

UDK 336.763:347.72.033/.034

PRETHODNO SAOPŠTENJE

DOI: 10.7251/FIN15020070

Silvije Orsag*

Dejan Mikerević**

Finansijske inovacije za pretvaranje tradicionalnih finansijskih proizvoda u hartije od vrijednosti

Financial innovations to transform traditional financial products in securities

Rezime

Inovacije su osnovni pokretač razvoja globalizovane svjetske ekonomije, pa su tako i u finansijskom sektoru neizbježne da bi se omogućila kontinuirana kreditna aktivnost u savremenim uslovima poslovanja. Postoje različiti načini kojima se stvaraju novi finansijski proizvodi i njihova ključna osobina je da se poveća obim raspoloživih finansijskih sredstava svim finansijskim institucijama za nove zajmove i obezbijedi atraktivna ponuda hartija od vrijednosti potencijalnim investitorima. Značajni elementi uspješnosti finansijskih inovacija su i usklađivanje gotovinskih tokova novih finansijskih instrumenata i potencijalnih investitora, prilagođavanje zakonskih, regulatornih i poreskih propisa sa ciljem stimulisanja finansijskih inovacija, kao i pretvaranje nelikvidne imovine finansijskih institucija u privlačne i utržive hartije od vrijednosti kako za privatne tako i institucionalne investitore. Bitan napredak u finansijskim inovacijama je mogućnost da se štednja građana kod banaka putem depozitnih sertifikata kupuje i prodaje na svjetskim berzama, čime je bankama omogućena dodatna likvidnost za nove pozajmice, a da istovremeno nije ugrožena sigurnost štednje običnih građana. Sekjuritizacija je izum koji je drastično promijenio način finansiranja u svjetskim okvirima i pruža ogromne mogućnosti ukoliko se zakonski i regulatorni okvir zemalja adekvatno pripremi na njenu primjenu. Finansijska kriza za čije nastajanje je umnogome optužena sekjuritizacija bila bi spriječena da su zakonodavstva zemalja imala kapacitet da odgovore izazovima modernih finansijskih koncepata. Brojne su i inovacije u drugim oblastima, kao što su, na primjer, hartija od vrijednosti iz „mačje porodice“, a koji imaju težnju da olakšaju finansiranje državnih budžeta kroz prilagođene obveznice. Zemlje iz regiona koje su u procesu tranzicije imaju široku lepezu inovativnih finansijskih proizvoda da ih primijene sa ciljem olakšavanja finansiranja i obezbjeđenja novih jeftinijih izvora finansiranja kako za javni tako i za privatni sektor. Od njihove primjene zavisi i brzina oporavka njihovih ekonomija, ali i budući privredni razvoj u skladu sa međunarodnim trendovima.

Ključne riječi: hartije od vrijednosti, finansijske inovacije, sekjuritizacija

Abstract

Innovation is the basis of development of the globalized world economy, including the financial sector are inevitable in order to provide continuous lending activity in the modern business environment. There are different ways that create new financial products and their key feature is to increase the volume of financial resources available to all financial institutions for new loans and provide an attractive offer of securities to potential investors. Significant elements of the performance of financial innovation is the alignment of cash flows of new financial instruments and potential investors, the adjustment of legal, regulatory and tax regulations with the aim of stimulating financial innovations as well as the conversion of illiquid assets of financial institutions in the attractive and marketable securities for both private and institutional investors. Substantial progress in financial innovation is the ability to deposit at banks through deposit certificates bought and sold on the world markets which banks provided additional liquidity for new loans, and at the same time not jeopardizing the safety of savings of ordinary citizens. Securitisation is an invention that has drastically changed the way funding at the world level and provides tremendous opportunities if the legal and regulatory framework of countries adequately prepare its application. The financial crisis whose formation was largely accused securitization would have been prevented if the legislation countries have the capacity to meet the challenges of modern financial concepts. There are many innovations in other areas, such as for example, the securities of "cat family" and having the desire to facilitate the financing of the state budget through the adjusted bonds. Countries in the region that are in transition have a wide array of innovative financial products to applications with a view to facilitating the financing and provides new cheaper sources of financing for both the public and private sectors. Since their application depends on the speed of recovery of their economies, but also the future economic development in line with international trends.

Keywords: securities, financial innovation, securitisation

* Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, e-mail: sorsag@efzg.hr

** Docent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci.

UVOD

Osnovni finansijski instrumenti jesu ugovori, a mogu biti bilateralnog tipa ili pak multilateralni. Bilateralni ugovori sklapaju se između dva lica. Najčešće je riječ o ugovorima o formiranju dugova između povjerioca i dužnika, bez obzira na to nazivaju li se ti dugovi kreditima, depozitima ili čak štednjom. Pri tome, zbog specifičnosti finansijskih odnosa, većina svjetskih zakonodavstava traži da se takvi ugovori sklapaju u pisanoj formi. Svojevrni ugovor moguće je posmatrati i kada je umjesto kreditnog finansijskog odnosa u finansijskom instrumentu sadržan glavnički odnos, dakle, odnos koji se zasniva na vlasništvu preduzeća.

Multilateralni ugovori vezani uz finansijska potraživanja jesu ugovori adhezivne prirode, gdje jedna strana postavlja ugovorne odnose, a na drugoj strani te odnose prihvataju svi oni koji potpišu dokument o tim odnosima. Takav ugovor vezan je uz emisiju hartija od vrijednosti, gdje se upisom emisije prihvataju opšti uslovi tog multilateralnog ugovora. Finansijski odnosi u takvim ugovorima ne mogu se oblikovati pojedinačno prema konkretnom odnosu između dva lica, već moraju biti standardni, univerzalnog tipa, prihvatljivi velikom broju potencijalnih investitora, kada je riječ o javnoj emisiji hartija od vrijednosti. Na taj način, hartije od vrijednosti postaju „roba široke potrošnje“ pogodna za prenošenje na treće lice, čime se kvalifikuju za postizanje likvidnosti na sekundarnom tržištu. Postizanjem likvidnosti hartije od vrijednosti smanjuju rizičnost potraživanja koja sadrže prema bilateralnim ugovorima pa postaju atraktivne investicije. Stoga i ne čudi nastojanje moderne finansijske industrije da većinu finansijskih odnosa pretvori u utržive papire. Sama sekjuritizacija može se ujedno smatrati i svojevrsnim instrumentom pretvaranja tradicionalnih bankarskih proizvoda u netradicionalne, odnosno u tržišne.

