama Hrvatske narodne banke (HNB) koje destimuliraju korištenje inozemnih sredstava, a koja su, što je činjenica, izrazito značajna za formiranje potencijala dugoročnog financiranja (Tepuš, 2007.). No, postojeći model dugoročnog financiranja u Hrvatskoj nije uspostavljen na odgovarajući način, ne samo zbog (ne)usklađene ročne strukture bilance banaka, već i zbog manjkavih uvjeta dugoročnog financiranja (npr. pretežito se odobravaju krediti uz diskreciono promjenljive kamatne stope, uvjetuje se prijenos i/ili jačanje kreditne sposobnosti sudužnicima ili jamcima, uvjetuje se valutna indeksacija duga i dr.). Razvitkom modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala bilo bi moguće kvalitativno unaprijediti praksu dugoročnog financiranja i hrvatski bankovni i ukupni financijski sustav, i to zato što bi se zasnivao na uključenosti raznih financijskih institucija.

Cilj je ovoga rada ukazati na moguća rješenja za nadomještanje nedostanih izvora sredstava za dugoročno financiranje na hrvatskome tržištu. Sa ciljem unapređenja aktualnoga stanja, predlaže se razvijanje modela financiranja dugoročnih kredita primjenom tržišta kapitala, tj. razvijanje sekundarnog tržišta dugoročnih kredita.

U ovom se radu nakon kratkog uvoda ukazuje na probleme u aktualnoj praksi dugoročnog financiranja i prikazuju se osnovni modeli financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala, tj. modeli financiranja dugoročnih kredita posredstvom izdanja hipotekarnih obveznica (engl. mortgage bonds - MB), odnosno vrijednosnica osiguranih hipotekama (engl. mortgage backed securities - MBS) na principu sekuritizacije<sup>4</sup> dugoročnih kredita. U trećem se dijelu daju konkretne preporuke za uspostavu takvih modela financiranja na hrvatskome tržištu navođenjem mjera i standarda koje bi bilo potrebno postaviti pred kreditore i dr. financijske institucije. Također se ističu i moguće poteškoće pri razvijanju, a koje mogu proizaći zbog uvođenja površnih standarda. Razvijanje sekundarnoga tržišta dugoročnih kredita zahtijeva aktivan pristup institucija hrvatskih vlasti (monetarnih, ekonomskih i dr.) koje bi ga morale neprekidno unaprjeđivati. Na kraju rada izvode se zaključci značajni za unapređenje aktualne prakse dugoročnoga financiranja na hrvatskome tržištu.

---

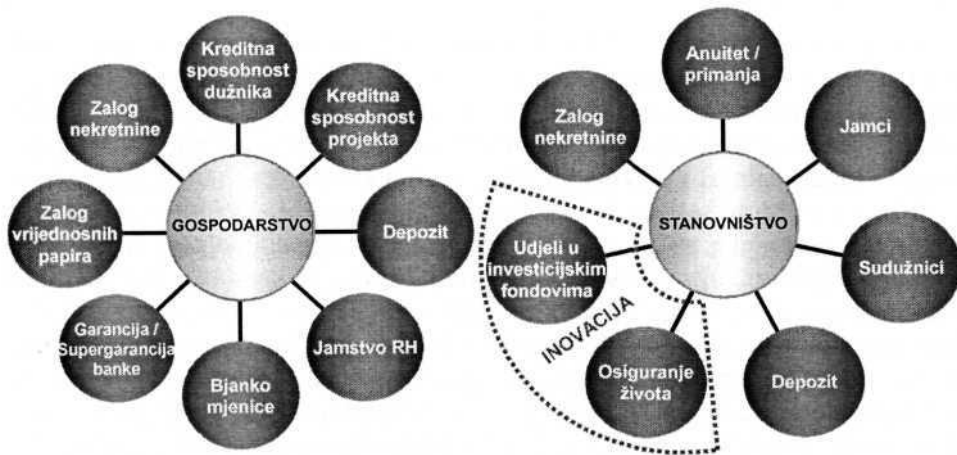
<sup>4</sup> Sekuritizacija u osnovi predstavlja model prodaje financijske imovine, najčešće kredita (npr. za stambene namjene, kupnju automobila, odobrenih po kreditnim karticama i dr.), a na osnovi kojih se izdaju dugoročni dužnički vrijednosni papiri. Takav sustav u kojem se prodaje/sekuritizira financijska imovina za potrebe izdavanja dugoročnih vrijednosnica svojstven je anglo-saksonskom sustavu, a u Europi je češći model po kojem se financijska imovina ne prodaje, već se zalaže za potrebe izdavanja dugoročnih vrijednosnica. Založeni krediti, koji su osnova izdavanja hipotekarnih obveznica, ostaju iskazani u aktivi kreditora (npr. banke), a izdane vrijednosnice njegova su pasiva, pa se takav proces nerijetko naziva i „sekuritizacijom pasive“. Kada se financijska imovina privatnih institucija ne prodaje, ali se organiziranim i uređenim tržištem zalaže za izdavanje vrijednosnica, riječ je o izdanju hipotekarnih obveznica, koje se najčešće pojavljuju i pod terminom osigurane obveznice (engl. *Covered Bonds*), a koje po istome modelu često izdaju i javne ustanove.

## 2. Modeli financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala

Uvažavajući aktualna obilježja i standarde dugoročnoga financiranja u Hrvatskoj, u nastavku se opisuju i objašnjavaju mogući modeli dugoročnog financiranja iz sredstava prikupljenih posredstvom tržišta kapitala.

Slika 1.

### PRIKAZ AKTUALNE PRAKSE BANKOVNOG DUGOROČNOG FINANCIRANJA ZA SEKTOR GOSPODARSTVA (LIJEVA SLIKA) I SEKTOR STANOVNIŠTVA (DESNA SLIKA) U HRVATSKOJ



U Hrvatskoj se u praksi dugoročnog financiranja koriste različitim instrumentima osiguranja otplate kredita, a posebno je sporno da se iz odobrenih dugoročnih namjenskih kredita uplaćuju udjeli u investicijskim fondovima, dugoročna štednja ili premije životnog osiguranja dužnika (što je čest slučaj kod financiranja stambenih potreba stanovništva). Razvitak modela dugoročnog financiranja posredstvom tržišta kapitala prema najboljoj praksi omogućio bi raspoloživost dugoročnih izvora sredstava i unaprijedio praksu dugoročnog financiranja u više spornih područja.

Prije tehničke razrade pojedinih modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala potrebno je ukazati na to da su u Hrvatskoj započete

brojne reforme u financijskom sustavu (npr. mirovinska reforma, reforma osiguranja, reforma tržišta kapitala i razvitak fondova zajedničkog ulaganja) i da se primarno tržište dugoročnoga financiranja unazad nekoliko godina poprilično razvilo i stabiliziralo, a to pogoduje razvijanju takvih modela dugoročnog financiranja. Razvijanju takvih modela financiranja dugoročnih kredita s niskim i fiksnim kamatnim stopama u domaćoj valuti dodatno pogoduju stabilni makroekonomski uvjeti (pogotovo niska inflacija) koje Hrvatska bilježi u posljednjih nekoliko godina, a početak rada HROK (nacionalnog kreditnog registra) pridonijet će daljem otklanjanju informacijske asimetrije između dužnika i kreditora (vjerovnika).<sup>5</sup>

Uspostava modela financiranja dugoročnih kredita (otplata kojih je osigurana uknjižbom hipoteke na nekretninu odgovarajuće vrijednosti) posredstvom tržišta kapitala prema najboljoj svjetskoj praksi podrazumijeva odobravanje dugoročnih kredita prema unaprijed utvrđenim uvjetima, a to zato da bi ih poslije bilo moguće jednostavno objediniti u tzv. skup hipotekarnih kredita (engl. *mortgage-pool*), koji se još naziva kreditnim skupom ili združenim hipotekama, a koji predstavlja osnovu za izdanje dugoročnih dužničkih vrijednosnica posredstvom tržišta kapitala. Naime, odobreni su krediti potraživanja, s osnove glavnice i pripadajućih kamata, a iskazana su u stavkama aktive u bilancama banaka koje su ih odobrile. Dakle, odobreni su dugoročni krediti imovina koja se posredstvom tržišta kapitala pretvara u dugoročne vrijednosnice, koje obično kupuju institucionalni investitori, a preko njih se, kupnjom udjela, u financiranje stambene izgradnje uključuju značajna sredstva privatnoga sektora.

