

СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА КРЕДИТА И УЗРОЦИ ХИПОТЕКАРНЕ КРИЗЕ

THE SECURITIZATION OF CREDITS AND CAUSES OF THE MORTGAGE CRISIS

Гордана Јухас¹

Привредна банка Београд, а.д., Београд, Србија

Сажетак: Рад анализира секјуритизацију, актуелан и контроверзан феномен савременог финансијског тржишта. У истраживању се полази од концепта класичне секјуритизације и указује се на предности коришћења ове супериорне финансијске технологије за сваког од учесника на хипотекарном тржишту. Рад је представио брзи раст и укупан обим емисија на бази секјуритизације, за коју се оцењује да представља највећу финансијску иновацију 20. века. Рад анализира и узроке хипотекарне кризе и даје прилог истраживању – да ли је примена секјуритизације „саучествовала“ у покретању хипотекарне кризе. Истраживање кризе на хипотекарном тржишту је делимично ограничено чињеницом да криза није у целости завршена (са становишта њених директних и индиректних последица), због чега ће, тек након одређене временске дистанце бити могуће њено целовито изучавање, укључујући и повезаност секјуритизације и хипотекарне кризе и укључујући објективно утврђивање предности секјуритизације, као и девијација које су настале у условима дерегулације на тржишту хартија од вредности.

Кључне речи: хипотекарна криза, хипотекарно тржиште, секјуритизација

Abstract: Survey analyses the securitization, current and controversial phenomenon of the contemporary financial market. Research commences from the concept of classical securitization and it emphasizes the benefits of using this superior financial technology for each participant of the mortgage market. The survey has presented the rapid growth and the total amount of the emissions based on securitization, which has been evaluated as the greatest financial innovation of the 20th century. The survey also analyses the causes of the mortgage crisis and it places the contribution to the research – did the use of securitization participate in causes of the crisis. The research of the mortgage market crisis is partly limited by the fact that the crisis hasn't been totally terminated yet (from the standpoint of the direct and indirect consequences of the crisis), therefore, only after a certain time delay, it will be possible to achieve its complete study, including the connection of the securitization and the mortgage market crisis, as well as the objective determination of benefits of the securitization, and its deviations which occurred in conditions of deregulation at the market of securities.

Keywords: mortgage market, mortgage market crisis, securitization

¹ gjuhas@pbb-banka.com

УВОД

Секјуритизација (претварања потраживања у утрживе хартије од вредности) се оцењује као највећа финансијска иновација 20-тог века. Секјуритизација пулова хипотекарних кредита, односно издавање хартија од вредности (прикупљање новчаних средстава) на бази пулова хипотекарних кредита, као обезбеђења, представља суштину функционисања развијеног хипотекарног тржишта и објашњење разлога његове експанзије у протеклим деценијама.

Модел секјуритизације су различити у САД и ЕУ.

За САД је карактеристична тзв. ванбилансна секјуритизација (банка продаје кредите, искњижава их из свог биланса и преноси их SPV-у, односно, правном лицу специјалне намене, које ће, на бази трансферисаних кредита као обезбеђења, а чији се рејтинг, по потреби, може и додатно побољшати банкарском гаранцијом, или сл. – издати хартије од вредности високог инвестиционог рејтинга и ниске камате, чиме издавалац долази до готово „најјефтинијих средстава“ на финансијском тржишту, која може поново да пласира банкама по нижој каматној стопи, уз могућност даљег пласмана ових средстава крајњим корисницима кредита, такође по нижим каматним стопама).

У Европи доминира тзв. билансна секјуритизација (кредити који представљају обезбеђење хипотекарних обвезница остају у билансу банке, која врши емисију хипотекарних обвезница и која, најчешће целокупном својом активом, гарантује за извршавање обавеза по издатим хипотекарним обвезницама, што ове обвезнице чини још сигурнијим за инвеститоре; Данска, на пример, 100% средстава за стамбене кредите обезбеђује издавањем хипотекарних обвезница).

У земљама у транзицији коегзистирају оба модела, уз одређену предност која се даје европском моделу. И у земљама у транзицији је развој хипотекарног тржишта значајан као тржишни механизам финансирања станоградње, који замењује претходно постојеће моделе финансирања из државних фондова.

Криза, која је 2007. године погодила хипотекарно тржиште, иницирана је специфичном девијацијом, односно, злоупотребом извршеном од стране банака у САД, која се састоји у продаји „лоших“ кредита (sub-prime кредита), ради њихове даље секјуритизације. Издавање хартија од вредности на бази sub-prime кредита (кредита одобрених лицима која нису испуњавала класичне услове кредитне способности и које су ова лица убрзо почела да престају да отплаћују) покренуло је домино ефекат. Дошло је до

престанка извршавања обавеза по хартијама од вредности, до пада њихове вредности и до пада цена заложених непокретности. Губитак поверења у финансијско тржиште, криза ликвидности, и рецесија, који су уследили, доносе могући изазов редефинисања контроле примене секјуритизације. Ствара се консензус о потреби јачања улоге регулаторних тела на тржиштима хартија од вредности, о потреби анализе стандарда извештавања, стандарда и процедура рада рејтинг агенција, и других елемената миљеа у коме се догодила девијација концепта секјуритизације.

Рад ће презентирати концепт америчког модела секјуритизације. Америчко хипотекарно тржиште, на коме се врши тзв. ванбилансна секјуритизација, највеће је хипотекарно тржиште на свету (представља преко 80% глобалног тржишта). Овај модел је историјски прво настао, најразвијенији је и зато ће, овом приликом, представљати предмет изучавања.

Циљ овог рада је да презентира концепт америчког модела тзв. ванбилансне секјуритизације, да узме у обзир узроке актуелне хипотекарне кризе, и да тако, анализом предности које пружа овај концепт, као и искустава стечених у кризи, допринесе утврђивању правца могуће примене овог концепта и у нашој земљи.

1. СЕКЈУРИТИЗАЦИЈА – ОПШТИ ТЕОРИЈСКИ ПРИСТУП

Секјуритизација је процес претварања потраживања (по основу кредита, кредитних картица, лизинга, и др.), као мање ликвидне финансијске активе, у хартије од вредности, којима се може трговати на финансијском тржишту. То је процес у коме се „постојећи или будући приливи, односно потраживања правног субјекта од трећих лица, идентификују, консолидују (и по правилу издвајају из активе биланса налогодавца ове трансакције), а потом секјуритизују у хартије од вредности, које ће бити понуђене инвеститорима“.²

Секјуритизација банкарских кредита је ужи појам. Представља „скуп операција којима се врши трансформација банкарских кредита у обвезнице емитоване на основу наведених одобрених кредита“.³

Термин „секјуритизација“ је први пут употребљен у часопису *Wall Street Journal* 1977. године (у колумни Ann Monroe “Heard on the Street”), када је Bank of America, преко Solomon Brothers-a, у процесу

² Матић, В., (2005) „Секјуритизација“, *Банкарство*, бр. 5-6/2005, Београд, стр. 73

³ Lowell, B. (1991). *Structure Securized Credit: A Superior Technology for Lending*, стр. 56.

секјуритизације хипотекарних кредита, емитовала хипотекарне хартије од вредности.⁴

Циљ секјуритизације је да се, на тржишту капитала, прикупе средства по нижим каматним стопама.