Vjerovatno je sekjuritizacija najpoznatiji oblik pretvaranja neutrživih potraživanja u hartije od vrijednosti s razvijenim sekundarnim tržištem. Veliki dio sekjuritizovanih potraživanja vezan je uz finansijsku industriju. Zbog toga su i najpoznatiji instrumenti podržani finansijskom imovinom nastali sekjuritizacijom neutrživih potraživanja banaka hipoteke. Hipoteke nisu jedine hartije od vrijednosti nastale sekjuritizacijom potraživanja finansijskih institucija, ali svoju prepoznatljivost zahvaljuju širokom rasprostranjenosti sekjuritizacije hipotekarnih kredita i, nažalost, slomom hipotekarnog tržišta koji je nastao prekomjernom sekjuritizacijom hipotekarnih kredita odobrenih na pogrešnim pretpostavkama vječnog rasta cijena nekretnina i tezama o eliminaciji, a ne izolaciji rizika u tim postupcima.

Smanjivanje rizika aktive finansijskih institucija može se provesti sekjuritizacijom preko, specijalno za te svrhe osnovanih, pravnih lica za posebne namjene. Uspjeh takvih postupaka, između ostalog, zavisi i od njihovog tretmana od strane regulatornih i supervizijskih tijela. Zbog toga se koristila tzv. sintetička sekjuritizacija, gdje se kvalitet potraživanja finansijske industrije mijenja kupovanjem različitih dužničkih izvedenica vezanih za oblike imovine za koje se provodi transformacija kvaliteta. Banke i druge finansijske institucije mogu koristiti i drugačije strukturiranje svojih potraživanja kako bi klasične bankarske proizvode pretvorile u svojevrsne hartije od vrijednosti. To je moguće postići i na standardnom klasičnom proizvodu banaka, štedionica i drugih depozitarnih finansijskih institucija – štednji.

Izvedenice derivirane iz finansijskih potraživanja mogu se koristiti i kao instrumenti transformacije amortizacije i drugih uslova postojećih potraživanja. Tipični takvi postupci vezani su uz kreiranje tzv. „mačje porodice“, kojima su se standardne državne obveznice razbijale na serije obveznica bez kupona. Mnogi postupci kreiranja

obveznica vezani su i uz privatizacije i tranzicione procese, gdje je i relativno nerazvijena finansijska industrija pokazala veliku kreativnost.

1. ŠTEDNJA

Nesporno je štednja važan faktor cjelokupnog finansijskog sistema. Ona omogućava pojedincima stimulatívno odgađanje potrošnje jer obećava uvećanje potrošnje u budućnosti. Da bi stvarno bila riječ o štednji, važno je da je ona raspoloživa svima po istoj cijeni, cijeni vremena, odnosno odgađanja potrošnje. Istovremeno, štednja bi trebalo da bude bez rizika, kako bi se jasno razlikovala od investicija, prvenstveno, u finansijsku imovinu. U teoriji je lako stvoriti okruženje u kojem će štednja biti bez rizika, kako u situaciji kada se šteti, tako i u situaciji kada pojedinac ulazi u suprotnu poziciju prema štednji, uzima kredit. Kako mogućnosti štednje pružaju različite finansijske institucije, one kroz uzajamnost i međusobnu solidarnost mogu stvarati fondove kojima će garantovati, osiguravati isplate po štednim ulozima i tako približiti štednju situaciji bez rizika. Zbog važnosti štednje za cijelu privredu, uobičajeno i države garantuju različite oblike štednih uloga.

Naravno da je moguće raspravljati o tome šta je to štednja u smislu da bi trebalo da bude bez rizika. Naime, štednja bi za sve pojedince trebalo da bude dostupna na isti način tako da pojedinci ne mogu svojim imovinskim statusom postizati povoljnije uslove, kao ni da pojedine banke ne mogu kroz duže vrijeme nuditi ekstra uslove. Prvi problem uobičajeno se rješava limitiranjem iznosa do kojeg se štedni ulozima smatraju štednjom, a ne investicijom, pa ih treba osiguravati ili za njih treba garantovati država. U tom je smislu moguće raspravljati je li to iznos od sto hiljada maraka ili manje, odnosno je li to iznos od dvjesto hiljada maraka ili neki veći. Drugi problem je malo složeniji jer uključuje dodatno pitanje koja je to pravična tržišna kamatna stopa koja određuje cijenu odgađanja potrošnje. Ovaj je problem moguće riješiti na način da država ne garantuje cjelokupni iznos štednih uloga već samo određeni značajan dio (npr. devedeset ili devedeset i pet posto uloga), dok ostatak predstavlja rizik štetiše vezan uz njegov odabir banke ili neke druge depozitarne institucije kod koje može otvoriti štedni račun. Ideja polazi od pretpostavke da veće i sigurnije finansijske institucije neće nastojati povećavati svoj tržišni udio nudeći kroz duže vrijeme ekstra kamate na štednju kao što bi to mogle raditi manje i rizičnije institucije.

Nasuprot štednji, logično je da u uslovima stvarnog svijeta pojedinci ne mogu emitovati nerizične dugove jer nisu dužnici bez rizika. Za njihove dugove svakako neće garantovati država kao što to radi za dugove banaka, štedionica i drugih depozitarnih finansijskih institucija kada su oni povezani sa štednjom građana. Kako dugovi pojedinaca u stvarnom svijetu nikako ne mogu biti bez rizika, pojedinci prilikom zaduživanja, odnosno uzimanja kredita moraju platiti višu kamatnu stopu od one nerizične – riziku prilagođena stopa. Razlika tih kamatnih stopa uobičajeno se naziva kamatnim rasponom.