U osnovi bi se model financiranja dugoročnih kredita iz sredstava prikupljenih posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj mogao razvijati na jedan od dva uobičajena načina, tj.:

- 1) Modelom koji bi sredstva za financiranje kredita prikupljao izdanjima hipotekarnih obveznica, a koji ne predviđa prodaju imovine banaka/kreditora (odobrenih dugoročnih kredita), i
- 2) Modelom koji bi sredstva za financiranje kredita prikupljao izdanjima vrijednosnica osiguranih hipotekama, a koji predviđa prodaju/sekuritizaciju imovine banaka/kreditora (odobrenih dugoročnih kredita).

Odabir modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala ovisi o nacionalnim makroekonomskim uvjetima, strateškim odrednicama gospodarstva i financijskog/bankovnog sustava, o nacionalnoj zakonskoj regu-

---

<sup>5</sup> Informacijska asimetrija između dužnika i kreditora bit će smanjena pošto se ustale sve funkcije kreditnog registra i kada kreditori počnu pristupati komitentima na transparentan način. Izračun efektivne kamatne stope služi toj svrsi, ali je to tek prvi korak. U budućnosti je izvjesno da će se domaće banke u skoroj budućnosti obvezati na primjenu određenih europskih standarda dugoročnog financiranja (npr. Europski kodeks kreditiranja, engl. *Code of Conduct* i sl.).

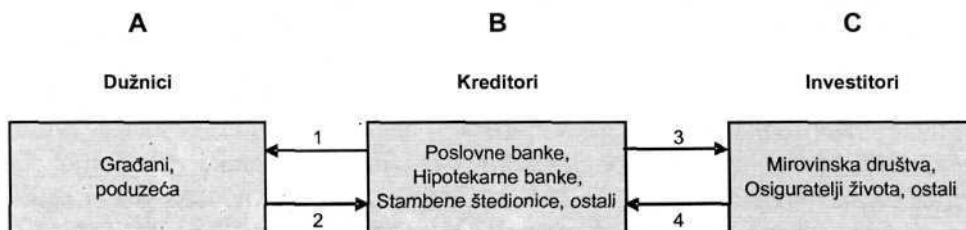
lativi (ponajprije za financijske institucije), o strukturi financijskog sustava, o tehnološkim inovacijama, o specifičnostima poreznog režima, o postojanju selektivnih državnih poticaja, o razvijenosti tržišta nekretnina i tržišta dugoročnih kredita, o odgovarajućim spoznajama o prednostima i nedostacima pojedinih modela dugoročnog financiranja i o njihovim mogućim posljedicama za strateške nacionalne interese itd. Također je moguće usporedno razvijati i oba modela dugoročnog financiranja.

### ***2.1. Model koji bi sredstva za financiranje kredita prikupljao izdanjima hipotekarnih obveznica bez prodaje imovine banaka***

Modelom koji bi sredstva za financiranje kredita prikupljao izdanjima hipotekarnih obveznica ne bi se smjela prodavati imovina banaka. Hipotekarne su obveznice, u ekonomskom smislu, instrument refinanciranja, a izdane su na osnovi kredita povrat kojeg je osiguran hipotekom (založenom imovinom). Osiguranje povrata kredita odobrenoga na osnovi hipoteke, uz poštovanje prethodno utvrđenih standarda (primjerice, razborita procjena vrijednosti nekretnine i odobravanje kredita u određenome postotku od tako utvrđene vrijednosti, pri čemu se razlika financira iz udjela dužnika ili dr.), smatra se veoma kvalitetnim, pa nadležne državne institucije takva potraživanja u smislu rizičnosti najčešće tretiraju jednako kao i tražbine od države. Hipotekarni krediti koji bi u Hrvatskoj mogli biti osnova za izdanje hipotekarnih obveznica morali bi biti odobreni na osnovi primjerenog omjera prema razborito utvrđenoj vrijednosti imovine koja predstavlja zalog (kolateral), tj. osiguranje uredne otplate kredita. Hipotekarni krediti, koje su odobrile ovlaštene kreditne institucije, a koji služe kao osiguranje za izvršenje obveza izdavatelja hipotekarnih obveznica, ostali bi iskazani u bilanci stanja izdavatelja. Takve hipotekarne obveznice mogla bi izdavati isključivo kreditna ustanova koja se, u skladu s hrvatskim pravnim propisima, bavi dugoročnim financiranjem i koja posjeduje posebna odobrenja za njihovo izdavanje i prodaju. Nadležni državni organi morali bi osigurati poseban nadzor nad izdanjima hipotekarnih obveznica i hipotekarnog registra (engl. *mortgage register*) bilo osnivanjem nove institucije, bilo dodjeljivanjem te obveze nekoj od već postojećih (nadzornih) institucija (npr. HNB, HANFA, SDA, HROK, FINA ili dr.). Investitori u hipotekarne obveznice moraju biti osigurani u slučaju propasti izdavatelja hipotekarnih obveznica, a za takve se slučajeve najprikladnijim rješenjem smatra propisivanje prioriteta i zaštite najvišeg stupnja u korist vlasnika hipotekarnih obveznica.

Slika 2.

PRIKAZ MODELA DUGOROČNOG FINANCIRANJA KREDITA  
IZ SREDSTAVA PRIKUPLJENIH POSREDSTVOM TRŽIŠTA  
KAPITALA KOJI NE PREDVIĐA PRODAJU  
IMOVINE BANAKA



*Napomene:*

1. Kreditori/banke odobravaju dugoročne kredite građanima/poduzećima čije obveze se evidentiraju u kreditnom registru, a temeljem zaloge (stambenih) nekretnina što se evidentira u hipotekarnom registru.
2. Dužnici otplaćuju dugoročne kredite prema ugovorenim uvjetima.
3. Nakon provedenog due diligencea i iskazanog rejtinga izdanja, kreditori izdaju hipotekarne obveznice koje kupuju investitori.
4. Investitori kupuju/plaćaju hipotekarne obveznice, a sredstva se doznačuju kreditorima.

Premda model financiranja sa sličnim obilježjima nalazimo i u SAD-u (posredstvom Nacionalne hipotekarne udruge; engl. *Government National Mortgage Association - Ginnie Mae*), sam je model mnogo svojstveniji za područje Europske Unije, gdje je dominirao od svojih početaka u 18. stoljeću pa do osamdesetih godina prošloga stoljeća (Tepuš, 2005.).

Smjernicama Europske Unije (engl. *Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, UCITS*)<sup>6</sup> utvrđena su obilježja koja hipotekarne obveznice moraju zadovoljiti, a s time u vezi i pravila, ograničenja i mogućnosti investiranja u vrijednosnice. Osim odredaba koje vrijede za sve obveznice, predmetna direktiva sadrži i elemente povlaštenog tretiranja hipotekarnih obveznica, što se najviše očituje u iznimkama koje se odnose na ograničavanja obujma ulaganja u takve obveznice. Hipotekarne obveznice tretiraju se kao sigurnije od drugih (npr. korporacijskih obveznica), a

<sup>6</sup> Official Journal L 375, 31.12.1985., str. 3–18. Napomena: navedena smjernica još se naziva i investicijskom smjernicom.



postoji i mogućnost odobrenja većih ulaganja u hipotekarne obveznice pojedinog izdavatelja, odnosno skupine izdavatelja (npr. bankama i/ili fondovima).

