

NJEMAČKI MODEL REFINANCIRANJA HIPOTEKARNIH KREDITA IZDAVANJEM VRIJEDNOSNIH PAPIRA S POKRIĆEM U HIPOTEKARNIM TRAŽBINAMA

Prof. dr. sc. Tatjana Josipović *

UDK 347.278(430)
Izvorni znanstveni rad

Od 19. srpnja. 2005. u Njemačkoj je na snazi novi Pfandbriefgesetz koji uređuje izdavanje vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, tražbinama iz kredita prema javnopravnim tijelima i tražbinama osiguranim založnim pravima na brodovima. Refinanciranje kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim i dr. tražbinama (Pfandbriefe, covered bonds) postaje na europskom tržištu sve zastupljeniji model refinanciranja kredita. Jedno od najjačih tržišta takvim vrijednosnim papirima u Europi je njemačko tržište. Po ugledu na njemački Pfandbriefgesetz donose se ili se noveliraju propisi o izdavanju vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama u brojnim europskim državama.¹

Ključne riječi: Pfandbrief, covered bonds, refinanciranje hipotekarnih kredita, vrijednosni papiri, stečaj, pokriće, zaštita vjerovnika

1. UVOD

Intenziviranje kreditnog poslovanja banaka iziskuje neprestano obnavljanje i povećanje njihovih financijskih sredstava potrebnih za uspješno poslovanje s korisnicima financijskih usluga. Radi proširenja poslovanja i kruga korisnika

* Dr. sc. Tatjana Josipović, profesorica Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, Trg maršala Tita 14, Zagreb

¹ Ovaj rad napisan je za vrijeme studijskog boravka na Max Planck institutu za strano i međunarodno privatno pravo u Hamburgu te u Udruzi njemačkih Pfandbriefbanaka - Verband deutscher Pfandbriefbanken/VDP u Berlinu (srpanj 2006.godine).

njihovih financijskih usluga, bankama su, osim sredstava ostvarenih bankarskim poslovanjem, često potrebna i nova dodatna financijska sredstava. Za financiranje hipotekarnih kredita - kredita osiguranih založnim pravom (hipotekom) na nekretnini dužnika ili treće osobe - na europskom tržištu kapitala razvile su se posebne metode refinanciranja uz pokriće tražbinama iz hipotekarnih kredita. Radi dobivanja novih financijskih sredstava koja plasiraju u nove hipotekarne i druge kredite, banke na određene načine aktiviraju vrijednost tražbina iz hipotekarnih kredita, a time posredno i vrijednost nekretnina kojima su osigurane te tražbine. Hipotekarne tražbine iz već plasiranih hipotekarnih kredita služe kao pokriće, osiguranje investitorima koji ulažu svoja sredstva u banke da će im uložena sredstva zajedno s pripadajućim kamatama biti u ugovorenom roku vraćena.

Refinanciranje s pokrićem u tražbinama iz hipotekarnih kredita sastoji se od vrlo složenih financijskih konstrukcija za realizaciju kojih tradicionalne metode osnivanja stvarnopravnih ili obveznopravnih osiguranja tražbina kojima bi se u korist investitora izravno osnivala osiguranja na hipotekarnim tražbinama koje banke imaju prema svojim dužnicima² nisu više prikladne. U pravilu riječ je o velikim investicijama u koje je uključen veći broj investitora. To zahtijeva aktiviranje, kao pokrića, osiguranja velikog broja hipotekarnih tražbina. Posebno ugovaranje osiguranja u korist svakog pojedinog investitora i u odnosu na svaku pojedinu tražbinu iz hipotekarnog kredita bilo bi neefikasno, dugotrajno i složeno, a pojedini bi investitori ostvarivali različit stupanj osiguranja ovisno o vrijednosti hipotekarne tražbine, vrijednosti nekretnine, trajanju hipotekarnih kredita i dr.

Radi efikasnijeg refinanciranja hipotekarnih kredita, kojim se ujedno postiže i odgovarajuća zaštita investitora koji ulažu sredstva u banku, refinanciranje s pokrićem u hipotekarnim tražbinama ostvaruje se izdavanjem u korist velikog broja investitora posebnih vrijednosnih papira. Vrijednosni papiri imaju pokriće u velikom broju hipotekarnih tražbina iz već plasiranih kredita, s time da te hipotekarne tražbine kao cjelina, kao posebna imovinska masa služe kao pokriće i osiguranje tražbina koje prema banci imaju investitori, tj. nositelji

² Npr. cesije radi osiguranja, zalaganje hipotekarnih tražbina, osnivanje podzaložnih prava na založenim nekretninama, raspolaganje prvenstvenim redom hipoteka i sl.

prava iz vrijednosnih papira.^{3,4} Ujedno se za takve hipotekarne tražbine uspostavlja poseban pravni status kojim se osiguravaju investitori da će u slučaju insolventnosti i stečaja banke imati poseban privilegirani položaj u naplati svojih tražbina prema banci.

U kontinentalnoeuropskim pravnim porecima dominantni model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama jest izdavanje posebnih standardiziranih vrijednosnih papira - *mortgage covered bonds*, *Pfandbriefe*, *mortgage bonds*, *gedeckte Wertpapiere*, *gedeckte Schuldverschreibungen*, *forderungsbesicherte Wertpapiere*, *obligation foncière* i sl. Njihovo se izdavanje uređuje posebnim zakonima kojima se izričito uređuju ovlasti za izdavanje takvih vrijednosnih papira, bitan sadržaj, oblik i zakonom zaštićen, standardi njihove zaštite u slučaju insolventnosti izdavatelja i dr. Posebni propisi o izdavanju takvih vrijednosnih papira izričito uređuju i brojne iznimke od općih propisa o vrijednosnim papirima, o stečaju i ovrsi, bankama kako bi se osigurao pravni okvir koji omogućuje da se izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama na tržištu kapitala ostvari djelotvorno refinanciranje banaka uz maksimalnu zaštitu investitora u takve vrijednosne papire.⁵

³ Po podacima European Mortgage Federation oko 17% ukupnog iznosa hipotekarnih kredita plasiranih na području Europske unije refinancira se izdavanjem takvih vrijednosnih papira. Ukupna vrijednost emitiranih vrijednosnih papira s pokrićem u tražbinama osiguranim hipotekama na nekretninama, tražbinama iz kredita plasiranih javnom sektoru i tražbinama osiguranim hipotekama na brodovima na kraju 2005. godine iznosio je skoro 1,8 trilijuna eura što je povećanje oko 8% prema prethodnoj godini. Izdavanje takvih vrijednosnih papira najzastupljenije je u Danskoj, Njemačkoj, Francuskoj i Španjolskoj. V. Grossman, R., Maij, T., Chapter 1 - Generic Section, u: *European Covered Bond Fact Book*, Brussels, 2006, s. 25.

⁴ U nekim se državama članicama banke refinanciraju i izdavanjem posebnih standardiziranih vrijednosnih papira na temelju tražbina iz kredita plasiranim javnopravnim osobama tzv. *public sector bonds*, *Öffentliche Pfandbriefe* (npr. u Njemačkoj, Švedskoj, Francuskoj, Luksemburgu). U Njemačkoj se banke refinanciraju i izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u tražbinama osiguranim založnim pravima na brodovima (tzv. *Schiffpfandbriefe*), ali je njihov udio u ukupno emitiranim vrijednosnim papirima vrlo mali. U 2005. godini u optjecaju je na tržištu EU bilo samo 0,6% vrijednosnih papira s pokrićem u tražbinama osiguranim založnim pravom na brodovima. Udio vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama bio je u 2005. godini 50,1%, a s pokrićem u tražbinama iz kredita plasiranih javnom sektoru 49,3%. Podaci preuzeti iz *European Covered Bond Book*, Brussels, 2006., str. 19.

⁵ V. Grossman, R., Maij, T., o.c., str. 20, 21, 23.

U većini kontinentalnih europskih država dominantan utjecaj na zakonodavstvo o vrijednosnim papirima s pokrićem u tražbinama iz hipotekarnih kredita imalo je njemačko pravo. U Njemačkoj se prije više od 200 godina i počelo razvijati izdavanje vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama koji se označavaju posebnim zakonom zaštićenim imenom - *Pfandbrief*.⁶ Takav se način refinanciranja hipotekarnih kredita kasnije proširio i u druge kontinentalne europske pravne poretke. Njemačko tržište *Pfandbriefe* jedno je od najrazvijenih u Europi, a njemačke banke na međunarodno tržište emitiraju najveće vrijednosti *Pfandbriefe*.⁷ Njemački sustav uređenja *Pfandbriefe*

⁶ *Pfandbrief* se počeo razvijati u Njemačkoj u drugoj polovini 18. stoljeća nakon Austrijsko-pruskog rata (1756.-1763. godine) zbog potrebe obnavljanja velikih poljoprivrednih posjeda vlasnici kojih su ratom bili financijski oslabljeni. Pojedinačne nekretnine nisu bile dovoljno vrijedan predmet osiguranja za dobivanje kredita pa pojedinačni vlasnici nisu mogli dobiti kredit zalaganjem svojih nekretnina. Radi prevladavanja financijske krize, na temelju odluke Fridricha Velikog od 22.7.1769. osnovana je posebna javnopravna institucija tzv. *Schlesische Landschaft* kao obvezno udruženje veleposjednika, cilj koje je bio financiranje obnove veleposjeda. Članovi su imali pravo zahtijevati od udruge izdavanje vrijednosnih papira - tzv. *Güter-Pfandbriefe* koje su mogli unovčavati prenošenjem na druge osobe. Za obveze iz *Güter-Pfandbriefe* pokriće su bile nekretnine veleposjednika izričito naznačene u ispravama. *Pfandbriefe* je kao vrijednosne papire izravno u korist trećih osoba emitiralo udruženje - *Landschaft*, s time da su obveze iz *Pfandbriefe* bile osigurane hipotekama koje je udruženje moglo osnovati na nekretninama veleposjednika koji su bili njegovi članovi. U Njemačkoj je već 8.12.1862. u Frankfurtu osnovana prva hipotekarna banka kao privatnopravna osoba ovlaštena na izdavanje *Pfandbriefe*. Prvi Zakon o hipotekarnim bankama (*Hypothekbankgesetz*) donesen je u Njemačkoj 13.7.1899., a stupio je na snagu 1.1.1900. Uz značajne izmjene i dopune bio je na snazi do donošenja *Pfandbriefgesetz* od 22.5.2005. (BGBl. 2005 Teil I, S. 1373-1393) koji je stupio na snagu 19.7.2005. O povijesti *Pfandbriefe* v. više Kern,Ch., *Die Sicherheit gedeckter Wertpapiere*, Tübingen, 2004., str. 12-22; Stöcker,O., *Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in den mitteleuropäischen Reformländern*, Frankfurt am Main, 1998., str. 1-14; Bellinger,D., *Historical development of the mortgage bond system in The Pfandbrief - A European Perspective*, London, 2000., str. 27,28; Wudarski, A., *Der Pfandbrief und sein Treuhänder*, Frankfurt am Main, 2006., str. 37-40; Coing,H., *Europäisches Privatrecht*, Band II, München, 1989., str. 236, 239.

⁷ U ukupnom iznosu *Pfandbriefe* koji su bili u opticaju na tržištu EU na kraju u 2005. godini (1.795.292 milijuna eura) njemačke banke sudjeluju s emisijom od 975.930 milijuna eura odnosno 54,4%. Podaci preuzeti iz *European Covered Bond Fact Book*, Brussels, 2006, str. 26. U prvih šest mjeseci 2006. godine u Njemačkoj je emitirano *Pfandbriefe* u vrijednosti 67.997 milijuna eura. Podaci preuzeti s web stranice *Verband deutscher Pfandbriefbanken* (www.pfandbrief.de). Posebno su zastupljene tzv. emisije *Jumbo-Pfand-*

pokazuje se u praksi vrlo efikasnim kako za zaštitu vjerovnika iz *Pfandbriefe* tako i za ostvarivanje djelotvornog refinanciranja banaka.⁸ Po uzoru na njemačko uređenje izdavanja *Pfandbriefe*, u brojnim se kontinentalnoeuropskim državama noveliraju ili donose novi zakoni o izdavanju takvih vrijednosnih papira.

2. PRAVNI IZVORI

Pfandbrief je obveznica tj. dugoročni dužnički vrijednosni papir s pokrićem tražbina iz hipotekarnih kredita osiguranih hipotekama kojim se njegov izdavaatelj/emitent obvezuje u trenutku dospjeća isplatiti njegovu imatelju nominalnu

briefe s pokrićem većim od 1 milijarde eura. Prosječna emisija tzv. *Jumbo Pfandbriefe* iznosi preko 1,5 milijardi eura, a pojedine emisije *Jumbo Pfandbriefe* dostižu i pokriće od 5 milijardi eura. Prema podacima iz lipnja 2006. godine, u ukupnoj vrijednosti tzv. *Jumbo Pfandbriefe* u optjecaju u EU (667,5 bilijuna) Njemačka sudjeluje sa 40%, od čega 12% otpada na *Jumbo Pfandbriefe* s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, a ostatak na *Jumbo Pfandbriefe* s pokrićem u tražbinama iz kredita plasiranim javnopravnim osobama. Podaci preuzeti iz European Covered Bond Fact Book, Brussels, 2006., str. 27.