Каматна стопа хартија од вредности (којима се секјуритизују кредити) зависи од рангирања потраживања, која представљају основ за издавање хартија од вредности. Издаваоци хартија од вредности, чији су инструменти дуга добили инвестициони рејтинг који одражава процену рејтинг агенције да ће се хартије од вредности отплаћивати редовно, могу да издају хартије од вредности на финансијским тржиштима по каматним стопама које су конкурентне у односу на каматне стопе хартија које имају лошији рејтинг, или уопште немају инвестициони рејтинг.

Што је виши инвестициони рејтинг хартија од вредности – то су нижи трошкови прикупљања средстава путем хартија од вредности, односно, нижа је каматна стопа (због нижег ризика) коју издавалац плаћа приликом прикупљања средстава емитовањем хартија од вредности.

Банке у савременим условима нису заинтересоване да држе у својим активама одобрене кредите до истека њихове рочности, већ преферирају да одобравају кредите које могу да трансформишу у обвезнице у износу и роковима који су тржишно најатрактивнији. Генерално, традиционални концепт банкарских кредита у савременом свету постаје преузак. Банке стварају нове канале и механизме финансирања, зато што теже бржем обрту средстава из својих актива на бази исте количине капитала, настоје да се повежу са отвореним финансијским тржиштем и настоје да обезбеде што већу ликвидност својих актива. Посебно је значајно да, „коришћењем техника секјуритизације, банке, на бази истог квантума капитала могу да остваре већи приход (бржим обртом средстава из својих актива на бази исте количине капитала), повећавајући стопу приноса на акцијски капитал (return on equity – ROE)“.⁵ Међутим, за успех секјуритизације, неопходно је „постојање одговарајуће финансијске инфраструктуре (адекватан правни,

⁴ Ranieri, L. S. (2000). "The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential" in Kendall, L. T., Fishman, M. J. (eds.), *A Primer of Securitization*, MIT press paperback edition, стр. 33-34.

⁵ Петровић, Перо и Праћа, Небојша (2002). „Развијање финансијских тржишта – улога хипотекарних хартија од вредности и секјуритизација кредита“, *Финансије*, бр. 7-8, стр. 420-427.

рачуноводствени и порески систем“⁶), постојање развијене банкарске индустрије и постојање развијеног тржишта капитала.

Секјуритизација кредита се најпре почела обављати у САД-у. Државне институције су субвенционисале хипотекарне кредите одређеним категоријама становништва. Банке су, на секундарном хипотекарном тржишту, продавале хипотекарне кредите државним агенцијама, које су, на бази пулова ових кредита – издавале обвезнице (које су имале гаранцију државне агенције, односно, висок инвестициони рејтинг). У почетку, пулови активе су формирани од нискоризичне активе (великог броја малих кредита) и били су хомогени по саставу и изложености ризику. Хартије од вредности, које су издаване на основу оваквих пулова, као обезбеђења, у почетку су биле хартије једне класе (иста номинална вредност, исти рокови доспећа, исти принос, и сл.).⁷

Уколико заложена актива издаваоца хипотекарних хартија од вредности не би поседовала довољно висок рејтинг, рејтинг агенције су сугерисале одређено потребно побољшање рејтинга, које је било неопходно да би се на бази одређене активе издале хартије од вредности високог инвестиционог рејтинга. Институције које су побољшавале кредитни рејтинг су биле „банке и осигуравајуће компаније, а међу њима посебно – специјализоване осигуравајуће компаније, као што су у САД нпр. AMBAC (American Bond Assurance Corporation), MBIA (Mortgage Bond Insurance Association), BIG (Bond Investors Guaranty), FSA (Financial Security Assurance), и др“⁸).

Улога рејтинг агенција у процесу секјуритизације се разликује од њене улоге у процесу рангирања обичних обвезница. У оба случаја, задатак је рејтинг агенције да оцени кредитни ризик инкорпориран у хартију од вредности. Међутим, код рангирања инструмената секјуритизације, рејтинг агенција се укључује у сам процес секјуритизације. *Ex post* анализа, карактеристична за рангирање традиционалних хартија од вредности се замењује *ex ante* деловањем рејтинг агенције у процесу секјуритизације. Рејтинг агенција, оцењујући активу која ће служити као обезбеђење за будуће хартије од вредности, сугерише емитенту неопходан степен кредитног побољшања, у циљу емисије хартија од вредности са

⁶ Ђурић, Драгана (1999). „Секјуритизација – појава, географска дисперзираност и перспективе“, *Свет финансија*, бр. 177/1999, Нови Сад, стр. 5.

⁷ Матић, Весна, *цит. дело*, стр. 73.

⁸ Шошкић, Дејан и Живковић, Бошко (2007). *Финансијска тржишта и институције*, Београд, Центар за издавачку делатност Економског факултета, стр. 293.

жељеним кредитним рејтингом. Наведени послови значајно учествују у укупним приходима које остварују рејтинг агенције (по подацима Банке за међународна поравнања, на пример, око 50% од укупних прихода агенције Fitch је потицало од оцене кредитног рејтинга инструмената секјуритизације).

Након утврђивања рејтинга активе која представља основу и колатерал у поступку издавања хартија од вредности, и након прибављања мишљења рејтинг агенције о степену неопходног кредитног побољшања колатералног пула, приступа се неком од начина побољшања рејтинга (credit enhancement). Постоје две основне групе метода побољшања рејтинга: интерно и екстерно.⁹

Интерно побољшање најчешће подразумева емисију са више класа обвезница. Овакву структуру емисије карактерише однос субординације надређене и подређене класе (или више подређених класа). Ниже класе обвезница (Б, Ц, и тд.) увек служе као заштита вишој класи (А). Уколико се неки од кредита из пула не отплаћује, губитак који је тиме изазван, биће алоциран на подређене, ниже класе обвезница, док ће потраживања по класи А бити заштићена. Једино ако настали губици пређу износ осигуран нижим класама обвезница, тај део непокривеног губитка ће бити пренет на класу А. Крајњи ефекат овог модела је да А класа има најнижи кредитни ризик, па самим тим и најнижу камату. Класа Ц има највиши кредитни ризик, па самим тим и највишу камату. С друге стране, највиши ризик превремене отплате носи класа А. Смисао трансформације ризика и приноса основног готовинског тока колатералне активе и издавања обвезница са више транши је да инвеститори могу да одаберу ниво ризика и приноса који њима одговара.

Поред емисије са више класа обвезница, у моделе интерног побољшања кредита спада и прекомерна залога (overcollateralization), која се састоји у коришћењу колатерала у виду групе кредита (пула кредита), чија је вредност већа од номиналне вредности издатих обвезница. Значајно је и да се тржишна вредност обезбеђења непрестално мења, услед чега се мења и проценат прекомерне заложености. У том смислу, закључује се да (волатилност) цена обезбеђења (залоге) - одређује потребан ниво колатерализације.¹⁰

У моделе интерног побољшања кредита спада и обезбеђивање резервних пулова. Најчешћи облик је депозитни

⁹ Fabozzi, F. J. (2000). *Bond Markets, Analysis and Strategies*, 4th edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, стр. 237-240.

¹⁰ Шошкић, Дејан (2003). „Секјуритизација – могућност, потреба, нужност“, *Билтен Београдске берзе*, октобар 2003., стр. 19-22.

резервни пул, који се ствара ради покрића потенцијалних губитака. Средства овог пула се најчешће улажу на тржишту новца до момента њиховог евентуалног коришћења.