Njemačka, Danska i Švedska su među državama u kojima hipotekarne obveznice imaju veoma važnu ulogu za dugoročno financiranje, a konkretni prijedlozi o namjenskom izdanju obveznica za financiranje dugoročnih stambenih kredita građana u Hrvatskoj izneseni su po prvi puta u okviru studije o financiranju stambene gradnje u Zagrebu, a koja se nastavlja na Prijedlog strategije stambene politike Grada Zagreba iz godine 2004.

*Tablica 1.*

ZASTUPLJENOST FINANCIRANJA STAMBENIH KREDITA  
U EUROPSKOJ UNIJI IZDAVANJEM HIPOTEKARNIH  
OBVEZNICA, PREMA PODACIMA ZA GODINU 2000.

Država	Udio hipotekarnih obveznica u ukupno odobrenim stambenim kreditima (u %)
Danska	100
Njemačka	22
Španjolska	6
Nizozemska	0,3
Švedska	63
Norveška	21
Francuska	15

Izvor: *European Mortgage Federation*

**2.2. Model koji bi sredstva za financiranje kredita prikupljao izdanjima vrijednosnica osiguranih hipotekama i na osnovi prodaje/sekuritizacije imovine banaka**

Model koji bi sredstva za dugoročno financiranje prikupljao izdanjima vrijednosnica osiguranih hipotekama (engl. mortgage backed securities - MBS) predviđa prodaju/sekuritizaciju imovine banaka/kreditora (odobrenih dugoročnih kredita) specijaliziranim ustanovama za izdavanje vrijednosnica osiguranih hipotekama (tzv. Special Purpose Vehicle – SPV ili Conduits). U okviru takvog modela financiranja kredita, financijske ustanove koje odobravaju dugoročne kredite (poslovne banke, štedionice i dr.), najvećim dijelom poslije prodaju svoja



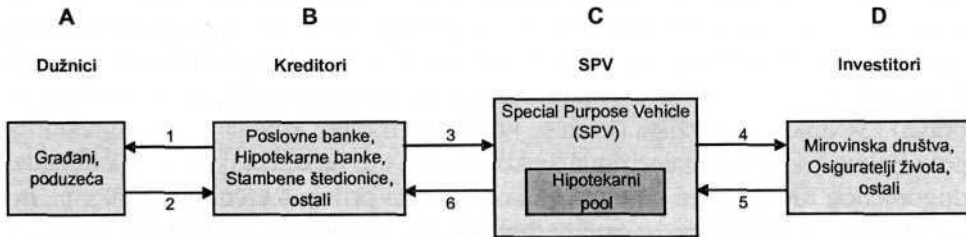
potraživanja specijaliziranim ustanovama za izdavanje vrijednosnica osiguranih hipotekama, pa se one od trenutka prodaje više ne nalaze u njihovom portfelju, tj. u bilanci. Dalja uloga prvotnoga kreditora najčešće se svodi na brigu o urednoj otplati kredita (tzv. servisiranje duga), uz određenu naknadu.<sup>7</sup> Postojanje takvih modela omogućuje poslovanje različitih ustanova za dugoročno financiranje koje ne moraju bezuvjetno raspolagati većim iznosima vlastitoga kapitala, jer kredite odobravaju s isključivom namjerom da potraživanja nastala s te osnove što prije prodaju na sekundarnom tržištu (engl. *temporary lenders*). Uključenost različitih ustanova u poslove financiranja (često namjenskog, npr. za stambeno zbrinjavanje i sl.) potiče konkurenciju u svakom segmentu primarnoga (kada se kredit odobrava) i sekundarnog tržišta (kada se kreditima trguje), koja naposljetku rezultira povoljnijim uvjetima financiranja za komitente, i to na tržišnoj osnovi. Taj model dugoročnog financiranja omogućuje kontrolirani prijenos kreditnog rizika na investitore u vrijednosnice osigurane hipotekom, što je njegovala najveća prednost. Investitori u vrijednosnice osigurane hipotekom najčešće su osiguratelji i razni investicijski fondovi kojih se predvidivi izdaci (dospjeća polica osiguranja života i sl.) i izvori sredstava u tijeku dužeg razdoblja (periodični ulozi, premije i dr.) podudaraju s prihodima od ulaganja u takve dugoročne vrijednosnice, odnosno s njihovim dospjećem.

---

<sup>7</sup> Servisiranje duga podrazumijeva aktivnosti na prikupljanju otplatnih rata i njihovo usmjerivanje stvarnim vlasnicima kredita, brigu o stanju osiguranja naplate kredita (kolateralu) i drugim uvjetima iz ugovora (redovite uplate za police osiguranja založene imovine, života i sl.) i postupke u slučaju poteškoća s naplatom tražbina s osnove kredita.

Slika 3.

**PRIKAZ MODELA DUGOROČNOG FINANCIRANJA IZ SREDSTAVA  
PRIKUPLJENIH POSREDSTVOM TRŽIŠTA KAPITALA KOJI  
PREDVIĐA PRODAJU IMOVINE BANAKA (IZDANJEM  
OBVEZNICA OSIGURANIH HIPOTEKAMA)**

Napomene:

1. Kreditori/banke odobravaju dugoročne kredite građanima/poduzećima obveze kojih se evidentiraju u kreditnom registru, a temeljem zaloga (stambenih) nekretnina što se evidentira u hipotekarnom registru.

2. Dužnici otplaćuju dugoročne kredite prema ugovorenim uvjetima.

3. Kreditori/banke prodaju dugoročne kredite vlastitom pravnom subjektu, tzv. SPV-u, koji formira hipotekarni pool za izdanje vrijednosnica osiguranih hipotekom.

4. Nakon provedenog due diligencea i iskazanog rejtinga izdanja SPV izdaje vrijednosnice osigurane hipotekom, koje kupuju investitori.

5. i 6. Investitori kupuju/plaćaju vrijednosnice osigurane hipotekom, a sredstva se doznačuju kreditorima.

Procesi sekuritizacije kredita u mnogim zemljama olakšani su ponajprije velikom državnom pomoći (sustavom državnih jamstava i osiguranja hipotekarnih kredita), preciznom pravnom regulativom, državnim nadzorom sudionika tržišta i zbog primjene konzervativnih standardnih postupaka (od svih uključenih strana) pri odobravanju i kupoprodaji hipotekarnih kredita i radi toga razvijenih programskih rješenja.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Više o sekuritizaciji kredita u SAD, Europskoj Uniji i u drugim zemljama vidi: Tepuš, M. M., 2005., poglavlja 3.3., 4.4. i dr.

### **3. Međusobno razmatranje obilježja razmatranih modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala u cilju nalaženja odgovarajućeg modela za Hrvatsku**

Dilema o tome koji model financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala razvijati u Hrvatskoj, svodi se na odabir i na to da se slijede najbolje prakse europskih (hipotekarne obveznice), odnosno anglo-saksonskih (vrijednosnice osigurane hipotekom) rješenja (premda je obilježja obiju modela moguće pronaći u oba navedena sustava), imajući u vidu svestrana obilježja hrvatskoga tržišta i financijske i strateške ciljeve koji se razvijanjem takvih modela žele postići.