⁸ Pravno uređenje refinanciranja hipotekarnih kredita putem *Pfandbriefe* u Njemačkoj usklađeno je i s europskom pravnom stečevinom (*acquis communautaire*), a posebno s čl. 22(4) tzv. UCITS direktive, tj. Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (OJ L 375, 31.12.1985., p. 3; OJ L 290, 17.11.2000., p. 27; OJ L 41, 13.2.2002., L 41, p.20, 35). Čl. 22 (1) Direktive određuje da investicijski fondovi mogu maksimalno do 5% svojih sredstava ulagati na financijskom tržištu u prenosiva sredstva osiguranja (tzv. *transferable securities*). Čl. 22(4) Direktive, međutim, propisuje da države članice mogu taj maksimum povisiti na 25% ako je riječ o ulaganju u vrijednosne papire koje izdaje kreditna institucija s registriranim sjedištem u nekoj državi članici ako je ta kreditna institucija na temelju zakona pod posebnom javnopravnom supervizijom, ako je sukladno zakonu iznos izdanih vrijednosnih papira za cijelo vrijeme do njihova dospjeća pokriven sredstvima dovoljnim za pokriće svih zahtjeva iz vrijednosnih papira te ako je u slučaju stečaja izdavatelja iz tog pokrića osigurana privilegirana isplata glavnice i kamata koji proizlaze iz vrijednosnih papira. Kako njemački *Pfandbriefe* u cijelosti zadovoljavaju sve navedene pretpostavke, u Njemačkoj je dopušteno da investicijski fondovi sigurno ulažu svoja sredstva u *Pfandbriefe* do 25% svojih sredstava. V. Kälberer, W., Stöcker, O., Chapter 2-The Issuer's Perspective (Country Questionnaires) - Germany u u European Covered Bond Fact Book, Brussels, August 2006., str. 43. O čl. 22 (4) UCITS direktive v. više Grossman, R., Maij, T., o.c., str. 19; Moore, P., The Pfandbrief - A European Perspective, London 2000., str. 29.

vrijednost uložene glavnice te isplaćivati kamatu prema dinamici navedenoj u obveznici.^{9, 10} Temeljna razlika između *Pfandbriefe* i ostalih vrijednosnih papira izdanih u obliku obveznica jest u tome što je posebnim zakonom određeno tko može izdavati *Pfandbriefe*, koje kvalitete moraju imati tražbine koje su pokriće za obveze iz *Pfandbriefe* te kakav je položaj nositelja prava (vjerovnika) iz *Pfandbriefe* u slučaju insolventnosti i stečaja njihova izdavatelja.¹¹

U Njemačkoj je od 19. srpnja 2005. na snazi novi zakon o *Pfandbriefu* - *Pfandbriefgesetz (PfandBG)*.^{12,13} On je zamijenio stari *Hypotekbankgesetz* koji je

⁹ V. Golin, J., *Uncovering covered bonds*, u *Covered Bonds - Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*, London, 2006., str. 14.

¹⁰ Po svojoj pravnoj naravi *Pfandbrief* je obveznopravni vrijednosni papir, jer njegov imatelj ima prema banci isključivo obveznopravni zahtjev na isplatu odgovarajuće novčane svote (ne i na zahtijevanje neke druge činidbe). S obzirom na to da je obveza na isplatu iz *Pfandbriefe* u potpunosti osamostaljena od pravnog posla između banke i investitora - stjecatelja *Pfandbriefe*, *Pfandbrief* je apstraktni vrijednosni papir. U praksi se *Pfandbrief* najčešće izdaje kao vrijednosni papir na donositelja, i to kao serijski vrijednosni papiri koji se, u pravilu, prodaju na burzama vrijednosnih papira. Dospijee obveza iz *Pfandbriefe* u pravilu je između 5 i 10 godina. Iznimno se izdaje kao vrijednosni papir na ime, a nikada kao vrijednosni papir po naredbi. V. Wudarski, A., o.c., str. 60, 62, 63.

¹¹ S obzirom na to da u hrvatskom pravnom nazivlju nema odgovarajućeg termina kojim bi se moglo nazvati opisane vrijednosne papire, u nastavku teksta koristi se njemački naziv *Pfandbrief*. Pod tim se nazivom i u njemačkoj teoriji i praksi nazivaju takvi vrijednosni papiri, a to je ima čak i izričito zaštićeno posebnim njemačkim propisom o njihovu izdavanju te pod navedenim nazivom nije dopušteno izdavati druge vrijednosne papire. Pojam *Pfandbrief* i inače se u stručnoj literaturi koristi kao *terminus technicus* za označavanje vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, a posebno za razlikovanje te vrste vrijednosnih papira od vrijednosnih papira koji se s pokrićem u hipotekarnim tražbinama izdaju pod drukčijim pretpostavkama u pravnim porecima anglo-američkog pravnog uređenja (tzv. *mortgage backed securities - MBS*). V. naprijed u zaključku.

¹² Bundesgesetzblatt, 2005., Teil I, S. 1373-1388.

PfandBG je u istom zakonu objedinio tri dotadašnja propisa koja su uređivala izdavanja *Pfandbriefe* ovisno o vrstama tražbina koje su predstavljale pokriće za njihovo izdavanje - *Hypothekbankengesetz* (1900., zadnji put izmijenjen 2004.), *Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten* (1927., zadnji put izmijenjen 2004.) i *Gesetz über Schiffpfandbriefbanken* (1963., zadnji put izmijenjen 2004.). Od stupanja na snagu *PfandBG* izdavanje svih vrsta *Pfandbriefe* neovisno o vrsti pokrića uređeno je jednim zakonom koji sadržava opća načela za izdavanje svih vrsta *Pfandbriefe*, a potom uređuje posebnosti svake vrste *Pfandbriefe* ovisno o vrsti pokrića.

¹³ Na temelju *PfandBG* doneseni su i određeni podzakonski akti važni za primjenu odredbi o vođenju registra pokrića, održavanju vrijednosti pokrića i procjenu nekretnina koje

s brojnim izmjenama i dopunama bio na snazi više od 100 godine, tj. od 1900. godine. Novi PfandBG nije promijenio osnovnu pravnu konstrukciju *Pfandbriefe* iz *Hypothekbankengesetz*. Za razliku od prijašnjeg HBG novi je PfandBG pojačao zaštitu vjerovnika iz *Pfandbriefe* te unio značajne novine u pogledu ovlasti banaka da izdaju tu vrstu vrijednosnih papira.

Njemački PfandBG uređuje izdavanje triju vrsta *Pfandbriefe* ovisno o tome koje su tražbine pokriće vjerovnicima iz *Pfandbriefe* za isplatu uloženi sredstava: a) *Pfandbriefe* s pokrićem u hipotekarnim tražbinama (*Hypothekpfandbriefe*, *mortgage covered bonds*), b) *Pfandbriefe* s pokrićem u kreditima plasiranih državi i drugim javnopravnim osobama, tj. javnom sektoru (*Öffentliche Pfandbriefe*, *public covered bonds*), i c) *Pfandbriefe* s pokrićem u kreditnim tražbinama osiguranim založnim pravima na brodovima (*Schiffpfandbriefe*). Izdavanje svih vrsta *Pfandbriefe* temelji se na istim načelima - isplata tražbina nositeljima pravima iz *Pfandbriefe* osigurana je na određeni način tražbinama koje banka ima iz kredita osiguranih založnim pravima na nekretninama ili brodovima odnosno za koje postoje određene garancije države i drugih javnopravnih osoba, a vjerovnici iz *Pfandbriefe*, neovisno o tome o kojoj je vrsti *Pfandbriefe* riječ, imaju u stečaju banke poseban privilegirani položaj koji im osigurava potpunu isplatu uloženi sredstava. U nastavku će se njemačko pravno uređenje *Pfandbriefe* prikazati s posebnim težištem na *Pfandbriefe* s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, s time da se sva navedena pravila na odgovarajući način primjenjuju i na ostale vrste *Pfandbriefe* koje uređuje PfandBG.

3. PRAVNA KONSTRUKCIJA PFANDBRIEFA

U pravnoj konstrukciji *Pfandbriefe* postoje dva odvojena i paralelna lanca financiranja. U oba od njih sudjeluje banka - u prvom od njih na aktivnoj strani kao davatelj kredita, a u drugom na pasivnoj strani kao primatelj kredita. U prvom financijskom lancu banka plasira svoja sredstva putem dugoročnih kredita različitim dužnicima, a isplatu glavnice i kamata osigurava hipotekama

se opterećuju hipotekama: Verordnung über die Sicherstellung der jederzeitigen Deckung von Hypothekpfandbriefe, Öffentlichen Pfandbriefen und Schiffenpfandbriefen nach dem Barwert und dessen Berechnung bei Pfandbriefbanken od 14.7.2005., Barwertordnung (PfandBarwertV), Verordnung über die Ermittlung der Belegungswerte von Grundstücken od 12.5.2006. (BelWertV), Verordnung über die Form und den Inhalt der Deckungsregister nach dem Pfandbriefgesetz und die Aufzeichnung der Eintragungen (DeckRegV) od 25.8.2006.

na nekretninama dužnika. U drugom financijskom lancu banka se dugoročno zadužuje prema trećim osobama koje u banku ulaganjem u vrijednosne papire (*Pfandbriefe*) investiraju određena sredstva.¹⁴ Banka se prema investorima obvezuje na periodičnu isplatu ugovorenih kamata¹⁵, te na povrat uložene glavnice nakon određenog roka.

U drugom financijskom lancu obveze banke prema investorima inkorporirane su u vrijednosne papire standardiziranog sadržaja i zaštićenog imena (u daljnjem tekstu: *Pfandbrief*). Ti vrijednosni papiri imaju pokriće u vrijednosti hipotekarnih tražbina koje banka ima prema svojim dužnicima, tj. za ispunjenje obveze iz *Pfandbriefa* banka jamči hipotekarnim tražbinama koje ima prema svojim dužnicima, a time posredno i nekretninama kojima su te tražbine osigurane.

Slika 1.¹⁶



¹⁴ Investitori, tj. stjecatelji *Pfandbriefa* različite su pravne i fizičke osobe, koje imaju interes za dugoročne investicije s niskom rizikom gubitka. *Pfandbrief* svojem nositelju donosi siguran prihod u kamatama te siguran povrat uložene glavnice. U *Pfandbriefe* ulažu različite osobe, od malih privatnih investitora do velikih institucija kao što su banke, investicijski fondovi, mirovinski fondovi, osiguravajuća društva, središnje banke. V. Grossman, R., Majj, T., o.c., str. 27.

Razlozi ulaganja u *Pfandbriefe* su različiti. Neki investitori imaju tzv. *Buy-and-Hold* strategiju, tj. ulažu u *Pfandbriefe* i ne raspolažu njima do dospelja čekajući povrat uložene glavnice i periodično primajući kamate. Drugi investitori imaju tzv. "trading" strategiju, tj. ulažu u *Pfandbriefe* i dalje njima raspolažu na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira unovčujući njihovu vrijednost. V. više Wudarski, A., o.c., str. 102.

¹⁵ Kamate se isplaćuju periodično po fiksnoj stopi za cijelo vrijeme do dospelja obveze na isplatu glavnice. Moguće je, međutim, ugovoriti da kamatna stopa bude i promjenjiva, da za jedan period bude fiksna, a potom promjenjiva i sl. (tzv. strukturirani *Pfandbriefe*). V. više Köller, K., *Pfandbrief in the domestic and international capital markets*, u: *The Pfandbrief - A European Perspective*, London, 2000., o.c., str. 41.

¹⁶ Prikaz preuzet iz Nasarre-Aznar, S., *Securatisation and Mortgage Bonds: Legal aspects and harmonisation in Europe*, Essex, 2004., str. 6.

Pravni odnosi između banke i njezinih dužnika iz prvog financijskog lanca i pravni odnosi banke i investitora u *Pfandbriefe* iz drugog financijskog lanca u potpunosti su pravno odvojeni. Dužnici banke iz hipotekarnih kredita i imatelji *Pfandbriefe* nisu ni u kakvom pravnom odnosu.¹⁷ Vjerovnici iz *Pfandbriefe* nemaju nikakav obveznopravni ni stvarnopravni zahtjev prema dužnicima kojima je banka izdala hipotekarni kredit i nekretnine kojih su opterećene hipotekom.¹⁸ Izdavanjem *Pfandbriefe* ni na koji se način ne mijenja položaj dužnika iz ugovora o hipotekarnim kreditima koje je izdala banka - oni i dalje ispunjavaju svoje obveze prema banci dinamikom određenom ugovorima o hipotekarnim kreditima.