Uobičajeno usluge štednje pružaju štedionice i banke, te druge specijalizovane finansijske institucije. U uslovima univerzalnog bankarstva najčešće su to banke. Pri tome, banke najčešće omogućavaju štednju stanovništva preko **štednih depozita**, odnosno **štednih uloga ili štednih računa**. Ti su štedni ulozii individualizovani prema svakom štediši i uobičajeno predstavljaju ograničene depozite kad su u pitanju mogućnosti podizanja novca zbog nužnog oročavanja položenih iznosa. Na taj je način štednja nelikvidni finansijski instrument, iako se, zbog sistema osiguranja

depozita i garancije države, može smatrati nerizičnim instrumentom. Štednja je, dakle, nelikvidna, pa time i inferiorna prema državnim hartijama od vrijednosti kao drugim, likvidnim oblikom ulaganja bez rizika. Međutim, **državne hartije od vrijednosti** prvenstveno se usmjeravaju na institucije, odnosno oni nisu namijenjeni štednji pojedinaca, tako da pojedincima često ostaje kao nerizično ulaganje jedino štednja kod banaka i drugih finansijskih institucija.

Novčani fondovi su od svog osnivanja sedamdesetih godina prošlog vijeka uporno pokazivali stabilnost svojih udjela (Lamza 2001). Zbog toga se često **udjeli u novčanim fondovima** izjednačavaju s nerizičnim ulaganjima (Bodie et al. 2008). U tom smislu bi se mogli posmatrati i kao surogat štednje. Njihova je prednost prema standardnim oročenim štednim računima u likvidnosti koju osigurava sam novčani fond, a koja je podržana činjenicom da, u pravilu, novčani fondovi ne zaračunavaju ulazne i izlazne naknade (Lamza 2001). Mogući problem sa novčanim fondovima je u tome što oni nisu, stricto sensu, štednja, već investicije, tako da iza njih ne mora stajati državna garancija. Zbog sigurnosti koju uporno pokazuju novčani fondovi oni ipak predstavljaju konkurentni oblik ulaganje prema štednji. Ova je konkurentna sposobnost udjela u novčanim fondovima u tranzicionim zemljama ipak smanjena usljed činjenice da većinu novčanih fondova kontrolišu poslovne banke.

Ne moraju samo finansijske institucije biti „dobavljači“ štednje stanovništvu. Štednju, kao specifičan oblik sigurnih dugova može emitovati i država, kao što to čini, npr., američka vlada kroz emisiju specifičnih hartija od vrijednosti koje se nazivaju **štedne obveznice**. Riječ je o dužničkim hartijama od vrijednosti koje izdaje američko Ministarstvo finansija, zbog čega se i smatraju jednim od najsigurnijih finansijskih instrumenata. Instrumenti se usmjeravaju na stanovništvo, zbog čega se i emituju uz manje, nestandardne nominalne vrijednosti za američke obveznice, tako da se mogu pronaći štedne obveznice s nominalnim vrijednostima već od 50 i 100 dolara (Keown 2007).

Štedne obveznice objedinjavaju emitenta i jemca štednje. Samim strukturiranjem emisije štednih obveznica mogu se potencirati funkcije štednje stimulacijom dužine držanja takvih instrumenata, bez značajnijeg narušavanja njihove likvidnosti. Štedne obveznice stvaraju konkurenciju unutar finansijskog sektora, što je posebno zanimljivo za tzv. bankocentrične finansijske sisteme u kojima nebankarski dio finansijske industrije teško može konkurirati bankarskom. Postavljanjem štednih obveznica za standard garancije štednje stvara se mogućnost sofisticiranije regulative garancije za štednju i direktnog uticaja na kamatne stope. Na primjer, mogu se garantovati samo kamate koje bitno ne prelaze tržišne kamatne stope štednih obveznica. Regulatorni uticaj ovih obveznica moguće je ostvariti i kroz različite poreske subvencije koje bi imali njihovi držaoci. Iako bi trebalo očekivati autonomno stvaranje tržišta za ove oblike finansijskih sredstava, kao određeni problem nastajanja tržišta može se javiti slaba razvijenost poslova investicijskog bankarstva u bankocentričnim finansijskim sistemima i mogući određeni otpor univerzalnih banaka prema takvim instrumentima usljed njihove direktne konkurencije na tržištu štednje.

Banke i ostatak finansijske industrije koji pruža usluge štednje mogu, takođe, povećati stepen likvidnosti štednih računa koje osiguravaju pojedincima njihovom standardizacijom koja osigurava lakšu prenosivost štednih uloga na treće lice. Osnovicu za to već imaju u certifikatima, odnosno potvrdama o depozitu koji depozite od izrazito individualizovanih proizvoda približavaju „robi široke potrošnje“. Kako bi se istaknuo štedni karakter takvih instrumenata, moglo bi se pak govoriti o certifikatima, odnosno potvrdama o štednji ili, jednostavnije, **štednim zapisima**. Ti bi štedni zapisi trebalo da se izdavaju sa standardnim nominalnim vrijednostima i standardnim

rokovima dospjeća te standardnim sistemima amortizacije. Banke i druge depozitarne finansijske institucije vjerovatno ne bi mogle stvoriti tako likvidno tržište za svoje štedne zapise koje bi trebalo očekivati za štedne obveznice, ali bi svakako standardizacijom štednih uloga mogle povećati svoju ponudu štednje sa zanimljivim instrumentima za određenu skupinu štediša.

2. SEKJURITIZACIJA

Sekjuritizacija svakako predstavlja proces u kojem se tradicionalni finansijski proizvodi nastali bilateralnim kreditiranjem pretvaraju u utržive hartije od vrijednosti. Proces sekjuritizacije u savremenim je uslovima bio izuzetno popularan. Nažalost, pretjerivanja, zamjena teza i nelogično postupanje kod odobravanja originalnih bilateralnih finansijskih proizvoda doveli su sekjuritizaciju na prvo mjesto odgovornosti za slom svjetskih finansija koji je bio i svojevrsni okidač nemogućnosti održavanja rastuće ekonomije na narušenim strukturnim odnosima u realnoj svjetskoj ekonomiji.

U osnovi je procesa sekjuritizacije emitovanje dužničkih hartija od vrijednosti na osnovu nekih potraživanja. Američka komisija za hartije od vrijednosti i tržišta (Securities and Exchange Commission) sekjuritizaciju potraživanja i instrumente koji nastaju iz tog procesa definiše kao hartije od vrijednosti koje su prvenstveno emitovane na osnovu grupe potraživanja ili neke druge vrste finansijske imovine koja se tokom određenog vremena pretvara u novac te uključuje i druga prava, odnosno imovinu koja osigurava pravovremenu isplatu držaocima (imaocima) takvih hartija od vrijednosti. Riječ je, dakle, o procesu emisije hartija od vrijednosti osnovom drugih neutrživih potraživanja.