Usporedba obilježja hipotekarnih obveznica i vrijednosnica osiguranih hipotekom, kako ih definiraju smjernice Europske Unije, prikazuje se u sljedećoj tablici.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Među članicama Europske Unije shvaćanje i pristup sekuritizaciji kredita razlikuje se od države do države. Razlog takvome stanju relativna je novost sekuritizacijske prakse, s kojom je tek nedavno upoznat veliki dio Europe. Poteškoće u prihvaćanju i razvijanju sekuritizacije primjetne su kod izdavatelja, investitora, izvršnih vlasti pojedinih država, a često i u široj javnosti. Radi promicanja interesa i razvijanja sekuritizacije u Europskoj Uniji osnovan je Europski sekuritizacijski forum (engl. *European Securitisation Forum*, ESF) koji zastupa interese svih sudionika sekuritizacije u Europskoj Uniji.

Tablica 2.

**USPOREDNI PRIKAZ OBILJEŽJA HIPOTEKARNIH OBVEZNICA  
I VRIJEDNOSNICA OSIGURANIH HIPOTEKOM  
U EUROPSKOJ UNIJI**

<b>Obilježja</b>	<b>Hipotekarne obveznice</b>	<b>Vrijednosnice osigurane hipotekom</b>
Računovodstveni pristup	Kredit iz poola iskazuju se u bilanci stanja izdavatelja	Kredit iz poola ne iskazuju se u bilanci stanja izdavatelja
Izvor podmirenja obveza	Novčani tijek izdavatelja	Novčani tok iz hipotekarnog poola
Izloženost kreditnom riziku	Izdavatelj	Investitor
Izloženost riziku prijevremene otplate kredita	Izdavatelj	Investitor
Izloženost tržišnom riziku	Investitor	Investitor
Zaštita u slučaju propasti izdavatelja	U nekim državama investitori imaju prednost pri naplati potraživanja iz imovine izdavatelja	Potpuna, jer je hipotekarni pool u vlasništvu samostalnog pravnog subjekta – SPV
Osiguranje izvršenja obveza	Moguća dodatna jamstva može dati kreditor	Osiguranje pruža treća strana, najčešće osiguratelj ili banke (tzv. <i>credit enhancement</i> ) <sup>10</sup>
Karakteristike kreditnog skupa (hipotekarnog poola)	Svaki pojedini kredit iz poola može se zamijeniti	Kredit iz poola se uglavnom ne mogu zamijeniti
	Kredit u poolu su uglavnom heterogeni	Kredit u poolu su uglavnom homogeni
	Obilježja su utvrđena zakonom (npr. koliki iznos kredita se može odobriti u odnosu na vrijednost nekretnine i obavezno razborito procjenjivanje nekretnine/zaloga)	Obilježja nisu utvrđena zakonom

Izvor: European Mortgage Federation, *Funding Mortgage loans: Where is Europe heading?*, str. 7.

Model financiranja dugoročnih kredita hipotekarnim obveznicama kreditorima/izdavateljima vrijednosnica ne omogućuje prijenos rizika, kao što je to slučaj u modelu financiranja s izdavanjem vrijednosnica osiguranih hipotekom. Obilježje

<sup>10</sup> Više o unutarnjim i vanjskim vrstama osiguranja izvršenja obveza po izdanim vrijednosnicama osiguranim hipotekama vidi: “, European Securitisation Forum, *A resource guide*, str. 2 i 4 – 5

prijenosa rizika s kreditora na investitora i iskazivanje hipotekarnih kredita koji čine hipotekarni pool izvan bilance stanja, odnosno u njoj, smanjuju kreditni rizik i predstavljaju najveću bitnu razliku između dva predstavljena modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala. No, posebno je važno prepoznati da su kreditori u okviru modela financiranja kredita putem izdanja hipotekarnih obveznica, pojedinačne financijske institucije snažnije od mnogih sudionika u modelu koji sredstva prikuplja prodajom/sekuritizacijom kredita, a tome je razlog to što u svojim portfeljima drže znatno više dugoročnih kredita, pa po toj osnovi ostvaruju i znatno veće ukupne kamatne prihode. Naime, nikako ne bi smio biti zanemariv ni porezni aspekt, jer s prodajom (najboljih) kredita banke ostaju bez znatnih kamatnih prihoda, a prihodi s osnova servisiranja naplate tek su simbolični u odnosu na kamatne prihode po istoj osnovi. To bi mogao postati još važniji problem ako se razmatra prekogranična prodaja kredita (zajedno s pripadajućim kamatnim prihodima), a zbog čega država u konačnici naplaćuje manje ili više poreza (porez na dobit).

Tablica 3.

PREGLED ZASTUPLJENOSTI MODELA STAMBENOG FINANCIRANJA  
 U ODABRANIM DRŽAVAMA EUROPSKE UNIJE PREMA  
 PODACIMA NA SVRŠETKU GODINE 1998.

Država	Ukupno odobreni stambeni krediti (u bilijunima EUR)	Vlastita sredstva	Specijalizirani izvori		Generalni izvori	
			Hipotekarne obveznice	Vrijednosnice osigurane hipotekom	Depoziti	Ostali
Belgija	56	DA	–	malo	manje od 50%	DA
Danska*	122	–	100%	–	–	–
Njemačka	1.013	–	DA	DA	DA	DA
Grčka	7	–	–	–	100%	–
Francuska	262	malo	21%	3%	76%	–
Austrija**	10	1%	7%	–	38%	54%
Ujedinjeno Kraljevstvo	647	–	–	DA	DA	DA

Izvor: *European Mortgage Federation*

\* Uključuje samo članove EMF

\*\* Uključuje samo komercijalne stambene kredite koje su odobrili članovi EMF

Promišljajući o prikladnoj vrsti modela za financiranje dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala, pojedine zemlje srednje i istočne Europe prišle

su razvijanju modela koji ne predviđa prodaju imovine banaka, tj. modela koji dugoročne kredite financira izdanjima hipotekarnih obveznica (npr. Poljska, Mađarska, Slovenija, Češka, Bugarska, ali i Kolumbija, Čile i dr.), a neke su, pak, odlučile razvijati model na principu izdanja vrijednosnica osiguranih hipotekom, odnosno sekuritizacije (npr. Rumunjska).

Konkretno bi se izdavanjem namjenskih dužničkih vrijednosnica (hipotekarnih obveznica i/ili vrijednosnica osiguranih hipotekama) za potrebe financiranja dugoročnih kredita u Hrvatskoj, u početku mogle baviti postojeće financijske ustanove (poslovne banke i/ili stambene štedionice) uz prethodno dobijenu suglasnost Hrvatske narodne banke i Ministarstva financija. Nakon prvih praktičnih iskustava moglo bi se razmotriti da se izmjenama i dopunama važećeg Zakona o bankama koji je na snazi omogući specijalizacija pojedinih ustanova za stambeno financiranje, tj. da te ustanove steknu status hipotekarne banke (specijalizirane banke) kao što je to slučaj u najvećem broju razvijenih zemalja.

Da bi dugoročno financiranje iz sredstava prikupljenih posredstvom tržišta kapitala zaživilo u praksi, bilo bi potrebno postaviti hrvatske standarde za slijedeće:

- a) obradu kreditnih zahtjeva (na osnovi standardne dokumentacije i obrazaca);
- b) vrednovanje osiguranja otplate kredita i
- c) izdavanje hipotekarnih obveznica/vrijednosnica osiguranih hipotekama (servis otplate duga i dr.).