S druge strane, stjecanjem *Pfandbriefe* za njihove imatelje ne nastaje ni posebno ograničeno stvarno pravo na drugim stvarima i pravima u imovini banke. Vjerovnici iz *Pfandbriefe* ne stječu ni kakvo posebno pravo na udio u prihodu banke ni pravo da sudjeluju u odlučivanju o poslovanju banke. Vjerovnici iz *Pfandbriefe* imaju prema banci samo obveznopravni zahtjev na periodičnu isplatu kamata i uložene glavnice nakon proteka ugovorenog roka. Banka za tu obvezu sve dok je likvidna i uspješno posluje odgovara cijelom svojom imovinom u koju ulaze i hipotekarne tražbine koje su pokriće za izdavanje *Pfandbriefe*. Tražbine banke koje su pokriće za isplatu *Pfandbriefe* za cijelo vrijeme postojanja obveze iz *Pfandbriefe* ostaju u imovini banke. Hipotekarne tražbine ne prenose se na neku drugu posebnu pravnu osobu, već se i dalje iskazuju u bilanci, aktivni banke.¹⁹ Tek ako banka padne u stečaj, na temelju posebnih odredbi PfandBG,

¹⁷ Valjanost i postojanje tražbina iz *Pfandbriefe* ni na koji način ne ovise o postojanju i valjanosti tražbina iz hipotekarnog ugovora. Ništavost ugovora o kreditu ne utječe na ništavost obveze iz *Pfandbriefe* niti se protiv tražbine iz *Pfandbriefe* mogu staviti prigovori iz ugovora o kreditu. Rizik koji za nositelja *Pfandbriefe* može nastati zbog toga što je neka od tražbina iz pokrića ništetna pokriva se posebnim pravilima po kojima se zakonom zahtijeva da emisija *Pfandbriefe* bude samo u određenom postotku od ukupnog pokrića, tj. ukupne vrijednosti tražbina koje kao ukupnost služe kao pokriće za naplatu.

¹⁸ V. Wudarski, A., o.c., str. 60-62

¹⁹ Upravo se po tome pravno uređenje izdavanja *Pfandbriefe* razlikuje od izdanja druge vrste vrijednosnih papira - tzv. *mortgage backed securities (MBS)*, koji se također izdaju s pokrićem u hipotekarnim tražbinama, čije je izdavanje zastupljenije u europskim državama anglo-američkog pravnog kruga. Pravna konstrukcija izdavanja MBS-a sastoji se u tome da banke u tzv. postupku sekuritizacije na drugu pravnu osobu osnovanu samo za izdavanje MBS-a (tzv. *Special Purpose Vehicle, SPV*) prenose hipotekarne tražbine koje su pokriće za izdavanje vrijednosnih papira. Banke koje su izdale kredite nisu više nositelji hipotekarnih tražbina koje su pokriće za izdavanje MBS-a. Prijenosom tražbina banke se

ukupnost hipotekarnih tražbina koje su pokriće za obveze iz izdanih *Pfandbriefe* po samom se zakonu (*ex lege*) odvaja od stečajne mase banke u posebnu imovinsku masu za namirenje vjerovnika iz *Pfandbriefe*.²⁰

4. OVLAŠTENJE ZA IZDAVANJE *PFANDBRIEFA*

Po njemačkom *PfandBG* izdavatelji *Pfandbriefe* mogu biti samo banke. Izdavanje *Pfandbriefe* smatra se jednim od bankarskih poslova. Na njihovo su izdavanje ovlaštene samo banke koje za to imaju posebno odobrenje. Banke koje izdaju *Pfandbriefe* nisu specijalizirane samo za davanje hipotekarnih kredita i izdavanje *Pfandbriefe*, već su sukladno njemačkom Zakonu o bankama ovlaštene pružati i druge bankarske i financijske usluge.²¹ Odobrenje (licenciju) izdaje posebno javnopravno tijelo koje je i inače ovlašteno za kontrolu poslovanja banaka - *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*.²²

oslobađaju svih rizika naplate hipotekarnih tražbina i taj se rizik prenosi naposljetku na investitore u MBS. Za tražbine iz MBS odgovara isključivo SPV, i to samo prenesenim hipotekarnim tražbinama. Likvidnost SPV i mogućnost redovite isplate obveza iz MBS ovisi isključivo o redovitosti i urednoj naplati hipotekarnih tražbina. V. Golin, J., o.c., str. 17-20.

²⁰ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 39.

²¹ Do donošenja novog *PfandBG* u Njemačkoj je vrijedilo pravilo da *Pfandbriefe* mogu izdavati samo tzv. hipotekarne banke se poslovanje kojih se odnosilo isključivo na izdavanje hipotekarnih kredita i koje nisu bile ovlaštene obavljati druge bankarske poslove (tzv. načelo specijaliziranosti, *specialist bank principle, Spezialbankprinzip*). Pravilo po kojem samo posebne - hipotekarne banke mogu izdavati *Pfandbriefe* još uvijek je zastupljeno u mnogim europskim državama s obrazloženjem da se na taj način minimalizira rizik gubitka sredstava za isplatu obveza iz *Pfandbriefe*, rizik insolventnosti banke i odlaska u stečaj. V. Golin, J., *Uncovering covered bonds*, str. 29, 30; Costa, C., *The economic and financial importance of mortgage bonds*, u: *Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe*, European Mortgage federation, Brussels, 2003., o.c., str. 10; Wudarski, A., o.c., str. 111

²² *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)* javnopravna je regulatorna institucija s pravnom osobnošću u nadležnosti koje je nadzor nad svim financijskim uslugama koje pružaju različite financijske institucije u Njemačkoj. Ona je financijski neovisna o državnom proračunu i financira se isključivo sredstvima ostvarenim vlastitim poslovanjem. Osnovana je posebnim zakonom - *Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht* od 22.4.2002. i smatra se sljednikom dotasnjih nadzornih tijela koja su ostvarila nadzor samo nad pojedinim financijskim uslugama.

Odobrenje za izdavanje *Pfandbriefe* izdaje se samo ako banka ispunjava taksativno određene vrlo stroge uvjete: a) banka mora imati temeljni kapital od najmanje 25 milijuna eura, b) banka mora imati posebno dopuštenje za obavljanje kreditnih poslova koje se izdaje po općim propisima o bankama; c) banka mora dokazati da raspolaže odgovarajućim postupcima i instrumentima za praćenje i kontrolu pokrića za izdavanje *Pfandbriefe* i d) da ima poslovni plan kontinuirano se baviti kreditnim poslovima i izdavati *Pfandbriefe*, za što mora imati odgovarajuću organizacijsku strukturu i resurse (par 2/1. PfandBG).²³

Radi veće zaštite vjerovnika iz *Pfandbriefe*, za banke koje imaju ovlaštenje za njihovo izdavanje vrijede posebna pravila o kontroli njihova poslovanja. Uz uobičajenu kontrolu koja se provodi nad radom svih banaka i koja je uređena općim propisima o bankama, PfandBG izričito uređuje i posebnu superviziju poslovanja banaka u pogledu izdavanja *Pfandbriefe* i upravljanja pokrićem za njihovu isplatu.

Obvezni monitoring i superviziju poslovanja banke u pogledu izdavanja *Pfandbriefe* provodi *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht/BaFin* (par. 3. PfandBG).²⁴ Banke koje imaju licenciju za izdavanje *Pfandbriefe* obvezne su na kontinuiranu razmjenu informacija s BaFin. Uz *ad hoc* kontrole poslovanja banaka ovlaštenih na izdavanje *Pfandbriefe*, koje se mogu provoditi u svako vrijeme, obvezne kontrole pokrića kojima je osigurana isplata *Pfandbriefe* moraju se provoditi svake dvije godine. BaFin ima ovlaštenje davati posebne upute važne za održavanje vrijednosti pokrića i, uopće, za postupanje banke u pogledu upravljanja pokrićem sukladno zakonu. Nadalje, BaFin postavlja i posebnog neovisnog povjerenika za upravljanje pokrićem za izdavanje *Pfandbriefe*. U slučaju stečaja banke posebni stečajni upravitelj određene radnje ovlašten je poduzimati samo uz prethodnu suglasnost BaFin. Naposljetku, to je tijelo ovlašteno i oduzeti dozvolu za izdavanje *Pfandbriefe* ako utvrdi da više nije ispunjena neka od pretpostavki potrebnih za izdavanje dozvole ili ako banka prestane kontinuirano (više od dvije i pol godine) izdavati *Pfandbriefe* (par. 2/2. PfandBG).

²³ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 39.

²⁴ U *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht/BaFin* osnovana su dva posebna odjela radi kontrole poslovanja banaka koje izdaju *Pfandbriefe* - odjel koji provodi opću kontrolu poslovanja u pogledu izdavanja *Pfandbriefe* (*Pfandbriefekompetenzcenter I - Grundsatzfragen*) i odjel koji provodi kontrolu vezanu za održavanje vrijednosti i sastava pokrića (*Pfandbriefekompetenzcenter II - Deckungsprüfungen*).

5. POKRIĆE ZA OBVEZE IZ *PFANDBRIEFA* (*DECKUNGSMASSE*)

5.1. Općenito

Banka za obveze iz izdanih *Pfandbriefe* neograničeno odgovara svom svojom imovinom. Međutim, takva neograničena imovinska odgovornost banke za obveze iz *Pfandbriefe* nije dovoljna da ulaganje u *Pfandbrief* učini atraktivnim za investitore, jer im se time ne osigurava potpuna isplata njihovih sredstava u slučaju stečaja banke. Da bi se osigurala efikasna zaštita vjerovnika iz *Pfandbriefe* u slučaju insolventnosti banke, od trenutka izdavanja *Pfandbriefe* za banku nastaju vrlo stroge obveze da posebno tretira hipotekarne tražbine vrijednost kojih je pokriće za izdane *Pfandbriefe*. Tražbine na temelju kojih su izdani *Pfandbriefe* formiraju posebno pokriće (*cover pool*, *Deckungsmasse*) za koje se, premda hipotekarne tražbine i dalje ostaju u imovini banke,²⁵ uspostavlja poseban režim njihova evidentiranja i upravljanja od časa izdavanja *Pfandbriefe*. Pokriće se od ostale imovine banke na određeni način odvaja tek ako banka ode u stečaj kako bi se osigurao privilegirani položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe* u pogledu naplate njihovih tražbina.

Pokriće se formira u času izdavanja *Pfandbriefe* i mora postojati cijelo vrijeme dok su *Pfandbriefe* u optjecaju pri čemu postoje posebna pravila o tome kako se održava njegova vrijednost. Riječ je o dinamičnom pokriću kojeg se sastav može mijenjati.²⁶ U pokriće banke radi održavanja njegove vrijednosti uključuju nove hipotekarne tražbine i druge tražbine (tzv. supstitute) ako ispunjavaju za to zakonom propisane uvjete. Iz njega se isključuju tražbine koje više nisu prikladne da budu u sastavu pokrića (npr. hipotekarne tražbine koje se redovito ne isplaćuju), kao i hipotekarne tražbine koje su u međuvremenu prestale, jer su isplaćene.²⁷ Takva je dinamičnost pokrića moguća, jer ne postoji izravna povezanost određene hipotekarne tražbine iz pokrića s određenim zahtjevom iz određenog *Pfandbriefe*. Vjerovnicima iz *Pfandbriefe* dinamičnost pokrića od-

²⁵ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 41.

²⁶ Po njemačkom PfandBG za svaku vrstu *Pfandbriefe* koje banka izdaje (*Hypothekentpfandbriefe*, *öffentliche Pfandbriefe*, *Schiffspfandbriefe*) mora se osnovati posebno pokriće u koje ulaze tražbine za koje je zakonom propisano da mogu biti pokriće za izdavanje odnosno vrste *Pfandbriefe*. Za svaku od navedenih vrsta tražbina zakonom je izričito propisano koje se pretpostavke moraju ispuniti da bi mogle ući u sastav pokrića (Par. 12-26. Pfand-BG).

²⁷ V. Costa, C., o.c., .str. 9.

nosno mogućnost promjene njegova sastava unošenjem novih tražbina pruža posebnu sigurnost. Banke mogu unositi u pokriće nove hipotekarne tražbine i tako neprestano osiguravati odgovarajuću vrijednost i kvalitetu pokrića potrebnu za isplatu njihovih tražbina. To će biti posebno važno u kriznim situacijama na tržištu kapitala kad banke mogu promjenom sastava pokrića, unošenjem u pokriće novih hipotekarnih tražbina, supstituta i derivata sukladno PfandBG osigurati da vrijednost pokrića uvijek odgovara vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa*.