Модел интерног побољшања је и акумулирање вишка каматног распона на рачуну резерви, који се користи за покриће евентуалних будућих губитака. Настаје као разлика камате примљене по основу групе кредита у пулу и камате која се исплаћује по купонима.

У моделе екстерног побољшања спадају: гаранције и осигурање. Корпоративне гаранције се најчешће користе у односима предузећа мајка – ћерка. Банкарске гаранције се издају у форми loan commitments или stand-by акредитива. У пракси се користе веома ретко, због високих трошкова ове услуге.¹¹ Осигуравајућа друштва осигуравају само хипотекарне хартије које су рангиране најмање инвестиционим рејтингом BBB/Baa, што се сматра најнижим инвестиционим рангом.

Циљ високог рејтинга је низак ризик заложене активе, па тиме и ниска каматна стопа коју плаћа издавалац хипотекарних хартија од вредности, привлачећи тако средства са финансијског тржишта под веома повољним условима. Циљ високог рејтинга је и да се сниженим ризиком привуку институционални инвеститори (пензиони и инвестициони фондови, осигуравајуће компаније, и др.), који ће инвестирати своја средства у хипотекарне хартије од вредности. Инвестициона банка, која познаје тржиште, има финансијске и правне експерте и контакте у промоцији и продаји хартија од вредности – сугерише „најважније карактеристике емисије, управо да би се изашло у сусрет преференцијама и потребама значајних инвеститора (цену, врсту, структуру хартија од вредности, и др., које треба да емитује trust, ради успешног обављања процеса секјуритизације)”.¹² Инвестициона банка, која од почетка сагледава могућности продаје емисије, јавља се зато, не само као дистрибутер, него најчешће и као покровитељ, односно, гарант емисије (сама ће откупити хипотекарне хартије које евентуално остану непродате). Опција ангажовања инвестиционе банке као дистрибутера или као дистрибутера и гаранта емисије се регулише уговором и омогућава инвестиционој банци већу зараду уколико се она обавезе и да гарантује продају целе емисије.

¹¹ Fabozzi, F.J., F. Modigliani, F.J. Jones, M.G. Ferri (2002). *Foundations of Financial Markets and Institutions*, 3rd edition, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey, стр. 451-452.

¹² Барјактаровић, Миљана (2004). „Секјуритизација активе у банкама“, *Банкарство*, бр. 1-2/2004., Београд, стр.27.

Може се, на основу свега што је изложено, закључити да је створен систем који је омогућавао да се хипотекарни кредити, преко обвезница, продају инвеститорима (пре свега, институционалним инвеститорима као што су инвестициони фондови, пензионирани фондови, осигуравајућа друштва, итд.), који су, купујући обвезнице, пласирали своја средства, уз наплату тржишне камате. „Пораст средстава концентрисаних код институционалних инвеститора је допринео порасту тражње за хартијама од вредности различитог нивоа ликвидности, ризика, приноса, рочности, и др.”¹³ С друге стране, „низак ризик хартија, односно, низак ризик активе на бази које су издате хартије (постигнут интерним „препакивањем” пула кредита или његовим побољшањем) веома подстицајно делује на инвеститоре”.¹⁴

Технологија секјуритизације кредита обухвата неколико група активности:

- одобравање кредита на примарном хипотекарном тржишту и њихова продаја;
- „препакивање“ кредита, током кога се води рачуна о слагању рочности готовинског тока кредита са роковима сервисирања обавеза по хартијама; води се рачуна и о износима, односно, ретко се врши секјуритизација ако вредност кредита у пулу не износи бар милион долара, из разлога тзв. економије обима; води се рачуна и о условима тржишта и очекивањима инвеститора;
- побољшање квалитета кредита (гаранција, осигурање, или др.), односно смањење кредитног ризика;
- издавање хартија од вредности, као и даља препродаја на секундарном тржишту, пре рока доспећа;
- сервисирање (наплата анuitета одобрених хипотекарних кредита и извршавање обавеза по хартијама од вредности, које су издате на бази наведених кредита); дужници по иницијалним банкарским кредитима често не знају да су ти кредити секјуритизовани, тј. да су њихови стварни кредитори постали разни институционални инвеститори.

Прогресивни развој технике секјуритизације је „изнедрио структурно финансирање, као модел комплексније и високо софистициране структуре”.¹⁵ Трансформација банкарских кредита „у структуриране секјуритизоване кредите омогућава да се битне карактеристике новеминованих обвезница могу дургачије

¹³ Петровић, П. и Праћа, Н., *цит. дело*, стр. 426.

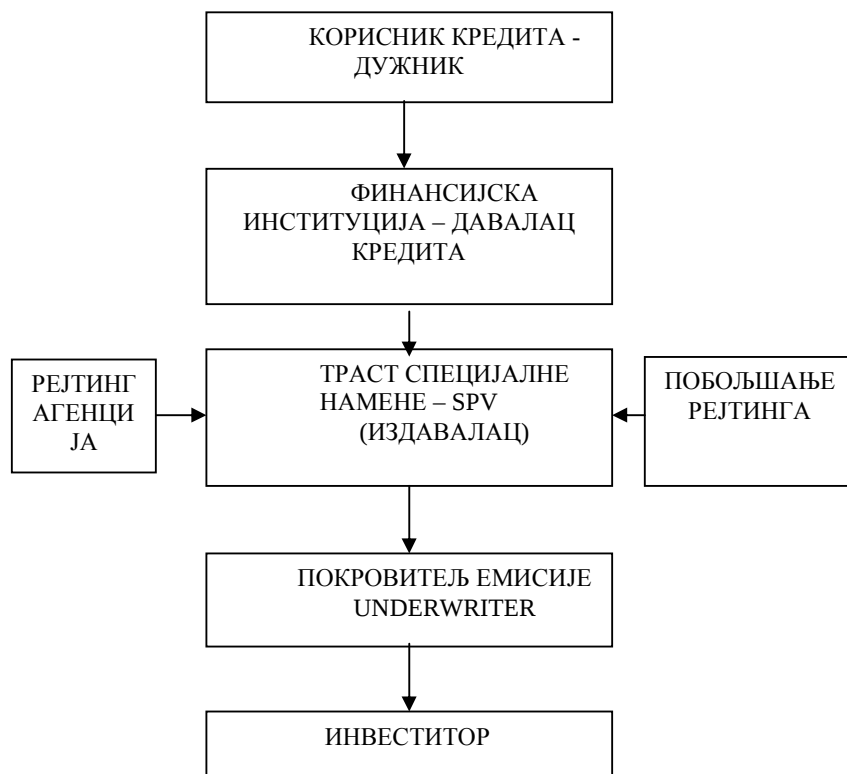
¹⁴ Ђировић, Милутин (2001). *Банкарство*, Bridge Company, Београд, стр. 135-144.

¹⁵ Матић, Весна, *цит. дело*, стр. 74.

програмирати у односу на карактеристике зајмова који служе као њихова основа”.¹⁶

У наведеном поступку трансформације кредита, „биланси банака мењају структуру, и по правилу, њихова ликвидност се подиже на виши ниво, а банке имају веће могућности прилагођавања својих портфолио структура промењеним условима”.¹⁷

Графикон 1: Ток секјуритизације



Извор: Ерић, Дејан (2003) *Финансијска тржишта и инструменти*, Београд, стр. 287

Значајан субјект у процесу секјуритизације је инвестициона банка која је дистрибутер емисије хартија од вредности, а може бити и покровитељ емисије (што значи да ће она откупити хартије од вредности које, евентуално, остану непродате). Инвестициона банка

¹⁶ Ђировић, Милутин (1995). *Банкарски менаџмент*, Београд, стр. 190.