Veoma je važan za standardizaciju postupka odobravanja kredita koji bi poslije mogli biti sastavni dio kreditnog skupa, razvitak kreditnog registra i registra hipotekarnih obveznica. Naime, brza i jeftina registracija kreditnih obveza građana i u tu svrhu založene imovine ima ključnu ulogu za razvitak primarnog i sekundarnog tržišta dugoročnih kredita. Ako takvi registri ne postoje, upitna je korist založene imovine kao osiguranja uredne otplate duga i otežano je formiranje kvalitetnog kreditnog skupa za izdanje hipotekarnih obveznica ili vrijednosnica osiguranih hipotekom. Dalje, investitori takve kredite ne smatraju dovoljno kvalitetnima/sigurnima, pa se teže odlučuju na investiranje u na njihovoj osnovi izvedenih/izdanih dužničkih vrijednosnica. Sadašnje nepostojanje hipotekarnog registra u Hrvatskoj moguće je nadomjestiti kvalitetnim osiguranjima povrata kredita, razvitkom mehanizama naplate iz osiguranja i zaštitom investitora u slučaju insolventnosti izdavatelja vrijednosnica. Iznos odobrenih kredita koji čine kreditni skup, tj. osnovu izdanja hipotekarnih obveznica ili vrijednosnica osiguranih hipotekama morao bi biti najmanje jednak nominalnom iznosu vrijednosnica koje se izdaju. Ako bi nastupili problemi s urednom otplatom određenoga kredita iz kreditnoga skupa, narušio bi se rejting izdanja, pa bi bilo preporučljivo da odobrenih kredita u kreditnom skupu bude najmanje 10% više u odnosu na nominalnu vrijed-

dnost izdanih vrijednosnica (tzv. engl. Overcollateralization). Zbog većeg iznosa kredita u kreditnom skupu u odnosu na izdane vrijednosnice ne bi bilo potrebno uvoditi dodatna osiguranja (npr. garancije trećih osoba, države, osiguratelja i sl.) za izvršenje obveza po njima. Djelomična prijevremena otplata kredita koji čine kreditni skup u početku ne bi bila dopuštena, a ako bi se željelo prijevremeno otplatiti cjelokupan dug, morala bi se platiti razumna naknada. U slučaju da se pojavi neki izraženiji trend prijevremenog otplaćivanja založenih kredita moglo bi se omogućiti supstituiranje takvih kredita novima. Dapače, nadomještanje kredita moglo bi se predvidjeti i u slučaju problema s otplatom pojedinih kredita iz kreditnog skupa, a koji bi se po nastupanju određenih obilježja (npr. kašnjenja s plaćanjem preko određenog broja dana i sl.) vratili inicijalnom kreditoru uz obvezu da ovaj stavi na raspolaganje drugi kredit odgovarajućih obilježja (isti ili veći prihod s osnova otplate i istu ili veću ročnost i sl.).

Razmatrajući potrebna obilježja dugoročnih kredita koji bi mogli predstavljati osnovu izdanja, bilo bi potrebno da krediti koji čine kreditni skup imaju relativno ista/slična obilježja. Isti bi mogli biti odobravani uz fiksne kamatne stope, čime bi se kamatni rizik prenio s kreditora na investitore u hipotekarne obveznice, odnosno vrijednosnice osigurane hipotekama. Dugoročni krediti odobrali bi se u nižem iznosu u odnosu na razborito utvrđenu trenutnu vrijednost založene nekretnine (kupoprodajnu cijenu), tj. do 80% iste (LTV=80%), na rok do 30 godina (odnosno da dospijeće bude do 65 godina starosti dužnika). Razlika od odobrenih 80% potrebnih/trажenih sredstava takvim bi se modelima organizirano nadomjestila komercijalnim sredstvima na tržištu (kreditima poslovnih banaka / stambenih štedionica / stambenih zadruga).<sup>11</sup> Za osiguranje povrata sredstava svakako bi bilo potrebno zahtijevati prije svega stambenu nekretninu (bilo da se financiraju građani ili poduzeća, pri čemu stambenu nekretninu u slučaju financiranja poduzeća predstavlja uredski poslovni prostor) neopterećenu teretima (tzv. prva hipoteka).<sup>12</sup>

Hrvatske banke, u aktualnoj kreditnoj praksi, ne odobravaju kredite vodeći računa o LTV omjeru, i to zato što ih nikakva regulativa na to ne potiče<sup>13</sup>, a mnogobrojna su osiguranja otplate kredita građana ipak omogućila izvrsnu kvalitetu naplate plasmana, pa banke same nisu poticale uvođenje takvih kreditnih uvjeta.

---

<sup>11</sup> Takvo nadomještanje različitih izvora sredstava uobičajeno je u Njemačkoj i Danskoj i drugdje, a što također pridonosi stabilnosti ukupnoga bankovnog i financijskoga sustava.

<sup>12</sup> Ako bi predmet financiranja bili automobili ili nešto drugo, zahtijevana bi se imovina za potrebe osiguranja otplate kredita prilagodila predmetu financiranja.

<sup>13</sup> U aktualnoj hrvatskoj regulativi nigdje se ne traži prepoznavanje LTV omjera pri utvrđivanju kreditnog rizika ili dr., niti se to odražava u korist ili na štetu kreditnog obujma i profitabilnosti, a pregledom oglašivanih kreditnih uvjeta banaka u javnosti i istraženju kreditnoj praksi nije moguće zaključiti da se o ovom uvjetu sustavno vodi računa, premda postoje slučajevi kod kojih bi se moglo prepoznati takva obilježja (iako se nisu njime navodili prilikom odobravanja kredita).



Naime, propisivanje ili neki oblik pogodovanja primjeni takve kreditne prakse (npr. prudencijalnom regulativom) izravno bi ograničio obujam kreditnih aktivnosti u sektoru stanovništva i posredno bi utjecao na ograničenje rasta aktive banaka. Među razvijenim zemljama postoje razlike u primjeni ovoga kreditnoga uvjeta, pa se pregled LTV omjera i dr. u Europskoj Uniji i u Norveškoj navodi u slijedećoj tablici.

*Tablica 4.*

PREGLED PROSJEČNIH CIJENA STAMBENIH NEKRETNINA,  
PROSJEČNIH STAMBENIH KREDITA I OMJERA IZNOSA KREDITA  
I CIJENE STAMBENE NEKRETNINE U EUROPSKOJ UNIJI  
I U NORVEŠKOJ, PREMA PODACIMA ZA GODINU 2001.

Država	Prosječna cijena stambene nekretnine (u EUR)	Prosječni stambeni kredit (u EUR)	LTV (%)	Prosječni rok otplate (u godinama)
Danska	156.529	125.223	80	30
Njemačka	263.000	176.000	67	28
Grčka	100.000	50.000	50	15
Španjolska	107.324	75.126	70	20
Irska	262.607	210.086	80	20
Italija	150.000	75.000	50	10
Nizozemska	250.000	225.000	90	30
Portugal	77.313	67.332	83	30
Švedska	170.000	119.000	70	30
Ujedinjeno Kraljevstvo	178.000	123.000	69	25
Norveška	173.342	121.340	70	20
Prosječna vrijednost (cca)	172.000	124.000	71	–

Izvor: *European Mortgage Federation*

Izdanjima hipotekarnih obveznica, odnosno vrijednosnicama osiguranima hipotekama zasebno bi se utvrđivao rejting, pa bi tako bilo moguće da izdane vrijednosnice dobiju bolji rejting od financijske institucije koja ih je izdala, ali on će ipak biti ograničen rejtingom zemlje u kojoj su vrijednosnice izdane. Zbog navedenoga je jasno da izdane vrijednosnice osigurane hipotekom u Hrvatskoj ne bi mogle imati (prijeako potreban) prvoklasni rejting, a to bi bilo posebno važno u slučaju ozbiljnih ambicija za prekogranična izdanja.