Sve hipotekarne tražbine koje su u sastavu pokrića osiguravaju sve obveze iz svih emitiranih *Pfandbriefa* neovisno o tome kad su nastale obveze iz *Pfandbriefa* odnosno kad su nastale hipotekarne tražbine. Za sve emisije *Pfandbriefa* s pokrićem u hipotekarnim tražbinama postoji samo jedno pokriće. Zaštita vjerovnika pritom se osigurava posebnim pravilima po kojima su banke obvezne održavati vrijednost pokrića tako da uvijek pokriva vrijednost obveza iz emitiranih *Pfandbriefa* (*matching principle, Kongruenzprinzip*).²⁸

5.2. Sastav pokrića

U pokriće *Pfandbriefa* izdanih na temelju hipotekarnih tražbina ulaze tražbine osigurane hipotekom ili drugim odgovarajućim stvarnopravnim osiguranjem na nekretninama koje je po svojim učinicima izjednačeno s hipotekom u njemačkom pravnom poretku. Ako vrijednost hipotekarnih tražbina nije dovoljna za pokriće vrijednosti svih emitiranih *Pfandbriefa*, u pokriće kao tzv. dopunsko pokriće (*Erzatsdeckung*) mogu privremeno biti uključene i druge tražbine za koje je to izričito propisano u PfandBG (npr. državne obveznice, novčane tražbine prema Europskoj središnjoj banci, prema središnjim bankama država članica, i sl.).²⁹

Založene nekretnine mogu se nalaziti na području Njemačke, na području bilo koje države članice Europske unije ili države članice europskog ekonomskog prostora (EEA), na području Švicarske, Kanade, SAD, Japana (par. 13/1. PfandBG). U usporedbi s bivšim HypothekenBG, novi je zakon značajno proširio

²⁸ Bankama je zabranjeno plasiranje *Pfandbriefa* na tržište ako njihova vrijednost nije već pokrivena tražbinama u pokriću (Par. 4/7. PfandBG).

²⁹ Međutim udio takvih sredstava u pokriću može iznositi najviše 10% vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa* (Par. 19. PfandBG).

područja na kojima se mogu nalaziti nekretnine kojima se osiguravaju tražbine iz hipotekarnih kredita. Time je značajno proširena mogućnost plasiranja *Pfandbriefa* na nova financijska tržišta bez povećanja rizika za investitore. Zakonom je, naime, propisan čitav niz mjera koje su banke dužne poduzimati kako bi se minimalizirao rizik koji bi mogao nastati unošenjem u pokriće i tražbina osiguranih hipotekama na nekretninama izvan područja Njemačke.³⁰ Usto, PfandBG izričito propisuje ograničenja za udio u pokriću tražbina osiguranih nekretninama izvan područja EU (npr. SAD, Kanadi, Japanu) ako je riječ o osiguranjima za koja po nacionalnom zakonodavstvu države na području koje se nalaze nekretnine vjerovnicima iz *Pfandbriefa* nije osiguran privilegirani položaj i prvenstvo u isplati u slučaju stečaja banke. Ukupni udio tražbina koje su osigurane nekretninama u državama koje nisu članice EU i koje ne osiguravaju vjerovnicima iz *Pfandbriefa* prvenstvenu naplatu u slučaju stečaja banke na način na koji je to propisano u PfandBG može biti samo 10% ukupnih tražbina u sastavu pokrića.³¹

³⁰ Npr. banke su prije nego što započnu s plasiranjem novih financijskih usluga na novim tržištima dužne provesti opširne analize eventualnih dugoročnih rizika započinjanja poslovanja na novim tržištima i njihovih eventualnih posljedica. Nadalje, tražbine osigurane hipotekama na nekretninama na području novih tržišta ne mogu biti u sastavu pokrića dvije godine od ulaska na novo tržište (Par. 27/2. PfandBG). Banka mora redovito publicirati i podatke kakva je regionalna distribucija pokrića (Par. 28. PfandBG) pa se vjerovnici mogu jednostavno informirati gdje se nalaze nekretnine kojima su osigurane hipotekarne tražbine. Naposljetku, kvaliteta tražbina osiguranih hipotekama na nekretninama izvan područja Njemačke mora u potpunosti odgovarati istim standardima koji se moraju ostvariti da bi u pokriće ušle tražbine osigurane nekretninama na području Njemačke. V. Volk, B., Major covered bond markets-Germany, u: Covered Bonds - Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives, London, 2006., str. 149.

³¹ Propisivanje istog pravila za tražbine osigurane nekretninama na području država članica EU nije bilo potrebno, jer postoje drugi instrumenti kojima se osigurava da prvenstvena naplata vjerovnika iz *Pfandbriefa* neovisno o tome što se nekretnina ne nalazi u Njemačkoj. U slučaju stečaja, banke osnovane na području EU primjenjuju pravo države članice po kojoj je banka osnovana, a i o samom otvaranju stečaja odlučuje sud države članice u kojoj je banka osnovana (čl. 9. i 10. Directive 2001/24/EC on the reorganisation and winding up of credit institutions, OJL 125, 2001., p. 15). To bi značilo da se i u slučaju stečaja njemačke banke na pravni položaj nositelja *Pfandbriefa* u pogledu tražbina iz pokrića osiguranih nekretninama na području neke druge članice EU primjenjuje njemačko pravo (PfandBG) po kojem su ti vjerovnici zaštićeni odnosno imaju privilegirani položaj u pogledu naplate svojih tražbina. Stoga nije ni bilo potrebe da se posebno

Premda je PfandBG vrlo široko odredio područje na kojem se mogu nalaziti nekretnine na kojima se osnivaju stvarnopravna osiguranja, u zakonu nisu postavljena nikakva posebna mjerila kojima bi se banke morale rukovoditi pri odlučivanju o tome da li da tražbinu osiguranu odgovarajućim stvarnopravnim osiguranjem na nekretnini izvan područja Njemačke uključe u pokriće ili ne. O tome hoće li određena tražbina osigurana stvarnopravnim osiguranjima na nekretnini na području Njemačke ili izvan nje biti unesena u sastav pokrića odlučuje i za to odgovara isključivo banka koja emitira *Pfandbriefe*.³² Jedino je izričito propisano da se mora raditi o osiguranjima koja su po svojim pravnim učincima izjednačena s hipotekom određivši kriterije po kojima će banke to u svakom konkretnom slučaju procjenjivati. To je bilo potrebno kako bi se osiguralo da u pokriće uđu samo one tražbine osigurane stvarnopravnim osiguranjima na nekretninama koja omogućuju vjerovnicima sigurnu i privilegiranu naplatu tražbina iz *Pfandbriefe* neovisno o tom gdje se nekretnine nalaze. PfandBG izričito propisuje da se mora raditi o osiguranjima koja vjerovnicima pružaju zaštitu na isti način na koji su zaštićeni hipotekarni vjerovnici u njemačkom pravnom poretku te koja ovlašćuju vjerovnike na namirenje iz vrijednosti opterećene nekretnine u istom smislu u kojem pravo na namirenje ostvaruju hipotekarni vjerovnici u njemačkom pravnom poretku (par. 18/1. PfandBG).³³ Mora, naime, biti riječi o osiguranju na nekretnini na temelju kojeg se vjerovnici mogu namiriti iz vrijednosti opterećene nekretnine neovisno o tome tko

ograničava udio u pokriću tražbina koje su osigurane nekretninama na području neke druge države članice. V. Volk, B., o.c., str. 150

³² Jesu li ta stvarnopravna osiguranja odgovarajuća, ne provjerava ni BaFin ni povjerenik koji je inače ovlašten s formalne strane provjeravati odgovara li vrijednost pokrića vrijednosti emitiranih *Pfandbriefe* (v. naprijed). V. Volk, B.; Hillenbrand, F., Neuordnung des Pfandbriefrechts, web stranica Verband deutscher Pfandbriefbanken/www.pfandbrief.de (Fassung 7.4.2005), str. 15.

³³ Određivanje navedenih kriterija bilo je potrebno zbog toga što se općeprihvaćeno načelo da se na osnivanje stvarnih prava na nekretninama primjenjuje pravo države na području koje se nekretnina nalazi (*lex rei sitae*). Tako će se u svim slučajevima kad se nekretnina nalazi u nekoj drugoj državi, a ne u Njemačkoj, na osnivanje osiguranja primjenjivati materijalno pravo te države. S obzirom na to da između pojedinih država, posebno između država europskog kontinentalnog pravnog kruga i anglo-američkog pravnog kruga postoje velike razlike u pogledu pravne naravi stvarnopravnih osiguranja tražbina na nekretninama, bilo je potrebno odrediti koje temeljne karakteristike moraju ispunjavati stvarnopravna osiguranja osnovana na nekretninama u drugim državama da bi se mogla uključiti u pokriće.

je njezin vlasnik, i to prije ostalih vjerovnika kojih tražbine nisu osigurane stvarnopravnim osiguranjima na istoj nekretnini odnosno prije tražbine koje su osigurane stvarnopravnim osiguranjima s kasnijim mjestom u prvenstvenom redu.^{34,35}

5.3. Povjerenik pokrića

Svaka banka koja izdaje *Pfandbriefe* mora imati neovisnog povjerenika (*Treuhänder, trustee, cover pool monitor*) i najmanje jednog njegova zamjenika (par. 7.

³⁴ Na takav zaključak upućuju osnovna obilježja koja hipoteka ima u njemačkom pravnom poretku. Njemački Bürgerlichen Gesetzbuch/BGB određuje da je hipoteka: a) stvarnopravno osiguranje na tuđoj nekretnini koje ovlašćuje svog nositelja da namiri osiguranu tražbinu iz vrijednosti nekretnine, b) da je to akcesorno stvarnopravno osiguranje, tj. da je nastanak i postojanje hipoteke vezano za nastanak i postojanje tražbine koja se hipotekom osigurava tako da se tražbina ne može odvojiti od zaloga i c) da je to stvarnopravno osiguranje koje svom nositelju osigurava privilegiranu isplatu ispred ostalih vjerovnika koji nemaju stvarnopravno osiguranje (Par. 1113 BGB, Par. 10/I/ Nrn 4. Gesetz über die Zwangsversteigerung und die Zwangsverwaltung/ZVG). V. Schmidt, R., Sachenrecht II, Bremen, 2005., str. 137; Kropholler, J., Studeinkommentar BGB, München, 2006., str. 727, 728; Baur/Stürner, Sachenrecht, München, 1999., str. 402; Böttcher, R., Gesetz über die Zwangsversteigerung und die Zwangsverwaltung, München, 2005., str. 85; Lwowski, H.J., Das Recht der Kreditsicherung, Berlin, 2000., str. 245; Söber, K., Zwangsversteigerungsgesetz, München, 2006., str. 217.

³⁵ PfandBG izričito određuje da u sastav pokrića ulaze i tražbine osigurane posebnim stvarnopravnim osiguranjem - tzv. *Grundschioldom* (Par. 1191 i dr. BGB), ali samo zajedno s tražbinom koja je njime osigurana (Par. 18/2. PfandBG). Naime, *Grundschiold* je stvarnopravno osiguranje koje također ovlašćuje svog nositelja da se namiri iz vrijednosti opterećene nekretnine, i to u privilegiranom redu namirenja isto kao i hipotekarni vjerovnik (Par. 10/I/ Nrn 4 ZVG). Međutim, za razliku od založnog prava/hipoteke *Grundschiold* nije akcesorno osiguranje. *Grundschiold* je osiguranje osamostaljeno od tražbine, pa je osnivanje i postojanje tog stvarnopravnog osiguranja neovisno o nastanku i postojanju tražbine (par. 1192/1. BGB). *Grundschiold* se može prenositi na druge osobe odvojeno od tražbine koja je prvobitno bila osigurana tim stvarnopravnim osiguranjem. (V. Baur/Stürner, o.c, str. 217, 402; Böttcher, R., o.c., str. 85 Kropholler, J., o.c., str. 756; Schmidt, R., o.c., str. 196). S obzirom na to da u pokriće ulaze osigurane tražbine po kojima se određuje i vrijednost pokrića, bilo je potrebno u PfandBG izričito odrediti da *Grundschiold* samo zajedno s osiguranom tražbinom može biti u sastavu pokrića odnosno da u vrijednost pokrića ulazi tražbina osigurana *Grundschioldom*, a ne *Grundschiold* kao samostalna vrijednost.

PfandBG).³⁶ Osnovna zadaća povjerenika jest kontinuirano praćenje vrijednosti pokrića kako bi se osiguralo da vrijednost pokrića u svakom trenutku odgovara vrijednosti obveza iz emitiranih *Pfandbriefe* odnosno kako vrijednost emitiranih *Pfandbriefe* ne bi prešla vrijednost pokrića. Osnovna je zadaća povjerenika da provodi monitoring nad postupanjem banke u pogledu održavanja vrijednosti pokrića, vođenje registra pokrića i ostvarivanja ostalih pretpostavki nužnih za upravljanje pokrićem i eventualnom promjenom njegova sastava.³⁷ Detaljno uređenje ovlasti povjerenika, a posebno njegova uloga u kontroli vrijednosti pokrića, kako prije izdavanja *Pfandbriefe* tako i nakon njihova izdavanja, značajno povećava povjerenje vjerovnika iz *Pfandbriefe* u pogledu vrijednosti i sastava pokrića.³⁸

Povjerenik je ovlašten kontrolirati jesu li u pogledu sastava pokrića ispunjene sve pretpostavke koje se po zakonu zahtijevaju odnosno ispunjavaju li tražbine u pokriću formalne pretpostavke određene zakonom za njihovo uključivanje u pokriće, je li u pogledu nekretnina na kojima je osnovana hipoteka proveden postupak njihova vrednovanja sukladno odredbama zakona i podzakonskih akata, jesu li upisi u registar pokrića provedeni sukladno zakonu.³⁹ Povjerenik mora potvrditi svaku promjenu u pokriću koja se provodi u registru pokrića (npr. unošenje drugih tražbina kojima se privremeno dopunjuje vrijednost pokrića), a posebno promjene kojima se pojedine tražbine brišu iz pokrića. Prije nego što banka započne s izdavanjem određene emisije *Pfandbriefe* povjerenik mora,

³⁶ Povjerenika i njegova zamjenika imenuje neovisno tijelo nadležno za superviziju banke (BaFin) nakon pribavljanja mišljenja banke. PfandBG ne određuje izričito koje kvalifikacije mora imati povjerenik, već je samo općenito određeno da mora za ispunjavanje svojih zadaća imati odgovarajuća znanja i iskustvo (par. 7/2.). Radi osiguranja neovisnosti povjerenika izričito je propisano da povjerenik ne može biti osoba koja je bila zaposlenik banke ili ju je zastupala u posljednje tri godine (par. 7/2.)