¹⁷ Lowell, В., *цит. дело*, стр. 67.

је значајан саветник издаваоца о цени, врсти и структури хартија од вредности које се емитују. Често сама инвестициона банка, познајући потребе институционалних инвеститора, оснива SPV ради издавања хартија од вредности за познате институционалне инвеститоре, у складу са њиховим потребама за одређеним хартијама од вредности у погледу рочности, могућег ризика, камате, и др. Инвестициона банка је, значи, најчешће „организатор и носилац целог посла – од формирања пулова активе, преко структурирања зајмовне активе са карактеристикама хартија које су подржане овом активом, до примарне продаје емитованих обвезница инвеститорима”.¹⁸

Значајан субјект у процесу секјуритизације је и SPV (Special Purpose Vehicle) – правно лице које оснива пословна банка која је одобрила кредите који ће бити секјуритизовани или које оснива инвестициона банка, а ради издавања хартија од вредности на бази кредита. SPV преузима у свој биланс активу која је предмет секјуритизације и емитује хартије од вредности са залогом те активе. По потреби, може пре издавања хартија од вредности извршити и подизање рејтинга заложене активе, у сарадњи са банком (гаранција) или осигуравајућом компанијом. Поред послова везаних за кредитно побољшање, у SPV-у може да се обавља и реструктурирање новчаног тока, који, по одређеном приоритету, може да се дели на различите класе ималаца хартија од вредности.

SPV може бити формиран за вишеструке трансакције (conduit transactions), у којима купује (и секјуритизује) активе више различитих банака, при чему куповине финансира најчешће емитовањем краткорочних комерцијалних папира обезбеђених активом (asset backed commercial papers – ABCP). SPV може бити формиран и за једнократне трансакције. У овом случају SPV купује активу за само једну секјуритизацију, од једне банке, при чему, најчешће, нема потребе да емитује краткорочне хартије од вредности ради финансирања куповине активе.

У америчком моделу секјуритизације (off-balance) продаја кредита резултира њиховим искњижавањем из биланса банке која их је одобрила, чиме се банка ослобађа захтева везаних за адекватност капитала (за тај износ кредита) и захтева везаних за резервисања за ризичне пласмане (исто само за тај износ кредита).

У овом моделу (true sale; ванбилансна секјуритизација) инвеститори купују хартије од вредности које су базиране на

¹⁸ Матић, В., *цит. дело*, стр. 73.

новчаном току секјуритизоване активе. Евентуални стечај банке која је одобрила кредите не утиче на исплате инвеститорима из новчаног тока трансферисане активе. На инвеститорима је целокупни кредитни ризик, као и ризик превремене отплате.

Најзначајније је да трансферисна актива више не представља власништво институције која је одобрила кредит (или првобитно поседовала неко друго потраживање које се секјуритизује). У том смислу, кредитни рејтинг хартија обезбеђених активом не зависи од кредитног рејтинга институције која одобрава кредите, него зависи од рејтинга активе која представља њихово обезбеђење. Квалитет колатерала одређује квалитет хартије од вредности.

У европском моделу тзв. билансне секјуритизације, кредити (који представљају обезбеђење хипотекарних обвезница) остају у билансу банке која врши емисију хипотекарних обвезница и која, најчешће целокупном својом активом, или одређеним пулом хипотекарних кредита гарантује за извршавање обавеза по издатим хипотекарним обвезницама.

Постоји и тзв. синтетичка секјуритизација, у којој се актива, на бази које се врши секјуритизација, не измешта из биланса банке која је одобрила кредите. Уговором између банке и емитента хартија од вредности се предвиди да ће „емитент хартија платити банци износ једнак било ком кредитном губитку који претрпи одређени пул активе, а банка заузврат плаћа одређену фиксну премију емитенту. Трансакција се извршава разменом кредитних неизвршења (credit default swaps - CDS) или кредитно повезаних меница (credit linked notes - CLN) у односу на специфицирани пул активе (reference pool)”.¹⁹ На овај начин банка која је одобрила наведене кредите не продаје активу, него само своју изложеност кредитном ризику преноси на емитента хартија од вредности.

У процесу секјуритизације сви учесници проналазе одговарајући интерес:

- финансијске институције које одобравају кредите остварују лакши повраћај средстава (продајом кредита) и одобравају нове кредите на бази истих средстава, односно, остварују бржи обрт, већи return on assets – ROA и већи профит;
- корисници хипотекарних кредита долазе до кредита уз ниже трошкове, зато што у процесу секјуритизације издавалац хартија од вредности плаћа ниску камату, пропорционалну ниском

¹⁹ Rose, P. S., Hudgins, S. C. (2005). *Bank Management and Financial Services*, The McGraw-Hill Companies, Inc., стр. 292-296.

инвестиционом ризику и наведена средства пласира банкама, које на овај начин долазе до конкурентних извора;

- инвеститори стичу нову инвестициону алтернативу, коју генерално одликује сигурност пласмана, уз одговарајући принос;
- издаваоци хартија од вредности креирају нове производе, повећавају обим пословања и профит.

Процес започиње на примарном хипотекарном тржишту, на коме банке одобравају хипотекарне кредите. Дугорочни кредит је изложен низу ризика у временском хоризонту од 20 или 30 година, у ком периоду доспевају рате за његову наплату – да ли ће зајмопримац уопште бити жив у наредних 20 или 30 година; да ли ће имати посао и исти однос зараде према рати; да ли ће вредност заложене непокретности бити довољна за отплату преосталог дела дуга, уколико, због волатилности цена некретнина дође до њиховог пада; да ли ће заложена непокретност, можда, изгорети или на други начин бити уништена; да ли ће осигурање непокретности винкулирано у корист банке обештетити банку; да ли ће, можда, у том дугом периоду, пропасти осигуравајућа кућа; и сл.

Продајом кредита (уз дисконт, али који покрива главницу и зараду), банка се ослобађа ризика држања наведеног ризичног дугорочног хипотекарног кредита, као неликвидног, неутрживог дела своје активе. „Продајом кредита, пласман у хипотекарни кредит банка је одмах „наплатила“, рефинансирала се, и спремна је да иста средства поново пласира. Тако банка повећава коефицијент обрта и профит. Чак и када би дугорочни пласман био потпуно неризичан у периоду од 20 или 30 година, банци би се исплатило да овај пласман прода, да би средства поново пласирала и поново зарадила на истим средствима, уз настојање да овај процес што брже понавља и тиме повећава коефицијент обрта и профит.“²⁰

Купац кредита (у почетку је то била државна агенција) је зарадио зато што је кредите купио по дисконтној цени, а њему ће и даље, у наредних 20 или 30 година стизати рате у неумањеном износу. Купац кредита је кредите груписао у пулове једноврсних, стандардизованих кредита. На бази пула хипотекарних кредита, као квалитетне активе, власник пула издаје хипотекарне хартије од вредности. Хипотекарне хартије од вредности се сервисирају средствима из рата хипотекарних кредита. Готовински ток (рате) из пула секјуритизованих хипотекарних кредита се „прослеђује“

²⁰ Јухас, Гордана (2009). „Банкарски сектор и могућност секјуритизације“, *Зборник радова XXII Копачичке школе природног права*, Удружење правника Србије, стр. 180.