2.1. Prava sekjuritizacija

Pod terminom „sekjuritizacija“ mogla bi se podrazumijevati bilo koja emisija hartija od vrijednosti. Međutim, termin „sekjuritizacija“ prvenstveno se ne odnosi ne primarnu emisiju osnovnih investicijskih hartija od vrijednosti, akcija i obveznica. Zbog toga je za njezino preciznije definisanje nužno odrediti ključne faktore koji sekjuritizaciju odvajaju od „klasičnih“ postupaka emisije hartija od vrijednosti. To su:

- portfolio imovine zajedničkih obilježja koju ima inicijator sekjuritizacije,
- homogenizacija tog portfolija,
- pravno lice za posebne namjene putem kojeg se provodi sekjuritizacija i
- emisija izvedenih strukturiranih zapisa, koju obavlja aranžer emisije.

Pri tome se investitorima uz sekjuritizacijom izvedene strukturirane zapise mogu ponuditi i neka druga prava.

Portfolio imovine zajedničkih obilježja odnosi se na određena potraživanja koja ima sponzor, odnosno **inicijator sekjuritizacije** tako da se nalaze u bilansu sponzora sekjuritizacije zajedno s drugim potraživanjima. Karakteristika je tih potraživanja da imaju bolji kreditni status od ukupne imovine u bilansu sponzora sekjuritizacije, tako da su pogodna za reemitovanje izvedenih dužničkih hartija od vrijednosti. Najčešće je to grupa potraživanja osnovana na jednakim ili sličnim izvorima, kao što su potraživanja po hipotekarnim kreditima, potraživanja po kreditima za kupovinu automobila, kamiona i plovila, različiti lizing aranžmani, kao i različita druga homogena potraživanja.

Homogenizacijom portfolija imovine definišu se pripadajući novčani tokovi raspoloživi za izvedene dužničke instrumente i utvrđuje međuzavisnost prema ekonomskim kretanjima. Time se omogućava izdvajanje portfolija potraživanja visokog kvaliteta izvan bilansa sponzora, odnosno inicijatora sekjuritizacije, pa je homogenizovani portfolio manje rizičan od rizika sponzora definisanog rizičnošću njegove imovine, odnosno rizičnošću njegovih ukupnih potraživanja. Homogenizovani portfolio imovine tako postaje sposobniji za zaduživanje od ukupne imovine sponzora emisije.

Definitivna izolacija homogenizovanog portfolija odvija se putem njegovog otkupa koji obavlja samo za to osnovano pravno lice koje se uobičajeno označava kao **SPV – Special Purpose Vehicle** – „vozila za specijalne namjene“, odnosno **pravno lice ili društvo za specijalne namjene**. SPV je legalni entitet, u vlasništvu sponzora sekjuritizacije, odnosno pod kontrolom sponzora sekjuritizacije. Njegova je jedina imovina homogenizovani portfolio potraživanja. Kako je riječ o kvalitetnijoj, odnosno sigurnijoj imovini od ukupne aktive sponzora, društvo za posebne namjene – SPV – je sposobno na osnovu te imovine emitovati izvedene dužničke hartije od vrijednosti uz niže tržišne kamatne stope od samog sponzora sekjuritizacije koji bi mogao emitovati, na primjer, obveznice po tržišnoj kamatnoj stopi koja odgovara većem riziku njegove ukupne aktive.

Emisija novih izvedenih hartija od vrijednosti odvija se putem, za to osnovanog, pravnog lica za posebne namjene. Te se hartije od vrijednosti najčešće nazivaju **ABS – Asset Backed Securities hartije od vrijednosti podržane imovinom**, odnosno **strukturirani zapisi**. Strukturirani zapisi zasnivaju se na novčanim tokovima inicijalnog portfolija imovine. Zbog toga i novčani tokovi tako emitovanih instrumenata slijede novčane tokove inicijalnog portfolija. Drugim riječima, oni se strukturiraju na način da se obećani novčani odlivi njihovim držaocima pokrivaju očekivanim novčanim prilivima od homogenizovanog portfolija imovine.

Ostala pripadajuća prava, koja je moguće ponuditi investitorima u novoemitovane izvedene dužničke hartije od vrijednosti, mogu biti dodatna osiguranja u slučaju da novčani tok inicijalne imovine nije dovoljan za servisiranje sekjuritizovanih obaveza. Naime, kako se sekjuritiziraju, u pravilu, potraživanja, izostanak naplate tih potraživanja ugrožava sposobnost pravnog lica za posebne namjene da servira obaveze po sekjuritizovanim hartijama od vrijednosti, tako da dodatno osiguranje povećava atraktivnost emisije. Za povećanje atraktivnosti emisije mogu se koristiti i drugi zaslađivači.

Dvije su osnovne prednosti sekjuritizacije. To su:

- intenziviranje korištenja finansijske poluge i
- izolacija rizika.

Izolaciji rizika i sposobnosti pravnog lica za posebne namjene za emisiju dužničkih finansijskih instrumenta po nižim kamatnim stopama od onih koje bi mogao ostvariti sam sponzor – inicijator sekjuritizacije bilo je posvećeno već dosta prostora. Upravo zbog toga mnogi tako izvedeni strukturirani zapisi imali su odlične kreditne rejtinge, iako je nesporno da su neki dobijali besprijekorne kreditne rejtinge iako to nije opravdavala imovina iz koje su bili izvedeni sekjuritizacijom. Sigurnost je dodatno potencirana i činjenicom da se usklađuju novčani tokovi originalne imovine i izvedenih hartija od vrijednosti kako bi se njihovim susretanjem po iznosima i dospeljima smanjio rizik servisiranja obaveza izvedenih hartija od vrijednosti.

Posebna je prednost sekjuritizacije što intenzivira mogućnost korištenja (finansijske) poluge. Naime, sekjuritizacija predstavlja proces novog zaduživanja, na osnovu potraživanja koja su najčešće rezultat kreditne aktivnosti određenih finansijskih institucija i drugih

subjekata. Na taj način, finansijske institucije, kao i drugi nefinansijski sponzori sekjuritizacije intenziviraju svoju kreditnu aktivnost korištenjem novca pribavljenog od emisije strukturiranih zapisa, a mogućnost zarađivanja zasniva se na mnogo nižoj kamatnoj stopi, koju je postigla emisija preko društva za posebne namjene, od kamatne stope koju bi ostvario sam sponzor direktnim zaduživanjem.

