

*Мр Милош Јанковић,  
Генерални секретаријат Савезне владе, Београд*

## **Заштита инвеститора на хипотекарном тржишту**

### **1. Уводне напомене**

Наша земља је имала хипотекарно тржиште пре готово век и по, а данас се – после 6 деценија суспензије – налази на почетку његове реафирмације. У последњој деценији појавиле су се одређене позитивне тенденције, резултати и претпоставке за даљи развој тржишта, односно инвестирања у хартије од вредности. Инвеститор данас постаје кључна карика тржишне економије и на његове потребе се оријентише цело тржиште хартија од вредности.

Значај хипотекарног тржишта (које је повезано са тржиштем некретнина) значајан је за укупну економију земље (привредни развој, запосленост, инвестиције, стабилност цена и др.), али и за положај и улогу инвеститора (великих и малих, правних и физичких лица, домаћих и страних). Реч је о инвестиционим могућностима и шансама сваког инвеститора да, на једном од најсигурнијих сегмената тржишта (коме је, по дефиницији, иманентан ризик), упосли свој капитал, преко специјалног инструмента – хартија од вредности, који се увећава и »ради« за њега, али и за увећање националног богатства и економију земље у целини.

Ефективна заштита, посебно малог (масовног) инвеститора на хипотекарном тржишту хартија од вредности, који је изгубио у пирамидалним шемама и тзв. старој девизној штедњи, као и повраћај поверења домаћих и иностраних инвеститора у дугорочне дуговне хипотекарне финансијске инструменте, није могућа без контроле и регулације државе. Без поверења нема тржишта хартија од вредности.

Упркос великој економско – социјалној (и политичкој) кризи, са отварањем наше земље и заменом динара за евро дошло је до враћања штедње у банке, а на-

зиру се и обриси правних и нормативних аката (закона) који треба да регулишу делатност различитих субјеката хипотекарног тржишта и стамбеног кредитирања. Формирана је и делује, више од једне деценије, државна институција – регулатор укупног тржишта хартија од вредности у лицу Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште. Са доласком страних банака заострава се конкуренција – понуда хипотекарног стамбеног кредита грађанима, уз примену класичне шеме – обезбеђење враћања кредита механизмом хипотеке. Још нема механизма рефинансирања банака за дате кредите, системом емисије и промета хипотекарних хартија од вредности (као и у земљама нашег окружења). Предузећа, укључујући и произвођаче станова развијају шеме инвестирања (учешћа, трансхе и др.), али још нема емисије примарних (а тиме и секундарних) хипотекарних обвезница.

Републички органи и локална самоуправа најављују (још увек фрагментарно) институционалне механизме финансирања – агенције, фондови, субвенције и др.

Постоји велико светско искуство и различити модели у финансирању хипотекарног кредитирања и хипотекарног тржишта, као и механизми заштите права поверилаца и инвеститора. Заштита инвеститора на хипотекарном тржишту претпоставља одговоре на неколико питања: кога, зашто и како штитити?

У раду се, детаљније, дају аспекти заштите инвеститора и поједине врсте хипотекарних финансијских инструмената. Укратко се, генерално може рећи, да се разликују инвеститори, и то: а) крупне компаније, које интензивирају своју инвестициону активност, за које је битна стабилност државе, њених закона, развијена инфраструктура тржишта и транспарентност (откривеност информација), па се заштита састоји у обезбеђивању укупне стабилности функционисања тржишта; и б) ситни инвеститори (грађани) – који не могу сами да истражују тржиште, чувају »новце у чарапама« и инвестирају (по први пут на тржишту хартија од вредности) у зависности од рекламе и савета комшија, њихову заштиту чини обраћање професионалним (лиценцираним) учесницима тржишта хартија од вредности, који идентификују инвестиционе ризике и под чврстим су надзором државе – регулаторног органа (Комисије за хартије од вредности или Централне банке). Циљ је да се превазиђе (компензира) информациона асиметрија професионалаца и њихових клијената (који увек мање знају од професионалних учесника). Важно је да инвеститори имају чврсте законе и једну сигурну адресу за жалбе и заштиту (бесплатну) својих права, а то је држава – њена Комисија за хартије од вредности, поред суда, удружења берзи и берзанских посредника итд. Постоје и механизми компензације губитака инвеститора кроз државне гарантне фондове и фондове при саморегулаторним организацијама. У циљу заштите интереса хипотекарних кредитора и дужника формирају се државне агенције за осигурање и гарантовање хипотекарних кредита и хартија од вредности, као и специјални државни програми подршке учесницима и инвеститорима хипотекарног тржишта. Хипотекарне инвеститоре посебно штити хипотека – имовинска залога (грађевински објекат, земљиште,

бродови и ваздухоплови, као и друге непокретности које имају свој власнички лист јавног карактера).