купцима хартија, односно, служи за сервисирање обавеза по хартијама. Зато се ове хартије и називају *pass through securities* (касније су њиховим усавршавањем настали и *pay through* инструменти).

Хипотекарне хартије од вредности су, у основном теоријском концепту, трослојно обезбеђене: рате зајмопримаца кредита из пула, хипотеке, гаранција државне агенције. Зато је ризик неизвршавања обавеза по хартијама низак. Пошто је низак ризик – ниска је и камата коју издавалац плаћа на хипотекарне обвезнице, долазећи тако до „јефтиних“ средстава на новчаном тржишту. Готовински ток који пристиже издаваоцу (збир рата) је већи од обавеза по хартијама (ниска камата коју издавалац плаћа купцима хартија). Разлика је зарада издаваоца хипотекарних хартија од вредности.

Наведена средства издавалац хартија поново пласира банкама, за нове хипотекарне кредите, по нешто вишој каматној стопи него што је сам платио (поново зарађује). Банка је на овај начин дошла до извора који је повољнији од других класичних извора и може да буде конкурентнија на примарном хипотекарном тржишту на коме се одобравају кредити. И корисник кредита је на овај начин добио кредит са нижом каматном стопом.

Повећање обима одобравања стамбених кредита подстиче станоградњу, а станоградња мултипликативно делује на раст преко 20 других привредних грана. Истовремено, улагање институционалних инвеститора у квалитетне хипотекарне обвезнице доприноси развоју тржишта хартија од вредности.

Процес се одвијао као својеврсни *perpetuum mobile* и секјуритизација је доживела своју пуну експанзију на хипотекарном тржишту у САД, затим у земљама западне Европе, а потом је започет процес њене примене и у земљама у транзицији.

Историјски, значи, секјуритизовали су се најпре стамбени хипотекарни кредити, а данас се секјуритизује све: од садашњих и будућих прилива од путарина до државних зајмова.

Емисије хартија од вредности које се издају у процесу секјуритизације износе годишње и по неколико хиљада милијарди долара и бележе високе годишње стопе раста. Према извештају J. P. Morgan Chase-а, глобалне емисије на бази секјуритизације у периоду од 1977. – 2003. године су расле по годишњој стопи од око 20%. Овакав тренд се наставио и у 2004. години када су укупне емисије у свету износиле 3.155 млрд. USD, да би 2005. године износиле 3.648 млрд. USD, што представља раст од 15,63%. У укупним емисијама у 2005. години учешће САД је 82,86%, док је учешће земаља чланица

ЕУ 10,90% и земаља у развоју 1,4% и бележи константно повећање у односу на раније године.²¹

Табела 1: Приказ годишњег раста обима секјуритизације
(млрд. USD)

Земља/Унија	2004. година	2005. година
САД	2.666	3.023
Аустралија	74	76
Јапан	51	81
Велика Британија	130	181
Шпанија	41	53
Холандија	23	45
Италија	43	41
Немачка	10	27
Француска	10	11
Португалија	10	9
Пан-европске емисије	19	18
Остале земље	37	31
Европа - укупно	303	398
Латинска Америка	11	14
Азијске земље у развоју	26	30
Источна Европа, Блиски Исток и Африка	4	9
Земље у развоју - укупно	41	53
Укупно	3.155	3.648

Извор: Стефановић, Саша (2006). „Секјуритизација активе: концепт, експанзија и нове тенденције у контексту глобализације финансијских тржишта“, *Економске теме*, бр. 1-2, Ниш, 2006., стр. 422.

Ова „финансијска иновација је у потпуности изменила начин финансирања хипотекарних зајмова, зајмова за мала и средња предузећа, лизинга, кредитних картица, студентских зајмова, па све до реструктурирања зајмова земаља „трећег света“. Исто тако је изменила положај повериоца и дужника, тако што на нетрадиционални начин финансијског посредовања директно повезује дужнике са тржиштем новца и капитала.“²²

Због свих „предности секјуритизације, а првенствено због појефтињења извора, оцењује се да она представља готово

²¹ Стефановић, Саша (2006). „Секјуритизација активе: концепт, експанзија и нове тенденције у контексту глобализације финансијских тржишта“, *Економске теме*, бр. 1-2, Ниш, стр. 422.

²² Барјактаровић, Миљана, *цит. дело*, стр. 26.

револуционарну иновацију у процесу задовољавања финансијских потреба потрошача и привреде²³.

Оцењује се да ће у будућности „структурирани секјуритизовани зајмови, због своје супериорне технологије, постати чак доминантни у односу на класичне банкарске зајмове“.²⁴

Марк Аделсон, стручњак у области структурних финансија, у говору Конгресу САД 27. септембра 2007. године, истакао је да је секјуритизација „највећа финансијска иновација прошлог века“²⁵. Мада, као и сва велика фундаментална открића савременог света, и секјуритизација је употребљавана и на штетан начин.

Криза која је 2007. године захватила хипотекарно тржиште је произашла из „класичног ширења балона“, чији су корени лежали у паду каматних стопа, што је подстакло неодрживи раст цена некретнина и хипотекарних кредита. Прекршени су и класични принципи утврђивања кредитне способности (банке су одобравале тзв. sub prime кредите лицима која су имала лошу кредитну историју, или уопште нису имала кредитну историју), након чега су ове кредите продавале ради њихове секјуритизације. У еуфорији насталој у условима неодрживог раста цена некретнина и хипотекарних кредита, погрешно су процењени ризици повезани са новим финансијским инструментима.

3. УЗРОЦИ ХИПОТЕКАРНЕ КРИЗЕ

Криза на светском хипотекарном тржишту, која је започела у САД у другој половини 2007. године као криза средстава обезбеђења хипотекарних харија од вредности и инструмената издатих на бази тих хартија, проширила се и на друге берзе у свету, проузоковала општу кризу ликвидности, а потом постала и узрок рецесије глобалних размера.

Како је дошло до кризе? „Банке у САД су, у немилосрдној међусобној конкуренцији за придобијање што више „купаца банкарских производа“, идентификовале нову циљну групу потенцијалних корисника кредита - људе који не испуњавају класичне услове кредитне способности, али могу да заложу непокретност, као обезбеђење кредита. Банке су калкулисале да ће променљива растућа каматна стопа на све ове кредите „у маси“

²³ Шошкић, Д. и Живковић, Б. *цит. дело*, стр.290.

²⁴ Барјактаровић, Миљана, *цит. дело*, стр. 31.