Nije jedino postizanje povoljnijih kamatnih stopa učinak proširenja poluge u sekjuritizaciji. Za finansijske institucije ovaj učinak može smanjiti teret supervizijskih ograničenja. Za sve inicijatore sekjuritizacijom se može povećati upotreba poluge čak i iznad standardnih ograničenja zaduživanja jer se imovina koja je nelikvidna i koja se može teško prodati po iple prihvatljivoj cijeni pretvara u imovinu koja se može prodati društvu za posebne namjene koje je može zadovoljavajuće profitabilno iskoristiti. Sponzor emisije na taj način dolazi do dodatne imovine koju može i profitabilnije iskoristiti tako da sekjuritizacija povećava broj finansijskih izbora sponzoru, slično kao što i „prodaja uz povratni lizing“ predstavlja alternativu bankarskim kreditima.

2.2. Hipoteke

Sekjuritizacija hipotekarnih kredita

Tako, na primjer, hipoteke, sekjuritizacijom izvedene hartije od vrijednosti imaju mjesečnu amortizaciju identičnu onoj kako se otplaćuju hipotekarni krediti iz kojih su izvedeni. Na taj način hipoteke predstavljaju svojevrsne anuitetske obveznice s mjesečnom amortizacijom.

2.3. Sintetička sekjuritizacija

Često se ističe kako sekjuritizacija omogućava transfer rizika na treće lice (vidjeti PricewaterhouseCoopers 2006). To je samo djelimično tačno i uglavnom ne vrijedi za standardne oblike sekjuritizacije kod koje se prodajom imovine sposobne za zaduživanje na društvo za posebne namjene ona izoluje od rizika koji ima ukupna imovina sponzora sekjuritizacije. Međutim, pojedini oblici sekjuritizacije mogu uključiti i kupovinu drugih osiguranja. Zbog takve mogućnosti se počelo govoriti i o posebnom obliku sekjuritizacije, o sintetičkoj sekjuritizaciji.

Sintetička sekjuritizacija predstavlja proces u kojem se ne prodaje homogenizovani portfolio imovine društvu za posebne namjene već sponzor emisije kupuje određene kreditne izvedenice za zaštitu svoje imovine. Riječ je, dakle, o transakcijama koje ne osiguravaju sponzoru dodatno finansiranje. One su usmjerene na transfer kreditnog rizika, najčešće, kako bi se smanjili regulatorni zahtjevi za kapitalizovanost. Tipična transakcija u sintetičkoj sekjuritizaciji provodi se tako da sponzor, odnosno inicijator kupuje zaštitu za svoja potraživanja kroz portfolio CDS-ova (Credit Default Swap). Riječ je o zamjenama koje omogućavaju kupcima da u slučaju neispunjenja obaveza po kreditima prime odgovarajuće novčane tokove. Formiranim portfolioom CDS-ova kupljena je zaštita na kreditna potraživanja sponzora čime je bitno popravljena rizičnost njegove aktive, a time je ostvaren i bolji regulatorni položaj sponzora. Sintetička sekjuritizacija koja se provodi kupovinom portfolija CDS-ova još se naziva sintetičkim CDO-om (collateralized debt obligation). Upravo kolateralizovana dužnička obligacija predstavlja portfolio zamjena u slučaju neispunjenja kreditnih obaveza.

3. TRANSFORMACIJA SISTEMA AMORTIZACIJE

Upravljanje rizicima i korištenje dužničkih hartija od vrijednosti kao privremene investicije za izdašnije čuvanje novca za unaprijed

određene potrebe (za servisiranje dužničkih obaveza ili za plaćanje planiranih investicionih troškova) doveli su do potrebe modifikacije, odnosno transformacije novčanih tokova klasičnih finansijskih instrumenata. Tipična takva transformacija jeste pretvaranje kuponskih obveznica u seriju obveznica bez kupona, odnosno transformacija vremenski disperzivanih novčanih tokova od kuponskih kamata i isplate nominalne vrijednosti u vremenski koncentrisane nenovčane tokove. Ove su se transformacije provodile kreiranjem tzv. „mačje porodice“ dužničkih instrumenata i postupcima „guljenja“ javnog duga. Transformacija sistema amortizacije može se provesti i zbog drugih razloga. U tom će se smislu ovdje prikazati jedna takva transformacija provedena u Republici Hrvatskoj kojom su se nastojali pretvoriti neutrživi dužnički instrumenti u prava utržive investicijske hartije od vrijednosti.

3.1. „Mačja porodica“

Razvoj upravljanja rizicima, kao i razlike između oporezivanja kamata i kapitalnih dobitaka osigurali su popularnost dužničkih instrumenata s koncentrisanim novčanim tokovima u određenoj vremenskoj tački. Tipični takvi instrumenti jesu obveznice bez kupona. Riječ je o nekamatonskim obveznicama s jednokratnom amortizacijom (Orsag 2012). Drugim riječima, novčani tokovi koje ova obveznica donosi koncentrisani su u samo jednoj vremenskoj tački, u njezinom dospelju. Tako vremenski koncentrisani novčani tokovi mogu se lako vremenski susretati s obavezama koje ima finansijska institucija ili pojedinačni investitor. Susretanjem novčanih tokova po potraživanjima i po obavezama smanjuje se ili potpuno izbjegava kamatni rizik, odnosno rizik promjene kamatnih stopa. Kako je to nekamatonska obveznica, kupuje se uz duboki diskont na njenu nominalnu vrijednost tako da ne podliježe oporezivanju kamata već porezu na kapitalne dobitke.

Za upravljanje rizicima susretanjem novčanih tokova, kao i za korištenje dužničkih instrumenata kao privremenih investicija izrazito su zanimljivi instrumenti s vremenski koncentrisanim novčanim tokovima vrlo malog, odnosno zanemarljivog rizika. Problem je što države, u pravilu, ne emituju dugoročne dugove s vremenski koncentrisanim novčanim tokovima, odnosno ne emituju obveznice bez kupona, već samo kuponske obveznice. Korištenje državnih kuponskih obveznica za kreiranje novčanih tokova za susretanje s dugovima finansijskih institucija, odnosno za kreiranje novčanih tokova privremenih investicija kojima bi se servisirali unaprijed poznati finansijski izdaci ne znači i sigurne novčane tokove jer je nužno prodavati državne obveznice o dospelju finansijskih potreba. Zbog toga se i javila potreba transformacije sistema amortizacije državnih obveznica.