³⁷ V. Golin, J., o.c., str. 32; Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 41.

³⁸ V. Wudarski, A., o.c., str. 161,

³⁹ Povjerenik nije, međutim, obavezan ispitivati je li nekretnina zaista procijenjena sukladno kriterijima određenim zakonom odnosno ne mora ispitivati materijalnopravnu valjanost procjene nekretnine i, uopće, tražbina unesenih u pokriće (par. 8/1. PfandBG). On je ovlašten ispitivati samo jesu li prilikom procjene nekretnine bile ispunjene sve formalne pretpostavke koje zakon određuje za procjenu nekretnine odnosno je li se postupalo sukladno zakonu i podzakonskim aktima prilikom procjene te jesu li u pokriće unesene tražbine koje ispunjavaju sve pretpostavke potrebne za njihovo uključivanje u pokriće u pogledu njihove vrijednosti, teritorijalne pripadnosti nekretnina kojima su tražbine osigurane i dr.

nakon što ispita pokriće i upise provedene u registru pokrića, potvrditi da je vrijednost *Pfandbriefa* pokrivena pokrićem i da su u registru pokrića upisane tražbine kojima se osigurava ta vrijednost (par. 8,9 *PfandBG*).

5.4. Registar pokrića

PfandBG obvezuje banke koje izdaju *Pfandbriefe* da vode posebne evidencije - registre o tražbinama uključenim u pokriće (*cover register*; *Deckungsregister*). Osnovni cilj vođenja takvog registra je olakšanje kontrole pokrića, njegove vrijednosti i sastava, a time i osiguranje veće zaštite vjerovnika iz *Pfandbriefa*.⁴⁰ Registar pokrića omogućuje veću transparentnost i preglednost podataka o sastavu pokrića, čime se značajno pojednostavnjuje i ubrzava sam postupak refinanciranja izdavanjem *Pfandbriefa*. Potpunom evidencijom o svim tražbinama uključenim u pokriće olakšava se i postupanje u slučaju stečaja banke, kako u pogledu odvajanja pokrića od ostale imovine banke tako i u pogledu upravljanja pokrićem radi isplate vjerovnika iz *Pfandbriefa*.

Za svaku se vrstu *Pfandbriefa* ovisno o vrsti tražbina koje su im pokriće mora voditi poseban registar pokrića (par. 5/1.). U registar se upisuje svaka pojedina tražbina koja je unesena u pokriće. O unošenju određene tražbine u pokriće odnosno o njezinu upisu u registar samostalno odlučuje banka. Promjene koje se provode u registru mora odobriti povjerenik kojeg je postavilo tijelo nadležno za superviziju poslovanja (par. 8/4. *PfandBG*) i koji inače provodi kontrolu pokrića i vođenje samog registra pokrića.⁴¹ Upis tražbine u registar ima vrlo važne pravne učinke za zaštitu vjerovnika iz *Pfandbriefa* u ovršnim i stečajnim postupcima koji se vode protiv banke:

a) tražbine upisane u registar pokrića isključene su iz ovrha koje se vode protiv banke radi namirenja tražbina drugih vjerovnika. Zapljena i ovrha na tražbini upisanoj u registar pokrića može se provoditi jedino radi namirenja tražbine vjerovnika iz *Pfandbriefa* (par. 29. *PfandBG*);

⁴⁰ V. Golin, J., o.c., str. 32

⁴¹ Kontrolu registra pokrića, a time i samog sastava pokrića, provodi i tijelo nadležno za superviziju banke (BaFin). BaFin kontrolu provodi, s jedne strane, posredno imenovanjem povjerenika koji joj je obavezan dostavljati izvještaje i kojeg BaFin može opozvati iz opravdanih razloga. S druge strane, banka mora radi kontrole vođenja registra i vrijednosti pokrića podatke, tj. kopije izvadaka iz registra pokrića periodično dostavljati BaFin.

b) nakon što se tražbina upiše u registar pokrića, njezino brisanje iz registra, a time i isključenje iz pokrića, dopušteno je jedino uz posebnu suglasnost posebnog povjerenika kojeg je imenovala BaFin (par. 8/4. PfandBG).⁴²

c) tražbine upisane u registar pokrića ne uključuju se u stečajnu masu u slučaju stečaja banke (par. 30/1. PfandBG). Otvaranjem stečaja tražbine upisane u registar odvajaju se od stečajne mase banke u posebnu imovinsku masu (*Sondervermögen*). Te tražbine služe isključivo za cjelovito namirenje tražbina vjerovnika iz *Pfandbriefe* koje se provodi po posebnim pravilima. Iz njih proizlazi da otvaranje stečaja banke, u biti, ne utječe na tražbine upisane u registar, one ne dospijevaju otvaranjem stečajnog postupka nad bankom, već je poseban upravitelj ovlašten njima dalje upravljati kako bi se sukladno dospijevanju obveza iz *Pfandbriefe* namirivali njihovi vjerovnici.

5.5. Vrijednost pokrića

a) Načelo jednake vrijednosti pokrića i *Pfandbriefe*

Osnovni cilj formiranja posebnog pokrića u koji ulaze tražbine osigurane hipotekarnim tražbinama jest osiguranje vjerovnika iz *Pfandbriefe* da će im neovisno o tome je li banka likvidna ili ne biti isplaćena uložena sredstva i kamate na koje imaju pravo kao nositelji *Pfandbriefe*. To će biti moguće jedino ako je vrijednost emitiranih *Pfandbriefe* u potpunosti osigurana pokrićem. Zbog toga vrijednost pokrića mora permanentno odgovarati vrijednosti obveza koje za banku proizlaze iz *Pfandbriefe* (*matching principle, cover principle, Kongurenzprinzip, Deckungskongruenzprinzip*).⁴³ Banka mora u svakom trenutku u pokriću raspolagati dovoljnim sredstvima za isplatu obveza iz *Pfandbriefe*. Sukladno navedenom načelu, PfandBG par. 4/1. izričito određuje da nominalna vrijednost emitiranih *Pfandbriefe* mora u svakom trenutku biti pokrivena najmanje u nominalnoj vrijednosti tražbina u pokriću, i to kako u pogledu glavnica tako i u pogledu kamata koje se isplaćuju vjerovnicima iz *Pfandbriefe*.

Radi održavanja vrijednosti pokrića banke su obvezne svakodnevno provjeravati pokriva li vrijednost pokrića vrijednost emitiranih *Pfandbriefe*. PfandBG obvezuje banke da svaki dan utvrđuju po metodologiji utvrđenoj posebnom

⁴² O povjereniku v. više naprijed pod 2.4. c)

⁴³ V. Grossman, R., Maij, T., o.c., str. 24.

uredbom⁴⁴ jesu li na taj dan neto vrijednost (*net present value, Barwert*) pokrića i emitiranih *Pfandbriefe* kongruentne. Ako se utvrdi da je vrijednost pokrića manja, banka je obvezna bez odgađanja u pokriće unijeti dodatno pokriće (*supstitute cover, zusätzliche Deckungswerte, Ersatzdeckung*).^{45,46} Radi pravodobnog reagiranja na eventualne promjene vrijednosti pokrića i osiguravanja usklađenosti vrijednosti pokrića i vrijednosti emitiranih *Pfandbriefe* banke su čak obvezne provoditi i svakog tjedna posebne izračune (*Stresstest*) kojima se prognoziraju promjene u odnosima vrijednosti pokrića i vrijednosti *Pfandbriefe* zbog nastupa određenih financijskih rizika. Posebnom metodologijom uređenom uredbom banke utvrđuju kako bi na odnos vrijednosti pokrića i vrijednosti *Pfandbriefe* mogle utjecati promjene (povećanje ili smanjenje) kamatnih stopa, valutnih tečajeva i sl.⁴⁷

⁴⁴ *Verordnung über die Sicherstellung der jederzeitigen Deckung von Hypothekendarlehen, Öffentlichen Pfandbriefen und Schiffspfandbriefen nach dem Barwert und dessen Berechnung bei Pfandbriefbanken (Pfandbrief- Barwertverordnung-PfandBarwertV)* od 14.7.2005.

⁴⁵ Pokriće se može dopuniti novim hipotekarnim tražbinama, ali i drugim novčanim tražbinama banke za koje je u *PfandBG* određeno da se mogu privremeno uključiti u pokriće (novčane tražbine banke iz državnih obveznica, tražbine prema Europskoj središnjoj banci, središnjim bankama država članica i dr.). Međutim, ako se pokriće dopunjuje drugim tražbinama, a ne novim hipotekarnim tražbinama, druge tražbine kao supstituti mogu sudjelovati u pokriću samo u vrijednosti 10% emitiranih *Pfandbriefe* (Par 19. *PfandBG*).

⁴⁶ Da bi se osigurala kongruentnost pokrića i emitiranih *Pfandbriefe*, *PfandBG* izričito propisuje da vjerovnici iz *Pfandbriefe* ne mogu otkazati svoje tražbine odnosno da ne mogu zahtijevati isplatu glavnice prije isteka ugovorenog roka (par. 6/2.). S druge strane, *PfandBG* posebno propisuje da se pri zasnivanju hipotekarnih kredita moraju u ugovoru posebno naznačiti prava dužnika na otkaz ugovora o kreditu i prijevremene isplate (par 6/1.). U praksi banke sklapaju ugovore o kreditu s fiksnim kamatama za koje su posebnom odredbom u *BGB* (par. 489) uređena ograničenja u pogledu otkaza ugovora o kreditu. Pravilo je da dužnik, osim u iznimnim posebno opravdanim slučajevima, nema pravo na otkaz ugovora o kreditu za vrijeme za koje su ugovorene fiksne kamate. Na taj je način moguće odgoditi otkaz ugovora o kreditu na najduži rok od 10 godina (par. 489/1/3. *BGB*). Međutim, ako dužnik koristeći se pravom na raniji otkaz ugovora zbog opravdanih okolnosti otkaže ugovor o kreditu osiguran založnim pravom na nekretnini, dužan je banci nadoknaditi štetu proizašlu iz prijevremenog otkaza ugovora (par. 490/2. *BGB*). Navedena pravila omogućuju bankama da prilikom izračuna vrijednosti pokrića mogu unaprijed predvidjeti ranije isplate dugoročnih kredita te kako će te ranije isplate utjecati na vrijednost pokrića s obzirom na to da će se isplaćene tražbine morati isključiti iz pokrića. To će eventualno zahtijevati uključivanje novih hipotekarnih tražbina u pokriće kako bi se uskladila vrijednost pokrića s obvezama iz *Pfandbriefe*. V. Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 40.

⁴⁷ Usp. par. 4-6. *PfandBarwertV*.

b) Nadosiguranje

Uz obvezu banaka da svakodnevno održavaju vrijednost pokrića koja pokriva vrijednost obveza iz *Pfandbriefa*, PfandBG obvezuje banke i na poduzimanje mjera kojima se osigurava da vrijednost pokrića u svakom trenutku bude i veća od vrijednosti obveza iz *Pfandbriefa* (tzv. nadosiguranje, *overcollateralisation*, *Überdeckung*).⁴⁸ Riječ je o mjerama koje banke moraju poduzimati već od časa izdavanja *Pfandbriefa*, premda njihovi učinci dolaze do izražaja tek u stečajnom postupku protiv banke kad je važno da u pokriću budu osigurane dovoljne vrijednosti za potpuno namirenje svih tražbina iz *Pfandbriefa*. Da bi vrijednost pokrića u svakom trenutku bila i veća od vrijednosti obveza iz *Pfandbriefa*, njemački PfandBG izričito uređuje nekoliko posebnih pravila po kojima banke moraju postupati pri odlučivanju o hipotekarnim tražbinama koje unose u pokriće, o vrijednosti tražbina koja se unose u pokriće, o odnosu ukupne vrijednosti tražbina u pokriću prema ukupnoj vrijednosti obveza iz *Pfandbriefa*. PfandBG uređuje tri važne mjere kojima se ostvaruje tzv. nadosiguranje odnosno veća vrijednost pokrića od vrijednosti obveza iz emitiranih *Pfandbriefa*:

1) U sastav pokrića ulaze samo hipotekarne tražbine čija je vrijednost za zakonom određeni postotak manja od vrijednosti nekretnine opterećene založnim ili drugim odgovarajućim osiguranjem (*relative lending limit*, *relative Beleihungsgrenze*). Na temelju par. 14. PfandBG, banke u pokriće mogu unijeti samo hipotekarne tražbine vrijednost kojih iznosi prvih 60% vrijednosti opterećene nekretnine utvrđenoj prema odredbama tog zakona (*lending limit*, *Beleihungsgrenze*, granična vrijednost zajma).⁴⁹ Mora se, dakle, raditi o tražbinama osiguranim prvorangiranim hipotekama⁵⁰ vrijednost kojih mora biti jednaka ili manja od 60% utvrđene vrijednosti opterećene nekretnine.⁵¹ Pritom je PfandBG posebnim

⁴⁸ V. Golin, J., o.c., str. 32

⁴⁹ PfandBG također predviđa i obvezu da zgrade izgrađene na opterećenom zemljištu moraju za cijelo vrijeme trajanja kredita biti osigurane od rizika specifičnih za takvu vrstu nekretnina, i to najmanje do vrijednosti izgrađenih objekata (par. 15.).