Pored utvrđivanja statusa i obilježja banaka koje bi se bavile dugoročnim financiranjem iz sredstava prikupljenih izdavanjem hipotekarnih obveznica, odnosno vrijednosnica osiguranih hipotekama, izmjenama i dopunama relevantnih zakona morali bi se zaštititi specifični nazivi/termini poput: hipotekarna obveznica, vrijednosnica osigurana hipotekom, hipotekarna banka, kreditni skup, hipotekarni registar, kreditni registar i dr.

A budući da se najujednačeniji uvjeti za odobravanje dugoročnih kredita na hrvatskome bankovnome tržištu primjenjuju kod odobravanja dugoročnih stambenih kredita građanima i kod financiranja kupnje automobila, upravo bi s financiranjem stambenih, odnosno kredita za automobile bilo logično započeti razvitak opisanih modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala. Poslije bi se pozitivna iskustva mogla iskoristiti i za financiranje drugih namjena (npr. komercijalnih nekretnina, rasplodne stoke i dr.).

Potencijalni kupci hipotekarnih obveznica u Hrvatskoj bili bi: poslovne banke, stambene štedionice, osiguratelji, mirovinski fondovi, investicijski fondovi i dr. Investitorima iz redova osiguratelja i različitih hrvatskih fondova odgovara ulaganje u obveznice s fiksnim kamatama, a njih nema dovoljno u ponudi na hrvatskome tržištu kapitala. Takva situacija pobuđuje zanimanje hrvatskih institucionalnih investitora da što više sredstava plasiraju na međunarodno tržište (i u tom smjeru lobiraju za izmjene propisa), pri čemu uopće ne uviđaju potencijale hrvatskoga tržišta, koje bi uspostava hrvatskoga sekundarnoga tržišta kredita i na toj osnovi izdane vrijednosnice (s atraktivnim prinosom i malim rizikom) znatno unaprijedile.

Radi osiguranja stabilnosti i kontinuiteta takvoga modela stambenog financiranja, potrebno je unaprijediti postojeću zakonsku regulativu i nadzor poslovanja financijskih institucija kojima bi se odobrilo izdavanje hipotekarnih obveznica, odnosno vrijednosnica osiguranih hipotekama. Izmjene i dopune relevantnih zakona (poput npr. Zakon o bankama, Zakon o trgovačkim društvima, Zakon o vrijednosnim papirima i dr.), poreznog režima (vezano uz tretman prihoda po hipotekarnim obveznicama, odnosno vrijednosnicama osiguranih hipotekom i dr.) i računovodstvene prakse moglo bi se provoditi simultano radi postizanja standarda koje za takve instrumente veoma jasno postavlja Europska Unija.

U svrhu stimulacije i zaštite investitora u hipotekarne obveznice, izmjenama i dopunama pojedinih zakona (npr. Zakona o trgovačkim društvima i dr.) valjalo bi omogućiti izuzimanje imovine koja predstavlja osnovu njihovog izdanja iz likvidacijske/stečajne mase u slučaju propasti njihovih izdavatelja. Investitori u hipotekarne obveznice moraju imati pravo prvenstva pri namirenju u okolnostima likvidacije/stečaja njihovih izdavatelja.

Nimalo bezazleno pitanje za domaće stručno i političko podneblje jest i tko bi morao potaknuti razvitak takvih modela financiranja. To bi prije svih mogli

biti Hrvatska narodna banka, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor nebankovnih financijskih institucija, ali je moguće i da inicijativa dođe i od banaka (posredstvom Hrvatske udruge banaka), od potencijalnih investitora u hipotekarne obveznice, odnosno vrijednosnice osigurane hipotekama<sup>14</sup>, ali u slučaju nedostatka inicijative za razvitak takvih modela financiranja moguće je da njihov razvitak „preporučē“ međunarodne institucije i sl. (kao što je to, npr., bio slučaj u Sloveniji, gdje je razvitak inicirala Svjetska banka) (OECD, 2004.).

Iz iskustva drugih država koje su uvodile slične modele pokazalo se da je priličan problem predstavljala mogućnost formiranja kreditnih skupova iz već postojećih dugoročnih kredita, ponajprije zbog informacijske asimetrije o kreditnom riziku, zbog malog iznosa pojedinog plasmana u portfelju investitora zato što svaki ne može biti posebno vrednovan, a u Hrvatskoj bi problem predstavljale i određene pravne poteškoće uz prodaju potraživanja po osnovi kredita (npr. mora li se dužnika obavijestiti o promjeni vlasnika potraživanja po osnovi odobrenog mu kredita i nastupaju li za njega kao rezidenta određene obveze u slučaju prodaje potraživanja u inozemstvo i sl.). Prevladavanje tih problema moguće je uvažavanjem reputacije financijske ustanove na području dugoročnog financiranja (npr. u segmentu stanovništva, prodaje automobila i dr.) i primjenom odgovarajućeg osiguranja naplate kredita. Dalje poteškoće prilikom uvođenja opisanih modela moguće su zbog nedostatnog obujma odobrenih dugoročnih kredita u određenome razdoblju, ponajprije zato što se sekuritizacija malih iznosa kredita uglavnom ne isplati. Naime, troškovi sekuritizacije iznose između 0,75% i 1% iznad EURIBOR, a to je veoma povoljan izvor financiranja (Reilly, P., 1999., str. 9.), ali kako se pri sekuritizaciji najčešće traži ocjenjivanje/rangiranje predmeta sekuritizacije, što proizvodi dodatne troškove, njezino se provođenje isplati uglavnom u slučaju izdanja većih iznosa. Zbog toga mnoge manje financijske ustanove ne mogu prikupljati slobodna novčana sredstva prema modelu sekuritizacije. No ipak se rješenje takve situacije nazire u mogućoj budućoj integraciji europskih tržišta kapitala u jedinstveno tržište (engl. *supra-national marketplace*) koje bi imalo potencijala iskoristiti prednosti koje donosi ekonomija obujma, ali i na druge načine (npr. prilagodbom modela i standarda izdavanja vrijednosnica osiguranih hipotekama na način da se dodatnim osiguranjima zadobije potrebno povjerenje u kvalitetu njihove uredne otplate, ustrojem regionalnih tržišta/suradnje itd.). Postojanje razvijenoga jedinstvenoga tržišta kapitala olakšalo bi sudjelovanje manjih država u procesima sekuritizacije, a Hrvatska bi u tom smislu svakako morala razmatrati i takve mogućnosti. Također bi, usporedno s porastom

---

<sup>14</sup> Autoru je poznato da je u posljednjih nekoliko godina više inozemnih investitora obilazilo domaće poslovne banke, ali i neke druge interesne ustanove (npr. HNB i dr.). Također su domaći i inozemni pravni stručnjaci u više navrata provodili ispitivanja domaćeg pravnog sustava i standarda, odnosno mogućnosti za poslovanje na principima refinanciranja kredita posredstvom domaćeg i/ili međunarodnog tržišta kapitala (Urban Institute, 2004. i dr.).

likvidnosti nacionalnog sekundarnog tržišta dugoročnih kredita, valjalo bi razvijati suradnju sa drugim svjetskim i regionalnim tržištima (ponajprije europskim) da bi se na takav način uklonio problem nedostatnog obujma i likvidnosti.

Zbog okolnosti u kojima domaća pravna regulativa i praksa dugoročnog financiranja uopće ne prepoznaju instrument i bit hipotekarne obveznice, odnosno vrijednosnice osigurane hipotekom, odabrani model za Hrvatsku morao bi biti razvijan kao jednostavan i lako primjenjiv u praksi. Također je, potrebno spomenuti da bi zbog aktualnih monetarnih mjera HNB (kojima se destimulira prikupljanje sredstava putem izdanja vrijednosnica<sup>15</sup>) razvitak bilo kojega od dva prikazana modela bio onemogućen. Dakle, morale bi se pronaći odgovarajuće formulacije i u određenim monetarnim propisima kojima bi razvitak svestrano korisnih modela financiranja bio omogućen.