²⁵ Barr, Alister (15.11.2007.). "Subprime test: Did securitization Work?" *MarketWatch*. Преузето 29.4.2011. са сајта www.marketwatch.com

покрыти евентуално појединачно несервисирање обавеза.“²⁶ Тако су одобриле велики број хипотекарних кредита „ризичним појединцима“, људима са лошом „кредитном историјом“, који у прошлости већ нису успевали да отплате позајмице (кашњења, тужбе, заплене имовине, отпис потраживања), као и велики број само хипотекама гарантованих стамбених кредита младим купцима без „кредитне историје“. Ови ризични кредити су банкама деловали као одличан посао. Банке су се, у међусобној конкуренцији, „бориле за ове, доказано непоуздане клијенте. Банке су током претходне две године стално снижавале критеријуме за давање кредита и подизале камате. Стратегија је деловала успешно.“²⁷

Овакви, ризични кредити, који су одобравани са променљивим (растућим) каматама, у финансијском жаргону су названи *sub-prime* кредити. У 2007. години је одобрено преко осам милиона ових кредита, са растућим каматама, укупне вредности процењене на око 1.400 милијарди долара (1,4 трилиона долара)²⁸. Хипотекарних кредита са променљивим стопама отплате је, током 2006. и 2007. године „у свеопштем агрегату било око 40%“.²⁹

Презадуженост свих сектора исте 2007. године је навела FED на подизање каматне стопе. Подизање референтне стопе је довело до раста каматних стопа различитих банкарских производа. Каматне стопе за хипотекарне кредите, које су „у 2005. години износиле једва 4%, нарасле су на 10% у септембру 2007. године, а затим на 20% на крају исте године!“³⁰ Многи *subprime* клијенти у другој половини 2007. године више нису могли да отплаћују рате кредита. Ово је био тзв. окидач (*trigger*) кризе.

Проблем је ескалирао када истовремено велики број дужника није био у стању да отплаћује рате по хипотекарним кредитима. Пресахнуо је готовински ток из хипотекарних кредита. Купци хипотекарних хартија су, дакле, имали „плашт и купоне“, и када први пут нису могли да се наплате по доспелом „купону“, *SPV*

²⁶ Јухас, Гордана (2008). „Хипотекарна криза у банкарским кредитима“, *Зборник радова XXI Копаоничке школе природног права*, Удружње правника Србије, стр. 731- 735.

²⁷ Ћирјаковић, Зоран (2007). „Кредитна мора капитализма“, *Нин*, бр. 2958/2007.стр. 1-6.

²⁸ Јухас, Гордана (2008). *Хипотекарно тржиште*, Задужбина Андрејевић, Београд, стр. 99.

²⁹ Драгаш, Здравко (20.02.2008.). „Како расплести левијантску хидру дугова?“ *EMportal*. Преузето 29.04.2011. г. са сајта [www. emportal.rs](http://www.emportal.rs)

³⁰ Павловић, Владан и Љумовић, Исидора (2009). „Финансијска регулатива у САД као покретач актуелне финансијске кризе“, *Часопис Рачуноводство*, бр. 5/6, СРРС, Београд, стр. 81-87.

(special purpose vehicle – правно лице основано да се у његов биланс пренесу хипотекарни кредити на бази којих се издају хартије од вредности), или други издавалац хипотекарних хартија, затражио је да се активирају средства обезбеђења – хипотеке. Велики број некретнина се нашао у понуди и њихова цена је нагло пала, због велике понуде. Власници хартија, који нису могли да наплате „купоне“ (нема готовинског тока из кредита, слаба наплата из непокретности и активираних гаранција и осигурања), покушали су да се ослободе тих хартија. Што су више покушавали да се ослободе ових хартија (да их на берзи нуде на продају), то им је више падала цена. Они који су имали много оваквих хартија у свом портфолију, почели су да исказују и пад својих акција! На тржиштима капитала је дошло до суноврата вредности свих најважнијих берзанских индекса.

У контексту идентификације узрока кризе, неопходно је анализирати утицај регулативе и најзначајнијих макроекономских услова на збивања на америчком тржишту хартија од вредности.

У том смислу, неопходно је констатовати значај Community Reinvestment Act-а из 1977. године, чији првобитни циљ је био да обезбеди грађанима са средњим и ниским приходима „кров над главом“, а којим су банке биле охрабрене да дају кредите који би задовољили потребе клијената свих социјалних слојева. Закон је имао много измена (1989, 1992, 1994.) „али је најбитнија она из 1995. године, којом је омогућена секјуритизација хипотекарних кредита датих под условима из Community Reinvestment Act-а (под CRA условима)“³¹.

С друге стране, у погледу макроекономског амбијента, мора се констатовати да је до лета 2003. године референтна каматна стопа (коју контролише FED) била на рекордно ниском нивоу, а веће централне банке у свету су следиле ову политику. У уобичајеним околностима, забринутост централних банака се односи на чињеницу да претерано смањивање каматних стопа може изазвати инфлацију. Али, ако је овог пута забринутост изостаала, главни разлог за такав став је била Кина, која је 2001. године примљена у Светску трговинску организацију. Јефтини кинески производи су преплавили тржишта, цене су падале, а са њима су нестајале и бриге о расту инфлације. Појавио се, чак, страх од дефлације, који је охрабривао централне банке да додатно снижавају каматне стопе. Експлозивни раст Кине (производње и извоза) је допринео расту тражње за нафтом и другим сировинама. Када су се стотине

³¹ Павловић, В и Љумовић, И., *цит. дело*, стр. 81-87.

милијарди америчких долара почеле преливати ка Кини, Блиском истоку, Русији и другим великим произвођачима, трговински дефицит се све више повећавао. А велике количине тих долара су тражиле инвестиционе прилике. У почетку су тим новцем, обазриво, куповане најпре америчке државне обвезнице, које су доносиле мали, али сигуран принос. Нешто касније, у потрази за већим приносима, улагачи су проширили своја улагања и на ризичније финансијске производе, укључујући и обвезнице на бази другоразредних хипотекарних кредита. Ниске каматне стопе и растућа тражња глобалних улагача, доводили су до интензивних иновација у финансијама. Финансијски инжењери у САД су непрекидно дизајнирали нове финансијске производе – опције и низ деривата државног и корпоративног дуга, па и приватног дуга по основу обвезница издатих на бази стамбених хипотекарних кредита, итд. Активе на бази којих су издаване хартије од вредности (хипотекарни стамбени кредити, кредити за куповину аутомобила, кредитне картице, студентски кредити, кредити за мала и средња предузећа, идр.) су удруживане и на бази ње су издаване хартије од вредности структуриране (помоћу више субординираних транши) тако да су улагачи могли да изаберу ниво ризика (и приноса), који су желели да преузму. Они који су желели сигурне исплате, опредељивали су се за класу А обвезница (или другу високу класу) и они су први примали исплате, али су добијали и мању стопу приноса. Они који су били спремни на већи ризик, опредељивали су се за ниже класе. Задњи су примали главницу, али су зарађивали већу камату. Улагачи су могли тачно да одаберу ниво ризика (и приноса) који су желели да преузму, а регулаторна и надзорна тела на берзама су благонаклоно гледала на ове могућности, верујући да се ризик, сконцентрисан у другоразредним кредитима, дисперзује на мноштво улагача и да се тако смањује могућност настанка кризе.³²

Додајмо и чињеницу да је, након пуцања „интернет балона“, који је земљу увео у „dotcom“ кризу, капитал, из „интернет индустрије“, бежао у друге гране, а некретнине су изгледале као јако повољна инвестиција (банкама је било омогућено да одобравају тзв. субпримарне кредите за непокретности; цена непокретности је расла). „Одобравање кредита клијентима са лошом кредитном способношћу је правдано управо растом цена непокретности које су дате под хипотеку.“³³ Раст цена некретнина и лако одобравање

³² Zandi, Mark (2010). *Financijski šok*, MATE, d.o.o., Zagreb (допуњено издање), стр. 10-12., ауторизовани превод издања на енглеском језику под називом *"Financial Shock (Updated edition)"*, Pearson Education, Inc.

³³ Павловић, В и Љумовић, И., *цит. дело*, стр. 81-87.