⁵⁰ PfandBG izričito određuje da tražbina mora biti u visini do prvih 60% vrijednosti nekretnine, što znači da u slučaju namirenja iz vrijednosti opterećene nekretnine prvih 60% ostvarene vrijednosti otpada na namirenje te tražbine. To će biti moguće jedino ako je tražbina osigurana hipotekom na prvom mjestu u prvenstvenom redu, tj. odmah nakon što se namire druge privilegirane tražbine koje u namirenju prethode namirenju hipotekarnih tražbina u ovršnom postupku.

⁵¹ To, međutim, ne znači da banka ne može izdavati kredite vrijednost kojih je i veća od 60% vrijednosti opterećene nekretnine. Tražbine koje su veće od 60% vrijednosti nekretnine.

izričitim pravilima standardizirao metodu utvrđivanja vrijednosti nekretnine koja je opterećuje založnim ili drugim odgovarajućim osiguranjem koju su banke obvezne primjenjivati.⁵² Osnova za određivanje vrijednosti nekretnine nije njezina tržišna vrijednost, već se u posebno propisanom postupku utvrđuje koju vrijednost određena nekretnina ima za osiguranje hipotekarne tražbine iz kredita (*mortgage lending value, Beleihungswert*). Kao determinirajući i objektivno dokazivi kriteriji uzimaju se mogućnost buduće prodaje nekretnine imajući u vidu dugoročnost ugovora o kreditu, trajne karakteristike objekta, uobičajeno stanje na regionalnom tržištu nekretnina, očekivana pogoršanja i amortizacija nekretnine kao i postojeće te moguće alternativno korištenje nekretnine (par. 16/2. PfandBG).⁵³ Izričito je propisano i da tako utvrđena vrijednost nekretnine ne smije prelaziti njezinu tržišnu vrijednost⁵⁴ (par. 16/2. PfandBG). Vrijednost nekretnine mora utvrditi neovisni procjenitelj koji nije uključen u odlučivanje o dodjeli kredita i koji mora imati odgovarajuće profesionalno iskustvo i znanja za procjenu nekretnina.⁵⁵

Pravilo po kojem u pokriće ulaze samo hipotekarne tražbine čija je vrijednost prvih 60% opterećene nekretnine najvažnija je mjera kojom se postiže da vrijednost pokrića bude veća od vrijednosti obveza iz *Pfandbriefa*. S obzirom na to da tražbine vjerovnika iz *Pfandbriefa* u konačnici osiguravaju založene nekretnine, ograničavanjem visine tražbine samo na određeni postotak od vrijednosti založenih nekretnina posredno se osigurava da stvarna vrijednost pokrića bude puno veća od vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa*.⁵⁶ Time su vjerovnici višestruko zaštićeni. S jedne strane, ako dođe do stečaja banke i potrebe da se vjerovnici iz *Pfandbriefa* namire iz vrijednosti opterećenih nekretnina, vjerovnici su osigurani da će se prodajom nekretnine ostvariti dovoljna, pa čak i veća, sredstva nego što su potrebna za isplatu njihovih tražbina. S druge strane, vjerovnici su osigurani

nine mogu ući u sastav pokrića, ali samo do iznosa 60% procijenjene vrijednosti nekretnine. Za preostali dio hipotekarne tražbine (preko 60%) vrijede opća pravila banke o upravljanju hipotekarnim tražbinama. V. Kälberer, W., Stöcker, O., o.c., str. 40.

⁵² V. Volk, B., o. c., str. 147.

⁵³ V. Volk, B., o. c., str. 148; V. Kälberer, W., Stöcker, O., o. c., str. 40.

⁵⁴ Kriteriji za utvrđenje tržišne vrijednosti nekretnine posebno su propisani u par. 16/2. reč.4. PfandBG.

⁵⁵ Detaljnije odredbe o procjeni nekretnine sukladno par. 16. PfandBG propisuje posebna uredba - *Beleihungswertermittlungsverordnung* (BelWertV) od 12.5.2006. (BGBl Teil I No 24, 22.5.2006.).

⁵⁶ V. Golin, J., o. c., str. 32.

i u slučaju pada tržišne vrijednosti nekretnina odnosno gubitka vrijednosti zbog uporabe i amortizacije. To je, također, od posebne važnosti s obzirom na to da su krediti osigurani hipotekama na nekretninama dugoročni krediti.

2. Banke koje izdaju *Pfandbriefe* obvezne su u svakom trenutku održavati vrijednost pokrića koja je za zakonom određeni postotak veća od vrijednosti *Pfandbriefa* (tzv. **obvezno dodatno pokriće**, *mandatory minimum overcollateralisation, excess cover, sicherende Überdeckung*). PfandBG izričito propisuje da vrijednost pokrića u svakom trenutku mora biti 2% veća od vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa* (par. 4/2.). Načelo kongruentnosti u njemačkom pravu time u određenom smislu dobiva drukčiji sadržaj: ne zahtijeva se samo da vrijednost pokrića i vrijednost obveza iz *Pfandbriefa* budu iste, već vrijednost pokrića za isplatu obveza iz *Pfandbriefa* mora u svakom trenutku iznositi najmanje 102% vrijednosti obveza iz emitiranih *Pfandbriefa*. O tome banke moraju voditi računa pri svakodnevnom utvrđivanju odnosa vrijednosti pokrića i vrijednosti obveza iz *Pfandbriefa*. Ako je razlika u vrijednosti manja od 2%, tj. ako vrijednost pokrića ne iznosi najmanje 102% vrijednosti *Pfandbriefa*, banka mora odmah u pokriće unijeti nova sredstva u obliku novih hipotekarnih tražbina ili tražbina koje se po PfandBG smatraju dovoljnim supstitutom.⁵⁷

Strogim pravilima o obveznom dodatnom pokriću vjerovnici iz *Pfandbriefa* dodatno su osigurani u slučaju stečaja banke. Ne samo da se za isplatu njihovih tražbina osiguravaju veća sredstva već se i osiguravaju dodatna sredstva za upravljanje pokrićem u slučaju stečaja banke pa cjelovita isplata njihovih tražbina neće biti ugrožena niti zbog plaćanja troškova upravljanja pokrićem u stečaju.⁵⁸ S druge strane, pravila o obveznom dodatnom pokriću limitiraju banke u pogledu vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa*. Banke ne mogu emitirati *Pfandbriefe* u istoj vrijednosti u kojoj imaju osigurano pokriće, već samo u vrijednosti umanjenoj za zakonom određeni postotak obveznog dodatnog pokrića.

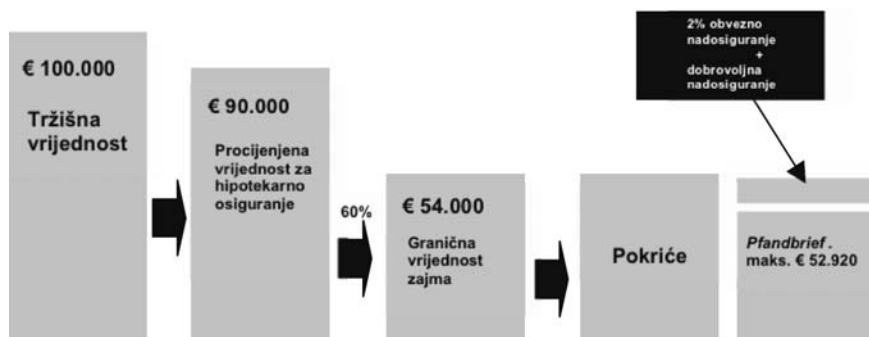
3. Banka koja izdaje *Pfandbriefe* može ih izdavati i u vrijednosti koja je i više od 2% manja od ukupne vrijednosti pokrića kojima je osigurana isplata *Pfandbriefa* odnosno banka može u pokriće uključiti tražbine kojih ukupna vrijednost premašuje vrijednost emitiranih *Pfandbriefa* i u većem postotku od onog na koji je obvezuje PfandBG (više od 2%). Za postotak u kojem vrijednost

⁵⁷ Ako se u pokriću već nalaze supstituti u vrijednosti 10% pokrića, a banka nema novih hipotekarnih tražbina, obveza da pokriće uvijek bude 2% veće od vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa* može se ostvariti jedino otkupom po tržišnim uvjetima već plasiranih *Pfandbriefa* odnosno smanjenjem vrijednosti emitiranih *Pfandbriefa*.

⁵⁸ V. Volk, B., o. c., str. 151.

pokrića prelazi vrijednost obveznog dodatnog pokrića banka je, dakle, osigurala tzv. **dobrovoljno dodatno pokriće** (*voluntary extra-overcollateralisation, freiwillige sicherende Überdeckung*).⁵⁹ Osiguranje dobrovoljnog dodatnog pokrića zbog toga je vrlo povoljno za vjerovnike iz *Pfandbriefe*. U slučaju stečaja banke oni za naplatu svojih tražbina imaju tada još veću vrijednost nego što iznosi vrijednost njihovih tražbina iz *Pfandbriefe*. Premda njemački PfandBG nema izričite odredbe koje bi dopuštale bankama dobrovoljno dodatno pokriće, iz drugih odredbi PfandBG proizlazi da su banke ovlaštene održavati vrijednost pokrića i u većoj vrijednosti od one na koju su obvezne. Mogućnost da banke dobrovoljno osiguraju u pokriću i veću vrijednost od one na koju su obvezne proizlazi iz odredbi kojima se uređuje položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe* u pogledu vrijednosti u pokriću koje prelaze visinu obaveznog pokrića. Vjerovnicima iz *Pfandbriefe* priznat je, naime, privilegirani položaj i u pogledu dobrovoljnog dodatnog pokrića, tj. i u pogledu onog dijela pokrića koje je više od 2% veće od vrijednosti obveza iz *Pfandbriefe* (par. 30/4. PfandBG). Dobrovoljno dodatno pokriće zaštićeno je od uključivanja u stečajnu masu iz koje se namiruju ostali vjerovnici banke. Dobrovoljno dodatno pokriće zajedno se s obaveznim dodatnim pokrićem i pokrićem u vrijednosti emitiranih *Pfandbriefe* odvaja u posebnu imovinsku masu namijenjenu isključivo za isplatu vjerovnika iz *Pfandbriefe*. Ta sredstva prvenstveno služe za naplatu tražbina iz *Pfandbriefe*. Stečajni upravitelj može, međutim, zahtijevati od upravitelja pokrića da se ta sredstva uključe u stečajnu masu banke ako samo dokaže da ona očigledno nisu nužna za namirenje vjerovnika iz *Pfandbriefe*. U protivnom ta će se dodatna sredstva uključiti u stečajnu masu tek kad se u cijelosti namire vjerovnici iz *Pfandbriefe* (par. 30/4. PfandBG).

Slika 2.⁶⁰



⁵⁹ V. Volk, B., o. c. str. 151.

⁶⁰ Prikaz preuzet iz Golin, J., o. c., str. 148.

Objašnjenje:

1. U pokriće ulazi hipotekarna tražbina vrijednost koje je 60% procijenjene vrijednosti koju nekretnina ima za hipotekarno osiguranje (60% od 90.000 eura iznosi 54.000 eura), tj. tražbina koja iznosi 54.000 eura.

2. Ako je u pokriće unesena hipotekarna tražbina u vrijednosti 54.000 eura, na temelju takvog se pokrića mogu izdati *Pfandbriefe* u vrijednost hipotekarne tražbine umanjene 2% odnosno u vrijednosti 52.920 eura

(2% od 54.000 eura iznosi 1.080 eura; $54.000 - 1.080 = 52.920$ eura). Ostatak od 2% (1.080 eura) predstavlja obvezno osiguranje.

3. Konačni rezultat jest da su vjerovnici iz *Pfandbriefa* za ukupni iznos izdanih *Pfandbriefa* u vrijednosti 52.920 eura (nad)osigurani nekretninom tržišna vrijednost koje iznosi 100.000 eura, tj. značajno prelazi vrijednost tražbina iz izdanih *Pfandbriefa*.