U avgustu 1982. godine, investicijske banke, odnosno kuće Merrill Lynch i Salomon Brothers kreirale su sintetičke potvrde bez kupona na trezorske hartije od vrijednosti (Fabozzi 1998). Na taj su način pretvorile državne kuponske obveznice u seriju, odnosno portfolio obveznica bez kupona. Nazivi tako kreiranih potvrda kreirali su se na način da njihovi akronimi asociraju na nazive mačaka. Tako je Merrill Lynch svoje potvrde označila kao Treasury Income Growth Receipts – TIGRs, a Solomon Brothers Certificates of Accrual on Treasury Securities – CATS. Ubrzo su ih slijedile i druge investicijske kuće koje su, najčešće, svoje potvrde nazivali tako da njihovi akronimi asociraju na velike mačke pa je nastala tzv. „mačja porodica“ (felines family) (Fabozzi 1998). Primjerice, uz spominjane tigrove i mačke, to su bili lavovi i kuguari: Lehman Investment Opportunity Note – LION, investicijske kuće Lehman Brothers i Certificate of Government Receipts – COUGARs, kuće A.G. Becker Paribas firm.

Obveznice bez kupona iz „mačje porodice“ sintetički su se kreirale na način da su navedene investicijske kuće kupovale trezorske kuponske hartije od vrijednosti i deponovale ih na bankarski kastodi

račun. Na osnovu kupljenih instrumenata izdavale su potvrde koje su predstavljale vlasništvo novčanih tokova od kuponskih kamata i nominalne vrijednosti o dospelju vezanih kuponskih hartija od vrijednosti. Postupak odvajanja svake pojedinačne isplate kuponskih kamata, kao i nominalne vrijednosti od same obveznice i prodaje hartija od vrijednosti podržanih tim isplatama naziva se „guljenjem“ kupona. Iako tako kreirane potvrde nije izdala država, oni su praktički bez rizika o dospelju jer su podržani novčanim tokovima nerizične imovine sadržanim u trezorskim obveznicama. Na primjer, kupljene 6%-tne trezorske obveznice s dospeljem za 10 godina ovim se postupkom transformišu u 20 potvrda od 60 (6% * 1.000) s polugodišnjim dospeljima i potvrdom na 1.000 s desetgodišnjim dospeljem. Na taj je način kuponska trezorska obveznica „guljenjem“ pretvorena u viša obveznica bez kupona koje dospjevaju u seriji i imaju obilježje trezorskih hartija od vrijednosti.

Potvrde iz „mačje porodice“ imale su sva obilježja državnih hartija od vrijednosti. Iako ih nije emitovala sama država, one su imale i drugo važno obilježje koje se tiče sigurnosti njihovih novčanih tokova o dospelju. Naime, potvrde su se emitovale kao neopozive hartije od vrijednosti (Fabozzi 1998), tako da su njihovi držaoci mogli računati na priliv novca o dospelju sa sigurnošću. Tako kreirane hartije od vrijednosti bile su izrazito pogodne za upravljanje kamatnim rizikom i za namjene privremenih investicija jer su imale praktično sigurne novčane tokove o dospelju koje su garantovale isplate kuponskih kamata i nominalnih vrijednosti o dospelju kuponskih trezorskih obveznica. Zbog sigurnosti svojih novčanih tokova, potvrde iz „mačje porodice“ imale su vrlo razvijeno sekundarno trgovanje, tako da se nisu morale nužno držati do dospelja.

3.2. „Guljenje“

Kako bi se proširilo tržište i poboljšala likvidnost potvrda na trezorske hartije od vrijednosti, grupa primarnih dilera javnog duga (finansijske institucije koje država poziva za potpisivanje i otkup javnog duga – vidi Orsag 2012) dogovorili su se da će emitovati generičke potvrde koje se nazivaju trezorske potvrde – Treasury Receipts – TRs (Fabozzi 1998). Za razliku od potvrda iz „mačje porodice“, koje su predstavljale trgovačku marku emitujućih kuća i izvodile se iz formirane imovine na kastodi računu, trezorske potvrde predstavljaju udjele u vlasništvu trezorskih hartija od vrijednosti. Osnovni problem potvrda iz „mačje porodice“ i trezorskih potvrda je što njihovo namirenje zahtijeva i fizičku isporuku, što je neprilično i neefikasno.

U februaru 1985. godine, američko Ministarstvo finansija koje izdaje hartije od vrijednosti koje predstavljaju američki javni dug objavilo je Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities – STRIPS (Fabozzi 1998), dakle, program trgovanja kamatama i glavnicom registrovanih hartija od vrijednosti. Ovim programom omogućeno je „guljenje“ trezorskih hartija od vrijednosti, dakle, njihovo razdvajanje na seriju obveznica bez kupona s obilježjima pojedinačnih kamatnih kupona i nominalne vrijednosti. Na taj način je omogućeno unapređenje trgovanja kuponskim kamatama i nominalnim vrijednostima trezorskih kuponskih hartija od vrijednosti. Više nije potreban nikakav dodatni program stvaranja „mačje porodice“, odnosno trezorskih potvrda čije namirenje iziskuje i fizičku isporuku jer je primarnim dilerima javnog duga omogućeno odvojeno trgovanje kuponskim kamatama i nominalnom vrijednošću.

Program trgovanja postale su sve nove emisije trezorskih kuponskih obveznica i trezorskih kuponskih zapisa s dospeljem deset godina i dužim, pogodne za „guljenje“. „Oguljene“ obveznice bez kupona predstavljaju direktne obligacije vlade Sjedinjenih Američkih Država. Njihovim nastankom nestala je potreba za kreiranjem potvrda iz „mačje porodice“, odnosno trezorskih potvrda. Žargonskim jezikom označavane jednostavno kao strips, „oguljene“ državne hartije od vrijednosti imaju razvijeno sekundarno tržište.