S protekom vremena, odabrani bi model valjalo nadograđivati: angažiranjem kreditnih posrednika, omogućivanjem izdanja uz dodatna osiguranja od strane trećih osoba, a kod odabira modela na principu sekuritizacije kredita moralo bi se omogućiti osnivanje specijaliziranih ustanova za izdanja vrijednosnica pokrivenih imovinom (tzv. Conduits), omogućiti osnivanje tijela koje predstavlja izdvojenu imovinu na osnovi koje se izdaju vrijednosni papiri (SPV) i dr.

Nedostaci oba prikazana modela mogu biti različito manifestirani pod utjecajem neodgovarajuće državne politike prema dugoročnom financiranju (jer država uopće nema aktivnu ulogu u razvijanju takvih modela financiranja) ili zato što se prekobrojnim i pogrešnim mjerama poticaja sputava razvitak modela na tržišnim osnovama. Dalje, kao nedostatke oba modela valja spomenuti nefikasnost u slučajevima izrazite oscilacije kamatnih stopa, geografsku i druge vrste koncentracija kredita koji su osnova izdanja vrijednosnica itd. Uključenost različitih instrumenata i ustanova u poslove odobravanja dugoročnih kredita: izdavatelja vrijednosnica po odobrenim kreditima, procjenitelja kvalitete izdanja vrijednosnih papira, osiguratelja naplate potraživanja po odobrenim kreditima, odnosno izvršenja obveza s osnove izdanih vrijednosnica, čine opisane modele prilično složenima, a to mjerodavnim ustanovama otežava upravljanje u smislu postizanja ciljeva monetarne i gospodarske politike, tj. traži visoku stručnost kadrova u resornim službama. Zbog brojnosti preduvjeta za razvijanje modela, potrebne specifične regulative i mogućih svestranih pozitivnih efektata (za razvitak financijskog i gospodarskog okruženja, mogući probitak interesa socijalne i drugih politika (npr. stambene politike i dr.)) oba opisana modela, možda je u ovome trenutku stručnost kadrova u interesnim ustanovama i najveći problem.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Odluka o posebnoj obveznoj pričuvu na obveze po izdanim vrijednosnim papirima, N.N. 18/2006.

<sup>16</sup> O sekuritizaciji se u Hrvatskoj sve više raspravlja u posljednje vrijeme, više inozemnih investitora obilazilo je interesne ustanove, domaći stručnjaci pohađaju stručne i edukativne skupove

Stvaranje modela dugoročnog financiranja posredstvom tržišta kapitala složen je i dugotrajan proces koji je neprestano potrebno njegovati i nadograđivati prema tržišnim okolnostima. U razvoju ovakvih modela financiranja potrebno je rukovoditi se iskustvom drugih zemalja, tj. najboljom praksom, nastojeći pritom razviti suradnju s međunarodnim tržištima kapitala i sa stranim investitorima.

#### 4. Zaključna razmatranja

Hrvatski financijski sustav izrazito je bankocentričan, a promjene u njemu jednostavno se prenose na druge financijske ustanove ili na ukupan financijski sustav. Budući da je nepostojanje odgovarajućih dugoročnih izvora sredstava prilično izražen problem za hrvatski bankovni sustav, u ovome se radu iznose prijedlozi za unapređenje aktualne prakse dugoročnoga financiranja razvijanjem modela financiranja dugoročnih kredita iz sredstava prikupljenih na tržištu kapitala, a koji bi se mogli razvijati korištenjem instrumenta hipotekarnih obveznica (engl. mortgage bonds) i/ili vrijednosnica osiguranih hipotekama (engl. mortgage backed securities).

Zbog brojnih reformi u hrvatskome financijskome sustavu (npr. mirovinska reforma, reforma osiguranja, reforma tržišta kapitala i razvitak fondova zajedničkog ulaganja), relativno razvijeno primarno tržište dugoročnog financiranja, skori početak rada HROK (nacionalnog kreditnog registra) i zbog relativno stabilnih makroekonomskih uvjeta koje Hrvatska bilježi u posljednjih nekoliko godina, razvitak takvih modela dugoročnog financiranja procjenjuje se kao moguć i koristan za sve zainteresirane strane. Naime, razvijanjem modela financiranja dugoročnih kredita iz sredstava prikupljenih posredstvom hrvatskog tržišta kapitala bilo bi moguće utjecati na uspješno alociranje sredstava iz novčano suficitarnih jedinica prema novčano deficitarnima, a pri čemu kreditne ustanove (banke) pribavljaju slobodna novčana sredstva za nova kreditiranja, kontroliraju kamatni rizik i jednostavno upravljaju ročnom strukturom svoje aktive i pasive, odnosno svojom likvidnošću. Sa druge strane, mogli bi se postići probici interesa hrvatskih građana, jer bi se njihove kapitalne potrebe financirale na kvalitetniji način (uz nepromjenljive kamatne stope, bez valutnog rizika itd.). Nimalo nevažno, ukupna aktiva hrvatskoga financijskoga sustava ne bi se smanjivala, a supstanca za razrez poreza i dalje bi bila u Hrvatskoj.

---

(uglavnom u inozemstvu), domaći i inozemni pravni stručnjaci provode ispitivanja domaćeg pravnog sustava i prakse itd. Ipak je javnim istupanjima često moguće razaznati da mnogi ne razaznaju dva osnovna (u ovome radu opisana) načina financiranja iz sredstava prikupljenih posredstvom tržišta kapitala.

Budući da razvijeno tržište refinanciranja dugoročnih kredita na tržišnim principima proizvodi brojne pozitivne učinke i da pojedini krediti (npr., stambeni, za kupnju automobila i dr.) u Hrvatskoj imaju (ili bi uz manje prilagodbe prakse stekli) obilježja i kvalitetu za formiranje kreditnih skupova, bilo bi opravdano inicirati razvijanje takvih modela dugoročnog financiranja. Izdavanjem hipotekarnih obveznica odnosno vrijednosnica osiguranih hipotekama, u Hrvatskoj bi se u početku mogle baviti postojeće financijske ustanove (poslovne banke) uz prethodno dobijene suglasnosti Hrvatske narodne banke i Ministarstva financija. Potencijalni kupci hipotekarnih obveznica, odnosno vrijednosnica osiguranih hipotekama u Hrvatskoj bili bi: hrvatske poslovne banke, stambene štedionice, osiguratelji, mirovinski fondovi, investicijski fondovi, međunarodni investitori i dr. Model bi bilo preporučljivo razvijati prema najboljim europskim i svjetskim standardima, što bi omogućilo uspostavu suradnje sa svjetskim i regionalnim tržištima kapitala (ponajprije europskim), čime bi se u budućnosti uklonio mogući problem nedostatnog obujma i likvidnosti tržišta.