кредита, гурали су и даље навише тражњу за некретнинама и доприносили расту хипотекарног тржишта.

Америчко хипотекарно тржиште има дугу традицију и на њему су се развили различити инструменти секундарног хипотекарног тржишта: прво, MBS – Mortgage Backed Securities, које издају или гарантују државне или парадржавне агенције, друго, хипотекарне хартије, које представљају новији, модернији облик MBS (Participation Certificates, и др.), које су креиране први пут 1972. године, а које су, по обиму промета, превазишле укупан промет највеће америчке берзе NYSE, треће, хипотекарне хартије које су настале као деривати ових модернијих, новијих хипотекарних хартија, зато што се издају на бази пулова тих хипотекарних хартија (Collateralized Mortgage Obligations, Stripped MBS, и др.). Постоје и приватно издате хипотекарне хартије од вредности (Privately Issued Pass-Throughs – PIPs), које издају финансијске институције без гаранције државе. На тржишту су се, током времена, развили многобројни финансијски производи на бази различитих врста активе (Asset Backed Securities). Настали су високо софистицирани финансијски производи, дизајнирани на бази технике секјуритизације (Collateral Loan/Debt Obligations – CLO/CDO, Credit Default Swaps – CDS, и др.), „добрим делом на бази активе која има хипотекарну основу, али не само на бази ње, него и на бази више различитих врста финансијске активе“.³⁴

Банке које су одобравале хипотекарне кредите, продавале су их специјализованим инвеститорима, који су их, техникама секјуритизације, трансформисали у нове структурне производе (Residential Mortgage Backed Securities – RMBS, и друге). Ови финансијски инструменти су креирани на бази нарочито структурираних инвестиционих средстава (SIV – Structured Investment Vehicles), која су била финансирана краткорочним зајмовима (Asset Backed Commercial Paper – ABCP). Наведена средства (SIV – Structured Investment Vehicles) су обједињавала дугорочна потраживања различитог квалитета, и била су, значи, краткорочно финансирана. Требало је брзо препаковати и продати (путем хартија) купљену активу (кредите) и тако вратити „кратке паре“. Субпримарни кредити су се у инвестиционим средствима (Investment Vehicles) нашли удружени са другим кредитима. „SIV је креиран као ванбилансно средство, те није био предмет пруденцијалних правила дефинисаних Базел II стандардима. Створен

³⁴ IMF, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Washington D.C. April 2008., Box 2.2. – „When Is AAA not AAA?“, стр. 59-64.

је модел у коме средства перманентно мењају облик и која су поседована од бројних нехомогених инвеститора (банке, институционални инвеститори, хец-фондови, појединци, и др.), а који подлежу различитој легислативи. Инвеститори су постајали све мање опрезни при сагледавању ризика наведених, све сложенијих инструмената, а агенције за рејтинг су вредновале ове финансијске инструменте као нискоризичне.³⁵

Преплављени новцем из растуће светске економије, улагачи су „куповали“ нове хартије од вредности чак и пре него што су се оне појавиле на тржишту (путем ТВА – to be announced трансакција). У жељи за све већим приносима, улагачи су почели да користе и финансијку полугу – улагали су позајмљени новац. На тржишту су се појавиле и хартије од вредности сличне полисама осигурања (прикупљање премија, у замену за обавезу да се покрију губици проистекли из одређене хартије од вредности), познати као credit default swaps – CDS. Како пише Марк Занди – тржиште хартија од вредности је постајало све „езотеричније“! Посебно су били атрактивни деривати, као што су осигуране дужничке обавезе (collateralized debt obligations - CDO), чији се новчани ток изводи из других обвезница, а које су издате на бази хипотекарних или других кредита. Ако су ове обвезнице биле деривати кредита, CDO су били деривати деривата, зато што су били издавани на бази пула обвезница. Пошто CDS дозвољава „синтетичку“ изложеност кредитном ризику, CDO на бази CDS се називају „синтетички CDO“, а ова „синтетичка секјуритизација“ генерално представља комбиновање класичне технике секјуритизације са кредитним дериватима.³⁶ Вредновање ризика таквих финансијских инструмената је било тешко, ако не и немогуће. Упркос томе, улагачи су се уздали у високе рејтинге које су додељивали аналитичари из агенција за кредитни рејтинг, а ради додатног осигурања од ризика, куповали су и осигурања (опет у форми хартија од вредности – CDS, и др.) за ове хартије од вредности.³⁷

Банке су, у суштини „препаковале“ дугове у хартије од вредности. Да су ти дугови били „здрави“ или коректно процењени (у колатералним пуловима) од стране рејтинг агенција, до кризе ових размера, вероватно, не би дошло. „Банке су, може се рећи, фигуративно, изнеле своје билансе на берзу. У начелу, то је корисна иновација, јер се додатно диверзификује ризик. Али, ако дође до

³⁵ Павловић, В и Љумовић, И., *цит. дело*, стр. 81-87.

³⁶ BIS, *Credit Risk Transfer*, Basel, January 2003, стр. 32.

³⁷ Zandi, Mark, *цит. дело*, стр. 12-13.

корекције вредности (кризе), тада се финансијске установе (банке), могу наћи пред банкротством.“³⁸

ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Свет из кризе излази са кристално јасним искуством да су сви учесници у процесу секјуритизације изложени ризику, што ствара потребу процене ризика, мерења ризика и потребу адекватног управљања ризиком. Ризици који се повремено јављају код хипотекарних хартија од вредности (које су „само друго лице хипотекарних кредита“) су: кредитни ризик и ризик ликвидности – првенствено у периоду изузетних, кризних околности, зато што су ове хартије иначе добро обезбеђене и, по правилу, високо ликвидне, а као перманентни ризици: каматни ризик, услед могућих промена каматних стопа на тржишту, и посебно ризик превремене отплате, који може да генерише другачији готовински ток кредита од тока који је програмиран и уграђен у структуру обвезница.

Хипотекарно тржиште је успешно функционисало и брзо се развијало у САД све до кризе 2007. године. У „темељу“ кризе, стицајем околности, нашли су се: одобравање кредита лицима која не испуњавају класичне услове кредитне способности, продаја *sub-prime* кредита и издавање хартија од вредности на бази ових „лоших“ кредита као обезбеђења. Неизвршавање обавеза по кредитима је довело до неизвршавања обавеза по хартијама и довело је до активирања осигурања, гаранција и хипотека као колатерала, што је изазвало банкротства осигуравача и давалаца гаранција, као и пад цена некретнина (зато што се велики број заложених некретнина нашао у понуди). У „темељу“ кризе је, значи, дерегулација, односно, одсуство адекватне регулативе, чиме је омогућена девијација, односно, злоупотреба концепта секјуритизације.

У том смислу, будућност примене секјуритизације и концепта функционисања хипотекарног тржишта се не доводи у питање. Ово тржиште се консолидује и брзе у свету од марта 2009. године исказују раст.³⁹

Тржиште некретнина је претрпело снажну кризу (од маја 2006. године до марта 2010. године „просечна цена некретнина у

³⁸ Глигоров, Владимир (13.09.2008.). „Хипотекарна криза“. *Blic*. Преузето 29.04.2011. са сајта www.blic.rs

³⁹ НБС (2009) *Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за период децембар 2008 – мај 2009. године*, стр. 9.