3.3. Virtuelno skidanje

U tranzicionim zemljama često su se neki stari dugovi ili pak neke stare nepravde rješavali njihovom transformacijom u državne dugove strukturirane u obveznicama. U takvim je transakcijama dolazilo do modifikacije sistema amortizacije dugova jer su se najčešće anuitetski dugovi transformisali u dugove po kuponskim obveznicama. Na ovom će se mjestu predstaviti primjer iz Republike Hrvatske gdje su se obveznice koristile za naknadu oduzete imovine u prethodnom režimu. Pri tome je trebalo Odluku Sabora o emisiji državnih obveznica za naknadu oduzete imovine pretvoriti kroz strukturiranje emisije na način da rezultat budu tržištu primjerenе hartije od vrijednosti.

Veliki dio imovine oduzete u prethodnom režimu nije se mogao vratiti prirodno. Zbog toga je umjesto vraćanja korištena naknada za oduzetu imovinu. Naknada se odvijala prema izglasanoj proceduri. Kako država nije imala novca za isplate utvrđenih iznosa naknade odlučeno je da se ona obavi naknadom u obveznicama. Pri tome je posebnim Zakonom određeno da će to biti državne obveznice koje će emitovati Fond za naknadu oduzete imovine. Zakonom je predviđeno da će se emitovati anuitetske obveznice u materijalnoj formi na donosioca s nominalnom vrijednošću utvrđenom prema konkretno utvrđenoj pojedinačnoj naknadi, a koje neće nositi kamate tako da će anuiteti sadržavati samo otplatne kvote duga. Tako utvrđene obveznice amortizovale bi se kroz dvadeset godina u jednakim polugodišnjim anuitetima. Kao svojevrsni zaslađivač emisije, ove su obveznice bile osigurane valutnom klauzulom u tadašnjim njemačkim markama (Orsag 2001).

Prema prikazanim obilježjima koje bi morale nositi obveznice za naknadu oduzete imovine potpuno je očigledno kako se direktnom primjenom zakonskih odredbi ne bi mogla strukturirati emisija pogodna za trgovanje. Štaviše, odredbe o materijalizaciji, zajedno s izdavanjem svake obveznice prema posebnoj nominalnoj vrijednosti, te odredba da obveznica glasi na donosioca izazivaju goleme troškove koje bi iziskivala emisija takvih obveznica. Prvenstveno je tu riječ o troškovima štampanja uz nužne zaštitne elemente koje mora sadržavati obveznica na donosioca. Pri tome bi se, praktično, morala štampati svaka pojedinačna obveznica posebno, što dodatno poskupljuje štampanje i pretvara obveznice za naknadu oduzete imovine iz investicijske robe široke potrošnje u individualizovane obligacije koje bi se jedino mogle prenositi zbog činjenice da glase na donosica i tako ne iziskuju nikakve posebne troškove. Međutim, kada bi se ove obveznice htjele uvrstiti na organizovano trgovanje, ili barem kao sredstvo zaloga na računima margine, iziskivale bi dodatne troškove dematerijalizacije.

U transformaciji amortizacije i ključnih obilježja ove obveznice jedan od autora učestvovao je lično kao savjetnik Fonda za naknadu oduzete imovine. Strukturiranje konačne emisije može se iščitati prema Informativnom prospektu, a sam nacrt strukture emisije objavljen je u članku Orsag 2001. U nacrtu strukturiranja emisije koji je bio sadržaj pozivnih konkursa za agenta emisije i za voditelja amortizacijskog fonda prethodno opisani problem individualiziranja i nužnosti da obveznice glase na donosioca riješen je na način da je izdana samo jedna tzv. globalna obveznica za cjelokupni iznos emisije koja je sadržavala ama baš sve elemente sadržane u odluci Sabora Republike Hrvatske. Obveznica je nazvana globalnom, ne zato što se globalno nudi, kao što je uobičajeno značenje izraza, već zbog toga što se izdaje na globalni iznos cjelokupne emisije državnih hartija od vrijednosti. Kako bi se izbjegli bilo kakvi značajniji troškovi, štampana obveznica je istovremeno s emisijom deponovana kod Centralne depozitarne agencije, danas Centralnog klirinškog društva i na taj način dematerijalizovana.

Da bi se izbjegli problemi trgovanja anuitetskim obveznicama, dematerijalizovana globalna obveznica podijeljena je na anuitetske obveznice koje su sadržavale četrdeset polugodišnjih anuiteta nominalne vrijednosti koja je odgovarala protivvrijednosti 10,00 tadašnjih njemačkih maraka. Zbog toga je svaki ovlaštenik naknade primio za svoj iznos odgovarajući broj obveznica sa četrdeset anuiteta, dok je razlika do punog iznosa naknade riješena isplatom u gotovini. Osnovica trgovanja bili su anuiteti, a ne pojedinačne obveznice. Na taj je način globalna obveznica suštinski pretvorena u anuitete koji su se uvrstili na Zagrebačku burzu i tadašnje Varaždinsko tržište. Drugim riječima, anuitetska obveznica pretvorena je u grupu obveznica bez kupona koje su bile predstavljene anuitetima obvezničkog udjela. Da bi se izbjegle bilo kakve političke i druge poteškoće servisiranja ove globalne obveznice, odnosno isplate anuiteta po dospijeću, predviđen je i amortizacijski fond.

ZAKLJUČAK

Tržište kapitala u tranzicionim zemljama regije još je uvijek u osnovi orijentisano na sekundarno trgovanje. Primarnih emisija je još uvijek premalo, posebno u uslovima kada se moglo govoriti o relativno zagrijanom tržištu. Slično vrijedi i za izlaženja u javnost koja su pretežno bila povezana s procesima dobrovoljnog ili legalno prisilnog uvođenja na organizovano tržište, dok je bitno nedostajala prva javna emisija akcija. Slično je povezano i s tržištem korporacijskih obveznica, za koje se može slobodno konstatovati da gotovo i ne postoji, čime je i mogućnost formiranja dugova bitno skućena.

Zbog potreba države za finansiranjem nešto se brže razvija primarno tržište državnih obveznica, a u širem smislu finansijskih tržišta i tržište trezorskih zapisa u tranzicionim zemljama regije. Međutim, tranzicione države nisu konzistentne pri emitovanju javnog duga između kratkoročnog i dugoročnog, kao niti u kontinuiranosti izdavanja trezorskih zapisa i izdavanja obveznica na domaćem tržištu. Intenzivnija emisija domaćih državnih hartija od vrijednosti često je povezana s potražnjom za takvim instrumentima koju generšu penzione reforme, dok se usmjeravanje javnog duga na stanovništvo korištenjem tzv. štednih obveznica uglavnom ne provodi, što dodatno ostavlja prostora i tako dominantnom bankarskom sistemu.