Uspostava modela dugoročnog financiranja koji sredstva prikupljaju posredstvom tržišta kapitala u Hrvatskoj, mogla bi pridonijeti rješavanju problema dugoročnog financiranja u Hrvatskoj, tj. osigurati kvalitetan izvor dugoročnih sredstava, pridonijeti razvitku konkurencije na primarnome tržištu dugoročnih kredita, spriječiti koncentracije dugoročnog financiranja po institucijama i proizvodima, povećati efikasnost dugoročnog financiranja smanjenjem kamatnog spreada (razlike između pasivnih i aktivnih kamatnih stopa), omogućiti financiranje na duže rokove, omogućiti likvidnost dugoročnih kredita (razvitak sekundarnog tržišta), upotpuniti ponudu kvalitetnih dugoročnih vrijednosnih papira s fiksnim prihodima na hrvatskome tržištu kapitala, pridonijeti otklanjanju aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu i pridonijeti uspostavi hrvatskoga monetarnoga suvereniteta prihvaćanjem domaće valute kao platežnog sredstva i dr. No, nimalo nije bezazleno koji će se princip financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala razvijati u Hrvatskoj, jer on može pogodovati razvitku hrvatskoga bankarstva i financijskoga sustava, ali isto tako, u nekoj neodgovarajućoj i površnoj izvedbi, pogodovati isključivo zaobilaženju nacionalnih bankovnih i drugih propisa, pri čemu razvojni efekti takvih standarda financiranja mogu potpuno izostati. Razvijanje modela financiranja dugoročnih kredita posredstvom tržišta kapitala ovisi o vrsnom poznavanju obilježja poslovanja hrvatskih financijskih ustanova i prakse dugoročnog kreditiranja u Hrvatskoj, ali i specifičnosti potrebne infrastrukture predmetnih modela financiranja. Stoga bi bilo prijeko potrebno izraditi sveobuhvatnu analizu mogućih prednosti i nedostataka takvih modela financiranja na hrvatsko bankovno i financijsko tržište (posebno za model koji ne predviđa prodaju imovine banaka i model koji predviđa prodaju imovine banaka), a pri čemu bi prije svega bilo potrebno voditi računa o prepoznavanju strateških hrvatskih razvojnih interesa u svim područjima. U svakom slučaju, razborito upra-

vljanje modelima dugoročnoga financiranja posredstvom tržišta kapitala izazov je s kojim će se Hrvatska u veoma skoroj budućnosti morati nositi.

Budući da kreditori razvijenih zemalja teže proširenju poslovanja na strana tržišta (internacionalizaciji poslovanja), može se očekivati da će se prije ili poslije odlučiti za ulazak na tržišta tranzicijskih zemalja, pa tako i na hrvatsko tržište dugoročnog financiranja. U tom slučaju svakako valja očekivati da će uslijediti val refinanciranja postojećih kreditnih obveza iz povoljnijih izvora i procesi spajanja i akvizicija među nacionalnim kreditorima. U okviru takvog razvitka međunarodnih događaja potrebno je biti svjestan i aktualne restriktivne monetarne politike HNB koja bitno ograničuje raspoloživost izvora sredstava, a samim time i održivost potencijala za dugoročno financiranje. U takvoj se situaciji pritisku za razvitak sekundarnog tržišta dugoročnih kredita neće moći oduprijeti, teško će biti nametnuti standarde koji pogoduju hrvatskome okruženju, a među hrvatskim bi bankama mogla nastupiti borba za najboljeg “kreditnog servisera” kojemu će većina inozemnih banaka povjeriti poslove servisiranja kredita u njihovo ime.

#### LITERATURA

1. Arndt, F. J. i Tolckmitt, J., 2001. *The Pfandbrief – latest developments and legal framework*. Association of German Mortgage Banks
2. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2003. *Federal Reserve Bulletin*, (1), Washington
3. Brovning, M. i Lusardi, A., 1996. Household Saving: Micro Theories and Micro Facts, *Journal of Economic Literature*, br. 4, , str. 1797 – 1855
4. Butler, K. C., 1999. *Multinational Finance*. South-Western College Publishing
5. Centar za razvoj neprofitnih organizacija (CERANEO), 2004. *Strategija stambene politike Grada Zagreba*
6. European Mortgage Federation, 2003. *Mortgage Bonds and Mortgage-Backed Securities in Europe*
7. European Securitisation Forum, 2002. *A Framework for European Securitisation*
8. European Securitisation Forum, 2002. *A resource guide*
9. Fabozzi, F. J., 2001. *The handbook of mortgage – backed securities*. McGraw-Hill
10. Guttentag, J. i Michael, L., 2004. *Alternative Secondary Market Models*, materijali s predavanja, The Wharton School, University of Pennsylvania



11. Hrvatska narodna banka, 2004. *Godišnje izvješće*
12. Hrvatska narodna banka, 2004. *Bilten o bankama*, br. 11
13. Hrvatska poštanska banka, 2007. *HPBFIT: Gospodo, riječ je o izvorima?*, br. 1
14. Hrvatska poštanska banka, 2006. *Analiza monetarnih i kreditnih agregata*, br. 3 i 4 (neobjavljeni radovi)
15. Lehnert, A.; Passmore, W. i Sherlund, M. S., 2005. *GSEs, Mortgage Rates, and Secondary Market Activities*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Preliminary draft (Version: January 12).
16. Marrill, S., Rabenhorst C., Sacks P., 2003. *Developing secondary mortgage markets in southeast Europe: Assessments of the mortgage markets in Bulgaria, Croatia and Romania*, The Urban Institute
17. Order, Van R., 2004. *Securitization and Emerging Markets*, materijali s predavanja, The Wharton School, University of Pennsylvania
18. Rabenhorst, C., Butler, S. B., 2004. *The legal framework of mortgage markets in southeast Europe: Assessments of the legal framework of secondary primary and secondary mortgage markets in Croatia, Romania and Bulgaria*, The Urban Institute
19. Santomero, A., 2004. *Workshop on Applied Financial Risk Management*, materijali s predavanja, The Wharton School, University of Pennsylvania
20. Tepuš, M. M., 2007. *Gospodo, riječ je o izvorima!*, HPBFIT, br. 1, Hrvatska poštanska banka
21. Tepuš, M. M., 2006. *Housing Finance Models and Standards in the Republic of Croatia*, Housing Finance International, International Union for Housing Finance
22. Tepuš, M. M., 2006. *Models and Standards of Housing Financing in Croatia* [online]. Zagreb. Dostupno na: [<http://www.modelistambenogfinanciranja.com/Dorada%2018.05/Models%20and%20Standards%20of%20HF%20in%20Croatia.pdf>]
23. Tepuš, M. M., 2005. *Modeli stambenog financiranja: housing finance international*. Albatros media
24. Tepuš, M. M., 2004. *Housing Finance in Croatia – Country Note*, OECD
25. The World Bank, 2001. *Finance for Growth: Policy choices in a volatile world*: Oxford University Press
26. Urban Institute, 2004. *The Legal Framework of Mortgage Markets in Southeast Europe: Assessments of the Legal Framework of Primary and Secondary Mortgage Markets in Croatia, Romania, and Bulgaria*

## THE ANALYSIS OF MODELS FOR FINANCING THE LONG TERM LOANS THROUGH THE CAPITAL MARKET IN CROATIA

### Summary

Croatian financial system is dominated by banks with remarkable lack of long term funding sources which would enable long term financing. This paper makes proposals for possible development of actual long term financing practice through a model which collects funding sources at Croatian capital markets using the instruments of mortgage bonds and/or mortgage backed securities. Since a developed secondary long term loan (mortgage) market ensures many positive results while some loans (like home or car loans) in Croatia have (or could have with simple adjustments) the needed characteristics and quality to form a mortgage pool, development of a model that collects funding sources for financing of long term loans through capital markets have been made as well as defining the minimal standards that need to be set in line with best practice. Existing banks in Croatia could be authorized to issue mortgage bonds and/or mortgage backed securities at the beginning, while banks, housing savings banks, insurance companies, pension funds, investment funds, international investors and others could be the investors. The proposed model for funding of long term loans could improve the current practice of long term financing in Croatia as well as initiate other positive monetary and economics results.

Key words: loan, long term financing, refinancing, mortgage pool, mortgage bond, mortgage backed security, covered bonds, primary and secondary loan market, securitization, Croatia