6. PRIVILEGIRANI POLOŽAJ VJEROVNIKA IZ *PFANDBRIEFA* U STEČAJU BANKE

6.1. Općenito

Privilegirani položaj vjerovnika iz *Pfandbriefa* u stečajnom postupku koji se vodi protiv banke - izdavatelja *Pfandbriefa* najznačajniji je i najvažniji stup zaštite investitora u *Pfandbriefe*. Upravo privilegirani položaj vjerovnika iz *Pfandbriefa* prilikom stečaja banke čini *Pfandbriefe* jednim od najatraktivnijih odnosno najsigurnijih instrumenata za ulaganje sredstava. Zbog toga banke emitiranjem *Pfandbriefa* vrlo uspješno dolaze do novih sredstava potrebnih za refinanciranje kreditnih poslova, razvoj poslovanja, pa čak i minimaliziranje rizika odlaska u stečaj zbog insolventnosti.⁶¹ Zbog toga se pravila o privilegiranom položaju vjerovnika iz *Pfandbriefa* smatraju ključnima za funkcioniranje cjelokupnog sustava refinanciranja putem *Pfandbriefa* i za razlikovanje *Pfandbriefa* od ostalih financijskih instrumenata kojima se ostvaruje refinanciranje banaka.⁶²

Najvažniji cilj koji se želi postići posebnim uređenjem privilegiranog položaja vjerovnika iz *Pfandbriefa* u stečajnom postupku jest nastavljanje pravnih odnosa s vjerovnicima iz *Pfandbriefa* kao da banka nije u stečaju, tj. nastavljanje

⁶¹ Zanimljivo je, međutim, da u pravnim porecima s razvijenim tržištem *Pfandbriefa* do sada i ne postoje praktična iskustva o primjeni posebnih pravila o privilegiranom položaju vjerovnika iz *Pfandbriefa* pa se rasprave o položaju vjerovnika iz *Pfandbriefa* u slučaju stečaja banke u literaturi smatraju više apstraktnim. V. Golin, J., o. c., str. 33.

⁶² V. Golin, J., o. c., str. 34.

s urednim i potpunim isplata dospelih obveza iz *Pfandbriefe* u ugovorenoj dinamici sve do konačne isplate. Ukratko, otvaranje stečaja nad bankom ne bi ni na koji način trebalo utjecati na pravni položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe* i izvršavanje obveza prema njima.

Takav privilegirani položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe* bilo je potrebno posebno urediti u *PfandBG*, jer se on ne može osigurati primjenom općih stečajnih pravila o namirenju vjerovnika u stečajnom postupku.⁶³ Pravni položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe* koji će im osigurati redovitu i potpunu isplatu njihovih tražbina iziskivao je nekoliko značajnih intervencija u opći sustav stečajnog prava kako bi se izričito uredilo koje pravne učinke otvaranje stečaja banke ima na pravni položaj vjerovnika iz *Pfandbriefe*. Prije svega, bilo je potrebno isključiti iz stečajne mase pokriće (*Deckungsmasse*) i za nj uspostaviti drukčiji pravni režim od ostatka imovine banke (*asset isolation, asset segregation*) te uspostaviti poseban režim upravljanja tim pokrićem odvojeno od stečajne mase banke. S obzirom na to da je intencija nastaviti s isplata vjerovnika iz *Pfandbriefe* u ugovorenim rokovima dospijeca, tj. zadržati ugovorene rokove i način isplate, bilo je potrebno tražbine iz *Pfandbriefe* isključiti i iz primjene općih pravila o stečaju po kojima sve nedospjele tražbine prema stečajnom dužniku dospijevaju otvaranjem stečaja.

6.2. Odvajanje pokrića od stečajne mase banke

PfandBG u par. 30/1. izričito propisuje da hipotekarne tražbine upisane u registar pokrića otvaranjem stečaja nad bankom ne ulaze u stečajnu masu. Hipotekarne tražbine koje su u sastavu pokrića ne ulaze u stečajnu masu banke već čine posebnu imovinu (*bankruptcy-remote estate, Sondermasse, Sondervermögen*) iz koje se namiruju isključivo vjerovnici iz *Pfandbriefe* koje je izdala banka u stečaju.

⁶³ Na vjerovnike iz *Pfandbriefe* ne mogu se npr. primijeniti pravila o razlučnim vjerovnicima, jer vjerovnici iz *Pfandbriefe* nemaju nikakvo stvarnopravno osiguranje na nekim stvarima ili pravima banke, na hipotekarnim tražbinama iz pokrića ni na pokriću kao cjelini. S druge strane, vjerovnici iz *Pfandbriefe* ne mogu se smatrati ni izlučnim vjerovnicima, jer oni nemaju nikakvo stvarno pravo na temelju kojeg bi mogli zahtijevati da se u njihovu korist iz stečajne mase izdvoje određene stvari. Vjerovnici iz *Pfandbriefe* imaju samo obveznopravni zahtjev na isplatu kamata i uložene glavnice u *Pfandbriefe* pa bi se, u slučaju da za njih ne postoje posebna pravila o namirenju u stečajnom postupku, po općim stečajnim pravilima smatrali stečajnim vjerovnicima.

Hipotekarne tražbine i ostale tražbine u sastavu pokrića otvaranjem stečajnog postupka odvajaju se *ex lege* od stečajne mase banke i na njih ne utječe otvaranje stečaja nad bankom. Otvaranjem stečaja cjelokupno se pokriće (redovito pokriće, obvezno i dobrovoljno dodatno pokriće) odvaja od ostale imovine banke koja ulazi u njezinu stečajnu masu. To pravilo vrijedi neovisno o tome što u trenutku otvaranja stečaja ukupna vrijednost pokrića zbog obveznog i dobrovoljnog dodatnog pokrića prelazi vrijednost obveza koje banka u stečaju ima prema vjerovnicima iz *Pfandbriefa*.

S druge strane, otvaranje stečajnog postupka ne utječe na položaj vjerovnika iz *Pfandbriefa*. Tražbine vjerovnika iz *Pfandbriefa* dospijevaju otvaranjem stečajnog postupka nad bankom kao što je to inače slučaj s ostalim tražbinama koje postoje prema banci u stečaju.⁶⁴ Oni i ne sudjeluju u stečajnom postupku koji se vodi protiv banke odnosno nemaju u tom postupku položaj stečajnih vjerovnika. Tražbina vjerovnika iz *Pfandbriefa* i ne dospijevaju otvaranjem stečajnog postupka protiv banke. Vjerovnici iz *Pfandbriefa* namirivat će se iz vrijednosti pokrića u ugovorenim rokovima dospijeca svojih tražbina iz *Pfandbriefa*. Oni će se uključiti u redoviti stečajni postupak koji se vodi protiv banke tek ako se ne uspiju u cijelosti namiriti iz pokrića.

Odvajanje pokrića od stečajne mase ima dvije važne posljedice. Prva je da se iz tražbina u pokriću namiruju prvenstveno vjerovnici iz *Pfandbriefa* i da ostali vjerovnici banke nemaju pravo zahtijevati namirenje iz vrijednosti pokrića. Samo se eventualni ostatak sredstava iz pokrića, nakon što se namire u cijelosti svi vjerovnici iz *Pfandbriefa* i svi troškovi, prenosi u stečajnu masu (par. 30/4. *PfandBG*). Prije nego što se namire u cijelosti svi vjerovnici iz *Pfandbriefa* i svi troškovi, višak sredstava iz pokrića može se prenijeti u stečajnu masu samo na zahtjev stečajnog upravitelja, i to samo ako dokaže da određena sredstva u pokriću očigledno nisu više potrebna za namirenje vjerovnika iz *Pfandbriefa*. Druga važna posljedica odvajanja pokrića od stečajne mase jest da pokriće, sve dok je likvidno, tj. sve dok u njemu ima dovoljno sredstava za redovitu isplatu dospjelih tražbina iz *Pfandbriefa*, nastavlja funkcionirati kao posebna dinamična imovinska masa u koju i dalje ulaze nova sredstva isplaćena na ime dugova iz hipotekarnih kredita i iz koje se isplaćuju dospjele obveze prema vjerovnicima iz *Pfandbriefa*. Na pokriće se ne odnose mjere koje se u pogledu stečajne mase provode u stečajnom postupku protiv banke niti se na pokriće odnose odluke koje donosi stečajni upravitelj. Vjerovnicima iz *Pfandbriefa* iz

⁶⁴ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o. c., str. 42.

pokrića se isplaćuju njihove tražbine po redosljedu njihova dospijeća tako da se između pojedinih vjerovnika iz *Pfandbriefa* ne uspostavljaju nikakvi posebni ispladni redovi odnosno poseban redosljed isplate.

Kad, međutim, imovina u pokriću nije dovoljna za isplatu vjerovnika iz *Pfandbriefa*, nad pokrićem se provodi poseban stečaj po općim pravilima stečajnog postupka (par. 30/6. *PfandBG*). U slučaju prezaduženosti ili insolventnosti pokrića, tijelo nadležno za superviziju banke (BaFin) ovlašteno je zahtijevati provođenje odvojenog stečajnog postupka nad pokrićem. Otvaranje posebnog stečajnog postupka nad pokrićem dovest će, međutim, do dospijeća svih tražbina iz *Pfandbriefa*, a vjerovnici iz *Pfandbriefa* namirivat će se po općim pravilima o namirenju stečajnih vjerovnika iz vrijednosti pokrića. Isplatu ostatka tražbina iz *Pfandbriefa*, koji im nije namiren u odvojenom stečajnom postupku provedenom nad pokrićem, vjerovnici mogu zahtijevati u stečajnom postupku koji se vodi protiv banke. U tom će postupku vjerovnici iz *Pfandbriefa* imati položaj stečajnih vjerovnika (par. 30/6. *PfandBG*).⁶⁵

6.3. Upravljanje pokrićem u stečaju banke

Upravljanje pokrićem nakon njegova odvajanja od stečajne mase banke povjerava se posebnom upravitelju (*cover pool administrator, Sachwalter*), tj. osobi koja je različita od stečajnog upravitelja kao i od osobe kojoj je bila povjerenik pokrića dok je banka bila solventna, koji ima posebne ovlasti u pogledu raspolaganja imovinom u pokriću. Upravitelja pokrićem postavlja nadležni sud na zahtjev tijela nadležnog za superviziju banke/BaFin (par. 30/2. *PfandBG*).⁶⁶ Na upravitelja se *ex lege* njegovim imenovanjem prenose sve ovlasti u pogledu upravljanja i raspolaganja tražbinama u sastavu pokrića odnosno tražbinama

⁶⁵ Par. 30/6. *PfandBG* propisuje da se tada na vjerovnike iz *Pfandbriefa* na odgovarajući način primjenjuju pravila Stečajnog zakona (*Insolvenzordnung*) o položaju razlučnih vjerovnika koji su se odrekli prava na odvojeno namirenje odnosno koji se nisu u cijelosti namirili iz predmeta na kojem su imali pravo na odvojeno namirenje (npr. par. 52/1, 190/1,2, 192. *Insolvenzordnung*).

⁶⁶ Tijelo nadležno za superviziju banke može čak i prije otvaranja stečaja, ako postoji konkretna opasnost za sigurnost pokrića i imovine banke, u smislu par. 46a. Zakona o bankama (*Kreditwesengesetz*) zahtijevati od nadležnog suda da postavi upravitelja pokrićem (par. 30/5. *PfandBG*).

upisanim u registar pokrića.⁶⁷ Stečajni upravitelj nema nikakve ovlasti u pogledu upravljanja i raspolaganja imovinom u pokriću.

Osnovna funkcija upravitelja pokrićem jest da upravlja pokrićem na način koji će osigurati pravovremenu i potpunu isplatu svih tražbina koje proizlaze iz *Pfandbriefa*. Upravitelj je odgovoran za kontrolu vrijednosti pokrića te poduzimanje svih radnji kojima se održava vrijednost pokrića. Upravitelj je ovlašten poduzimati s pravnim učincima prema pokriću i pravne poslove potrebne za održavanje i povećanje vrijednosti pokrića, kao i druge pravne poslove koji su usmjereni na osiguravanje potpunog namirenja vjerovnika iz *Pfandbriefa*.⁶⁸ Upravitelj je ovlašten primati isplate iz dospjelih hipotekarnih kredita, poduzimati radnje potrebne za naplatu dospjelih tražbina iz hipotekarnih kredita te isplaćivati iz pokrića dospjele tražbine vjerovnika iz *Pfandbriefa*. Ovlašten je i za zastupanje banke pred sudovima u pogledu tražbina unesenih u pokriće. Upravitelj pokrićem nije, međutim, ovlašten ugovarati nove hipotekarne kredite niti izdavati nove *Pfandbriefe*.