Finansijski sistemi u tranzicionim zemljama regije još su uvijek dominantno bankocentrični. Štaviše, tržište standardnih bankarskih proizvoda u tranzicionim zemljama još je daleko od zasićenog, ako se upoređuje s tržištima razvijenih evropskih zemalja (Orsag et al. 2011). Zbog toga niti ne začuđuje izostanak napora kod tih banaka za kreiranjem mobilnijih i, široj populaciji štediša, dostupnijih standardizovanih proizvoda u odnosu na klasične štedne i druge depozite. Iako se drugi poslovi vezani za specijalizovane finansijske institucije razvijaju mnogi od njih su pod kontrolom banka majki (Orsag 2011). Nastupom globalne finansijske krize kao okidačem globalne ekonomske krize koja se u različitim recesijskim i depresijskim oblicima najintenzivnije ispoljava u Evropi i tranzicionim zemljama u regiji, procesi razvoja nebankarskih oblika finansijske industrije i nebankovnih finansijskih instrumenata bitno su se usporili u takvim finansijskim sistemima.

Najpoznatiji način pretvaranja klasičnih bankovnih proizvoda, koji se zajednički mogu opisati sintagmom bilateralni plasmani, u utržive finansijske instrumente jeste sekjuritizacija preko pravnih lica za posebne namjene često označavana akronimom engleskog naziva – SPV. Nažalost, popularnosti ovoga procesa dao je doprinos i slom američkog hipotekarnog tržišta, iako sekjuritizacijom kreirane hipoteke ne treba vezivati uz odobravanje, mimo svake logike i

tradicije u bankarstvu, hipotekarnih kredita do pune vrijednosti nekretnina pod hipotekom. Kako je većina velikih banaka u tranzicionim zemljama u vlasništvu stranih banaka s razvijenih tržišta, na tranzicionim tržištima nije zaživio proces sekjuritizacije, što je dijelom doprinijelo uspješnosti bankovne supervizije (Zoričić et al. 2009).

Kreativnosti finansijske industrije na području stvaranja novih proizvoda prilagođenih potrebama određenih segmenata investitora zaista ne nedostaje. U tom smislu, dovoljno je ukazati na razvoj tržišta terminskih ugovora, opcija i drugih izvedenica. Međutim, kreativnost je moguće pronaći i na području standardnih finansijskih proizvoda, što je dostupnije za tržišta tranzicionih zemalja regije. Primjer takve kreativnosti svakako su „tigrovi“, „mačke“ i drugi instrumenti nastali razgolićenjem standardnih trezorskih kuponskih hartija od vrijednosti poznatih pod zajedničkim nazivom „mačja porodica“. Značajna je mogućnost kreiranja takvih inovativnih finansijskih instrumenata na tranzicionim tržištima u regiji, o čemu svjedoči i prikazani postupak strukturiranja obveznica za naknadu oduzete imovine.

IZVORI

1. Colin Aarnoson, „The equity environment“, u zborniku *Going Public*, The Essential Guide to Flotation, redakcija Jonatjan Eeuvid, Kogan Page Limited, London, 2003.
2. Ratko Bajakić i Marko Čižmek, „Sekuritizacija dugova“, u zborniku *Računovodstvo, revizija i finansije u suvremenim gospodarskim uvjetima*, Hrvatska zajednica računovođa i finansijskih djelatnika, Zagreb, 2001.
3. Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus, *Investments*, sedmo izdanje, McGraw Hill, 2008.
4. R. A. Brealey i S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, šesto izdanje, McGraw-Hill Book Company, New York, 2000.
5. Frank J. Fabozzi, *Fixed Income Securities*, John Wiley & Sons, 1998.
6. Ante Gašparović, „Zakonodavni okvir tržišta kapitala“, u zborniku *Priručnik za polaganje ispita za obavljanje poslova investicijskog savjetnika*, redakcija Silvije Orsag, HUFA – Hrvatska udruga finansijskih analitičara, Zagreb, 2002.
7. Informativni prospekt globalne obveznice Republike Hrvatske za naknadu imovine oduzete za vrijeme jugoslavenske komunističke vladavine, dostupno na <http://www.fnoi.hr/UserDocsImages/prospekt.pdf>.
8. Arthur J. Keown, *Personal Finance, Turning Money Into Wealth*, četvrto izdanje, Pearson, Prentice Hall, New Jersey, 2007.
9. Damir Lamza, „Novčani investicijski fondovi“, u Zborniku radova sa IV konferencije *Hrvatsko tržište novca*, Plitvice, 2001.
10. S. Orsag, „Bonds as Means of Compensation“, *Proceedings of The International Symposium on The Restitution of Expropriated Property in Transition Countries and in The Republic of Croatia*, The Plitvice Lakes, 2001.
11. Silvije Orsag, „Budućnost malih tranzicijskih emerzivnih tržišta“, *Acta Economica*, broj 14, Banja Luka, 2011.
12. Silvije Orsag, *Vrijednosni papiri*, Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2012.
13. Silvije Orsag, Lidija Dedi and Emil Mihalina, „Bank in Transition Countries as One of Most Attractive Investments“, *UTMS Journal of Economics*, Volume 2, number 1, Skopje, June 2011.
14. Price waterhouse Coopers, *Structuring securitization transactions in the Netherland*, PricewaterhouseCoopers, 2006.
15. Raghuram Rajan, „The bank is dead! Long live the bank“, u zborniku *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998.
16. J. Stiglitz i A. Weiss, „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information“, *American Economic Review*, 71–3, 1981.
17. Zakon o naknadi za imovinu oduzetu za vrijeme jugoslavenske komunističke vladavine, NN 92/96, 39/99, 42/99, 92/99, 43/00, 131/00, 27/01, 34/01, 65/01, 118/01, 80/02, 81/02.
18. Davor Zoričić, Silvije Orsag, „Standardi regulacije finansijskih tržišta“, u zborniku radova sa IV međunarodnog simpozija *Međunarodni standardi u sektoru financija i računovodstva vs. nacionalna praksa*, Fircon, Međugorje, 2009.