САД се „стропоштала“ за 30%”⁴⁰), али и ово тржиште се опоравља, и крајем 2009. године „подаци о повећању продаје нових и половних стамбених објеката у САД су заузимали насловне стране захваљујући расту од 3%“⁴¹.

Показало се, ипак, да је неопходно адекватном регулативом спречити девијацију, односно, злоупотребу концепта, и то: преиспитивањем регулативе која је омогућавала секјуритизацију другоразредних кредита, јачањем контролних механизма на примарном и секундарном тржишту, анализом рада рејтинг агенција, анализом стандарда извештавања, стандарда адекватности капитала, и др.

„Ако се на почетку кризе „од дрвећа није могла видети шума”, сада постаје све јасније да није секјуритизација сама по себи изазвала кризу. Чињенице све више показују да је та „највећа финансијска иновација прошлог века” доживела злоупотребу (као и већина других фундаменталних открића савременог света), а да узроци кризе имају корене у дерегулацији или неадекватној регулацији у области услова кредитирања, у систему финансијског извештавања, у пословању рејтинг агенција, аналитичара, адвоката и ревизора на тржишту хартија од вредности (*opinion shopping*), и др.”⁴²

У погледу перспективе даљег развоја секјуритизације, требало би поћи од чињенице да је секјуритизација до сада прошла кроз више фаза. Прву фазу карактерише традиционални модел превођења одобрених зајмова у пролазне хартије од вредности (*pass-through securities*). У другој фази је дошло до развоја структурног финансирања, насталог усавршавањем технологије секјуритизације (емисије хартија од вредности на бази различитих облика активе; осим тога, структуриране су емисије креирањем инструмената са више класа). Трећа фаза такође подразумева стварање нових класа хартија од вредности са карактеристикама измењеним у правцу задовољавања потреба инвеститора на глобалном финансијском тржишту. Одлике ове фазе су: емисије преко државних граница, коришћење активе са тржишта у развоју и коришћење *off-shore* центара за лоцирање *SPV*-а, одакле се хартије од вредности емитују инвеститорима на глобалном финансијском тржишту.⁴³

⁴⁰ Јелић, Бранислав (09.03.2010.). „Хипотекарна криза није завршена“. *E-novine*. Преузето 30.04.2011. са сајта www.e-novine.com

⁴¹ Јелић, Бранислав, *цит. дело*.

⁴² Јухас, Гордана (2011). *Секјуритизација – највећа финансијска иновација 20. века*, Задужбина Андрејевић, Београд, стр. 79.

⁴³ Стефановић, Саша, *цит. дело*, стр. 423.

После кризе која је 2007. године погодила хипотекарно тржиште, секјуритизација улази у нову, четврту фазу. Цена је плаћена. Учесници се консолидују и процес се обнавља и наставља. Обрисе ове четврте фазе ће скицирати: ренесанса значаја регулаторних тела, класични принципи утврђивања кредитне способности, преиспитивање стандарда финансијског извештавања и тзв. обелодањивања, преиспитивање одговорности и процедура рада рејтинг агенција, помно праћење адекватности капитала, рација ликвидности, и др., а све то упоредо са универзалним принципима транспарентности и репутације – на дужи рок, „у игри“ ће остати само *bona fide* учесници.

ЛИТЕРАТУРА

1. Барјактаровић, М., (2004), *Секјуритизација активе у банкама*, Банкарство, бр. 1-2/2004., Београд
2. Глигоров, В., (13.09.2008.). *Хипотекарна криза*, Blic, Преузето 29.04.2011. са сајта www.blic.rs
3. Драгаш, З., (20.02.2008.), *Како расплести левијантску хидру дугова?* Emportal, Преузето 29.04.2011. г. са сајта www.emportal.rs
4. Ђурић, Д., (1999), *Секјуритизација – појава, географска дисперзираност и перспективе*, Свет финансија, бр. 177/1999, Нови Сад
5. Јелић, Б., (09.03.2010.). *Хипотекарна криза није завршена*, Е-новине, Преузето 30.04.2011. са сајта www.e-novine.com
6. Јухас, Г., (2008), *Хипотекарна криза у банкарским кредитима*, Зборник радова XXI Копаоничке школе природног права, Удружење правника Србије
7. Јухас, Г., (2008), *Хипотекарно тржиште*, Задужбина Андрејевић, Београд
8. Јухас, Г., (2009). *Банкарски сектор и могућност секјуритизације*, Зборник радова XXII Копаоничке школе природног права, Удружрње правника Србије
9. Јухас, Г., (2011), *Секјуритизација – највећа финансијска иновација 20. века*, Задужбина Андрејевић, Београд.
10. Матић, В., (2005), *Секјуритизација*, Банкарство, бр. 5-6/2005, Београд
11. НБС (2009) *Извештај о стању у финансијском систему Републике Србије за период децембар 2008 – мај 2009. године*
12. Павловић, В., и И. Љумовић, (2009), *Финансијска регулатива у САД као покретач актуелне финансијске кризе*, Часопис Рачуноводство, бр. 5/6, СРРС, Београд
13. Петровић, П., и Н. Праћа, (2002), *Развијање финансијских тржишта – улога хипотекарних хартија од вредности и секјуритизација кредита*, Финансије, бр. 7-8
14. Стефановић, С., (2006), *Секјуритизација активе: концепт, експанзија и нове тенденције у контексту глобализације финансијских тржишта*, Економске теме, бр. 1-2, Ниш
15. Ћирјаковић, З., (2007), *Кредитна мора капитализма*, Нин, бр. 2958/2007
16. Ћировић, М., (1995), *Банкарски менаџмент*, Београд
17. Ћировић, М., (2001), *Банкарство*, Bridge Company, Београд

18. Шошкић, Д., (2003), *Секјуритизација – могућност, потреба, нужност*, Билтен Београдске берзе, октобар 2003.
19. Шошкић, Д., и Б. Живковић (2007), *Финансијска тржишта и институције*, Београд, Центар за издавачку делатност Економског факултета
20. Barr, A., (15.11.2007.), Subprime test: *Did securitization Work?* MarketWatch. Преузето 29.4.2011. са сајта www.marketwatch.com
21. BIS, *Credit Risk Transfer*, Basel, January 2003
22. Fabrozzì, F. J. (2000). *Bond Markets, Analysis and Strategies*, 4th edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey
23. Fabrozzì, F. J., F. Modigliani, F.J. Jones, and M. G. Ferri, (2002), *Foundations of Financial Markets and Institutions*, 3rd edition, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey
24. IMF, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Washington D.C. April 2008., Box 2.2. – „When Is AAA not AAA?“
25. Lowell, B, (1991), *Structure Securized Credit: A Superior Technology for Lending*
26. Ranieri, L. S., (2000), *The Origins of Securitization, Sources of Its Growth , and Its Future Potential in* Kendall, L. T., Fishman, M. J. (eds.), *A Primer of Securitization*, MIT press paperback edition
27. Rose, P. S., and S. C. Hudgins, (2005), *Bank Management and Financial Services*, The McGraw-Hill Companies, Inc.
28. Zandi, M., (2010) *Finansijski šok*, Mate, d.o.o., Zagreb (допуњено издање), ауторизовани превод издања на енглеском језику под називом "*Financial Shock (Updated edition)*", Pearson Education, Inc.

Рукопис приспео: 13.04.2011.

Коначна верзија приспела: 25.05.2011.

Одобрен за штампање: 06.06.2011.