PfandBG posebno propisuje koje sve mogućnosti upravitelj pokrića ima u pogledu upravljanja i raspolaganja pokrićem s ciljem uredne i potpune isplate vjerovnika iz *Pfandbriefa*. Upravitelj pokrića može:

1. upravljati pokrićem u interesu vjerovnika iz *Pfandbriefa*, primati uplate u pokriće iz dospjelih hipotekarnih kredita i isplaćivati dospjele tražbine vjerovnicima *Pfandbriefa*, i to sve dok se ne ispune sve obveze iz emitiranih *Pfandbriefa* (par. 30/2,3. PfandBG). Poslove vezane za upravljanje pokrićem upravitelj provodi uz kontrolu suda. Upravitelj je obavezan na zahtjev suda davati sve informacije o stanju pokrića i poduzetim poslovima upravljanja. BaFin nema izravni nadzor nad upraviteljem, ali može iz opravdanih razloga zahtijevati da ga sud opozove (par. 31/1. PfandBG);

2. prenijeti u cijelosti ili djelomično tražbine iz pokrića zajedno s dugovima iz izdanih *Pfandbriefa* na drugu banku ovlaštenu za izdavanje *Pfandbriefa* uz suglasnost tijela ovlaštenog za superviziju banke/BaFin (*transfer of the cover pool and liabilities, Übertragung der Deckungsmassen und -verbindlichkeiten*). Na drugu banku se zajedno, kao ukupnost, prenose hipotekarne tražbine iz pokrića i dugovi iz *Pfandbriefa* izdani na temelju pokrića u tim tražbinama (par. 32. PfandBG). Pravni su učinci takvog preuzimanja da u imovinu druge banke ulazi kao aktiva pokriće s hipotekarnim tražbinama, a da se njezina pasiva povećava za dugove

⁶⁷ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o. c., str. 41.

⁶⁸ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o. c., str. 42.

iz preuzetih *Pfandbriefe*. Banka preuzimatelj nastavlja po odredbama *PfandBG* upravljati pokrićem koje je postalo dio njezine imovine, održavati njegovu vrijednost, voditi registar pokrića, isplaćivati dospjele obveze iz *Pfandbriefe* i dr. po pravilima *PfandBG* koja inače vrijede za pokriće i isplatu vjerovnika iz *Pfandbriefe* izvan stečaja. Pravni učinci preuzimanja pokrića i dugova u odnosu na pojedine dužnike iz hipotekarnih kredita odnosno vjerovnike iz *Pfandbriefe* sastoje se, pak, u tome banka preuzimatelj postaje vjerovnik prema dužnicima iz ugovora o kreditu i založni vjerovnik na nekretninama kojima su ti krediti osigurani. S druge strane, ta banka postaje dužnik prema vjerovnicima iz *Pfandbriefe*. Međutim, za prijenos na novu banku svake konkretne hipotekarne tražbine u sastavu pokrića morat će se ispuniti i sve pretpostavke o prijenosu takvih tražbina koje za to propisuju mjerodavne odredbe materijalnog prava koje uređuje prijenos hipotekarnih tražbina⁶⁹;

3. dogovoriti s drugom bankom ovlaštenom na izdavanje *Pfandbriefe* da će upravljati kao povjerenik (*Trustee, Treuhänder*) cijelim pokrićem ili njegovim dijelom i dugovima iz *Pfandbriefe* banke u stečaju za drugu banku koja je preuzela odgovornost za dugove iz *Pfandbriefe* (*management in a fiduciary capacity, treuhänderische Verwaltung*). Za takav je sporazum također potrebna suglasnost tijela ovlaštenog za superviziju banke/BaFin (par. 35/1. *PfandBG*). Za razliku od prethodnog slučaja kad se na banku preuzimatelja prenosi ukupnost pokrića i dugova iz *Pfandbriefe*, ovdje ne dolazi do formalnog prijenosa pokrića na drugu banku. Međutim, u pravnim odnosima između banke u stečaju i banke koja je preuzela odgovornost za njezine dugove iz *Pfandbriefe*, kao i u odnosima prema vjerovnicima iz *Pfandbriefe*, imovina u pokriću smatra se imovinom te druge banke premda na nju još nije prenesena, već je i dalje upisana u registar pokrića banke u stečaju (par. 35/2. *PfandBG*).⁷⁰ S obzirom na to da uspostavljanjem

⁶⁹ S obzirom na to da hipotekarne tražbine u pokriću mogu biti osigurane i nekretninama koje se nalaze izvan područja Njemačke, moguće je da će se u određenim slučajevima primjenjivati i odredbe nekog stranog prava za utvrđenje uz koje se uvjete hipotekarna tražbina može prenijeti na drugog vjerovnika. U svakom će konkretnom slučaju ovisno o tome gdje se nalazi nekretnina biti potrebno odrediti koje je materijalno pravno mjerodavno za prijenos tražbina osiguranih odgovarajućim stvarnopravnim osiguranjem na nekretnini odnosno koje se sve materijalne pretpostavke moraju ispuniti da bi se na novog vjerovnika prenijela tražbina (npr. upis u odgovarajući registar nekretnina, suglasnost vlasnika, posebna forma ugovora o prijenosu i sl.).

⁷⁰ Banka koja je preuzela odgovornost za dugove iz *Pfandbriefe* banke u stečaju stekla je pravo na prijenos koristi koja se ostvaruje na temelju povjereničkog odnosa s upravi-

samo povjereničkog odnosa između upravitelja pokrićem banke u stečaju i druge banke ne dolazi i do formalnog prijenosa pokrića na drugu banku, nije potrebno provoditi nikakve upise u sudski registar niti je potrebno da se za svaku konkretnu hipotekarnu tražbinu ostvare sve pretpostavke određene mjerodavnim građanskim pravom za prijenos tražbine na novog vjerovnika. Na opisani se način za drugu banku jednostavnije, bez velikih formalnosti, ostvaruju koristi koje želi ostvariti preuzimanjem dugova iz *Pfandbriefe* banke u stečaju, posebno kad se u sastavu pokrića nalaze hipotekarne tražbine osigurane stvarnopravnim osiguranjima na stranim nekretninama.⁷¹

7. ZAKLJUČAK

Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama (*Pfandbriefe*) pokazao se u praksi vrlo uspješnim kako za banke - izdavatelje *Pfandbriefe*, tako i za investitore u *Pfandbriefe*. Banke aktiviranjem vrijednosti svojih hipotekarnih tražbina dolaze do novih sredstava za plasiranje novih kredita. S druge strane, investitorima se omogućuje da uz minimalne rizike gubitka ili nemogućnosti naplate uloženi sredstava u *Pfandbriefe* ostvare dodatnu zaradu. Iznimno sigurnom položaju investitora u *Pfandbriefe* pridonosi, ponajprije, vrlo detaljna zakonska regulativa o izdavanju *Pfandbriefe* kojima su uređeni uvjeti uz koje banke mogu izdavati *Pfandbriefe*, mehanizmi za posebnu superviziju poslovanja banaka i ostvarivanje transparentnosti njihova poslovanja, sastav pokrića i način očuvanja njegove vrijednosti, poseban privilegirani položaj investitora u *Pfandbriefe* u slučaju stečaja banke odnosno mogućnost da se unatoč stečaju banke nastavi s urednom i redovitom isplatom obveza iz *Pfandbriefe*.

Razvoj njemačkog zakonodavstva na području tržišta vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama te neprestano povećanje prometa takvim vrijednosnim papirima na europskom tržištu odrazio se i na pravna uređenja bivših socijalističkih država koje tek razvijaju tržišnu ekonomiju. U bivšim

teljem pokrića. Ta svoja prava banka mora upisati u poseban registar koji je obvezna voditi - *Refinanzierungsregister*. Pravni učinci tog upisa sastoje se u tome da se sredstva iz pokrića koja se još uvijek vode u registru pokrića banke u stečaju smatraju kao da su upisana u registar druge banke kod druge banke (par. 35/2. PfandBG).

⁷¹ V. Kälberer, W., Stöcker, O., o. c., str. 43.

socijalističkim državama sve je izraženiji trend donošenja posebnih zakona radi pravnog uređenja izdavanja *Pfandbriefa*.⁷²

Takav razvoj aktualizira i pitanje treba li Republici Hrvatskoj posebno uređenje refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama. U ovom trenutku u hrvatskom pozitivnopravnom uređenju ne postoje odredbe koje bi izričito uređivale takav način refinanciranja kredita, a posebno koje bi uređivale privilegiranu zaštitu investitora u takve vrijednosne papire. S obzirom na to da su na hrvatskom tržištu kapitala potrebe korisnika za dobivanjem kredita svakodnevno sve veće i da je kreditno poslovanje hrvatskih banaka u neprestanom porastu, očekivati je da će i potreba za pronalaženjem novih izvora refinanciranja kredita biti sve veća. Ako se hrvatski zakonodavac odluči za model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira po ugledu na kontinentalnoeuropske pravne poretke, kojima inače pripada i hrvatski pravni poredak, njemački model izdavanja *Pfandbriefa* nesumnjivo bi mogao biti jedan od važnih uzora.

⁷² Npr. Bugarska (2000.), Češka (2004.), Latvija (1998., 2000., 2001., 2002.), Litva (2003.), Mađarska (1997./2004.), Poljska (1997./2002.), Rumunjska (2006.), Ukrajina (2005.), Rusija (2005.), Slovačka (1996.). Podaci preuzeti s web stranice Verband Deutscher Pfandbriefbanken (VDP) www.pfandbrief.de. Prema podacima European Mortgage Federation, u Litvi je npr. na kraju 2005. godine bilo u optjecaju *Pfandbriefa* u ukupnom iznosu od 14 milijuna eura, u Mađarskoj 5.072 milijuna eura, u Poljskoj 558 milijuna eura. V. European Covered Bond Fact Book (August, 2006.), str. 215, 217, 219.

Summary

Tatjana Josipović*

**THE GERMAN MODEL OF RE-FINANCING MORTGAGE
LOANS BY ISSUING COVERED BONDS**

Since 19 July 2006, a new Pfandbriefgesetz has been in force in Germany regulating the issuing of cover bonds with security in mortgage claims, claims from loans to public legal bodies and claims insured by lien on ships. Re-financing of loans by issuing covered bonds (Pfandbriefe) has become an increasingly frequent model of re-financing loans on the European market. The German market is one of the strongest markets in covered bonds in Europe. The German model of re-financing mortgage loans by issuing covered bonds (Pfandbriefe) has proved to be highly successful in practice both for the banks issuing covered bonds and for investors in covered bonds. By activating the value of their mortgage claims banks can get new funds to offer new loans. On the other hand, investors are enabled to get additional profit with minimum risk of loss or inability to claim payment for invested funds in covered bonds. The exceptionally safe position of investors in covered bonds results from detailed legal regulations on issuing covered bonds regulating the conditions under which banks can issue covered bonds, mechanisms for special supervision of bank transactions and their transparency, the system of security and methods to safeguard their value, especially the privileged position of investors in covered bonds in the case of bank bankruptcy and the possibility to continue the regular payment of covered bonds obligations in spite of the bank bankruptcy.

Key words: Pfandbrief, covered bonds, refinancing of mortgage loans, bonds, bankruptcy, security, protection of creditors

* Tatjana Josipović, Ph. D., Professor, Faculty of Law, University of Zagreb, Trg maršala Tita 14, Zagreb

Zusammenfassung

Tatjana Josipović*

DAS DEUTSCHE MODELL DER REFINANZIERUNG HYPOTHEKARISCHER KREDITE DURCH DIE EMISSION VON PFANDBRIEFEN

Seit dem 19. Juli 2006 ist in Deutschland das neue Pfandbriefgesetz in Kraft, durch das die Emission von Wertpapieren mit Deckung in hypothekarischen Forderungen, Forderungen aus Krediten gegenüber öffentlich-rechtlichen Körperschaften und durch Schiffspfandrechte gesicherten Forderungen geregelt ist. Die Kreditrefinanzierung durch Emission von Wertpapieren mit Deckung in hypothekarischen und sonstigen Forderungen (Pfandbriefe, covered bonds) ist ein Modell der Kreditrefinanzierung, das auf dem europäischen Markt immer mehr Verbreitung findet. Deutschland stellt einen der stärksten Wertpapiermärkte dieser Art dar. Das deutsche Modell der Refinanzierung hypothekarischer Kredite durch Emission von Pfandbriefen hat sich in der Praxis sowohl für die emittierenden Banken als auch für die Pfandbriefanleger als sehr erfolgreich herausgestellt. Durch Aktivierung der Werte ihrer hypothekarischen Forderungen beschaffen sich Banken neue Mittel für weitere Kreditvergaben. Andererseits wird es den Anlegern ermöglicht, mit minimalem Verlust- oder Rückzahlungsrisiko bezüglich der in Pfandbriefen angelegten Mittel zusätzliche Gewinn zu erzielen. Die außergewöhnlich sichere Position des Pfandbriefanlegers wird vor allem durch die sehr detaillierte gesetzliche Regelung zur Pfandbriefemission begünstigt, mit der die Anforderungen an eine emittierende Bank festgelegt werden, desweiteren durch die Mechanismen der Sonderaufsicht über die Geschäftstätigkeit der Bank und der Durchsetzung der Transparenz ihrer Geschäftstätigkeit, durch die Zusammensetzung der Deckungsmasse und die Weise, wie ihr Wert bewahrt wird, die besonders privilegierte Position des Pfandbriefanlegers im Fall einer Bankinsolvenz beziehungsweise die Möglichkeit, trotz Bankinsolvenz weiterhin eine ordentliche und regelmäßige Auszahlung von Verpflichtungen aus dem Pfandbrief zu gewähren.

Schlüsselwörter: Pfandbrief, covered bonds, Refinanzierung hypothekarischer Kredite, Wertpapiere, Insolvenz, Deckung, Gläubigerschutz

* Dr. Tatjana Josipović, Professorin an der Juristischen Fakultät in Zagreb, Trg maršala Tita 14, Zagreb