Наравно, сваки инвеститор носи одговорност за своје поступке у избору хартија од вредности, као и партнера са којима ће пословати, при чему је битно објаснити широкој публици основе функционисања тржишта хартија од вредности и хипотекарног тржишта и обезбедити одговарајућа правна знања на путу развоја тржишне економије.

Документом IOSCO из 1998. године »Циљеви и принципи регулативе тржишта хартија од вредности« утврђено је 30 принципа за регулативу тржишта хартија од вредности, а на бази три циља: заштита инвеститора, обезбеђивање да тржишта буду поштена, ефикасна и транспарентна, и смањење системског ризика. Дакле, примарни циљ је заштита инвеститора!

## 2. Структура хипотекарног тржишта

*Хипотекарно тржиште* је специјализовани сегмент тржишта капитала, који почива на симбиози тржишта кредитних и финансијских инструмената, непосредно или посредно обезбеђених *хипотеком*.

Обезбеђење пласмана реалном имовином (залог некретнина) као и осигурање и гаранција државе дају овом тржишту епитет *најсигурније* (мада апсолутно сигурног нема) дела финансијског тржишта, што је посебно значајно са становишта поверења и заштите инвеститора (поверилаца, улагача, кредитора).<sup>1)</sup>

Развијено хипотекарно тржиште карактерише огроман *број учесника* (који се у САД мери милионима субјеката), као и огроман *обим трговине* (који се мери трилионима долара).<sup>2)</sup> Реч је о тржишту општенационалних димензија и значаја.

*Структура* хипотекарног тржишта је доста *сложена* и укључује операције са *више врста финансијских инструмената и институција*, како на примарном тако и на секундарном тржишту.<sup>3)</sup>

Основне групе *институција* чине: 1) *крејтори* (кредитори) хипотекарних кредита (које одобравају домаћинствима - зајмотражиоцима) су штедионице, комерцијалне и хипотекарне банке, 2) *институције рефинансирања - трансмисије* (емисионо - финансијске корпорације - емитенти хартија од вредности на бази датих кредита) чине (пара)државне агенције, локалне финансијске агенције и приватне финансијске институције, 3) на страни *инвеститора* (улагача) јављају се

1. На њему се "не верује само дужнику (његовој плати), већ и конкретној ствари (хипотеци - имовини) и држави (њеним гаранцијама)." Дакле, дуг обезбеђује више ствар, него дужник!
2. У САД је током 1992. године промет износио 4,1 трилиона \$, што је више од емисије свих других хартија од вредности - државне хартије од вредности износиле су 1,9, а корпоративне обвезнице 1,4 трилиона \$.
3. Детаљнији приказ структуре хипотекарног стамбеног тржишта у САД и земљама Европе (В. Британија, Немачка, Француска, Шведска) видети у Јанковић, Милош. "Хипотекарно тржиште - развој финансијских механизма стамбене изградње", Београд: Чигоја штампа, 1999.

штедионице, банке, пензиони фондови, осигуравајуће компаније и нефинансијске корпорације, друга правна и физичка лица (који купују хартије од вредности за реална инвестициона средства) уз велики број 4) *дилера и брокера* хипотекарних финансијских инструмената.

Од посебног значаја је заштита инвеститора - купаца хипотекарног *тржишног материјала* - финансијских *инструмената*, како на *примарном* (а) хипотекарни *кредити* и б) примарне хипотекарне *обвезнице*, тако и на *секундарном* тржишту на коме се емитују разни инструменти у процесу *секјуритизације - деривати* кредитних инструмената и њихових деривата.

*Циљ* учесника на хипотекарном тржишту је остваривање зараде уз минимизирање и дисперзију ризика у пословању на два принципијелно различита, али међусобно повезана сегмента тога тржишта (примарном и секундарном). Одобравање хипотекарног кредита и склапање кредитног уговора (као и даље сервисирање) одвија се на примарном тржишту, док продаја тих хипотекарних кредита од стране банака (кредитора), као и даља трговина (препродаја) хипотекарних обвезница међу инвеститорима представљају операције секундарног тржишта.

У најновије време расте број *специјализованих* брокерских фирми за трговину хипотекарним финансијским инструментом, које се наслањају на велике банке и повезују са тржиштем некретнина (стамбеног и комерцијалног простора).

Кретања на хипотекарном тржишту су *барометар* активности - коњунктуре укупне економије развијених земаља, с обзиром да хипотекарни кредит има цикличну природу - у периодима ниских каматних стопа и велике понуде кредита на тржишту, расте и обим хипотекарног кредитирања; обрнуто - у периоду високих каматних стопа и мале кредитне понуде смањују се и фондови за хипотекарно кредитирање (јер инвеститори преферирају хартије од вредности тржишта капитала), па тада држава интервенише својим изворима и мерама у повећању ликвидности хипотекарног финансирања.

Постоји више *различитих модела организације* хипотекарног тржишта у свету (репрезенти: САД - модел хипотекарне емисије са развијеним секундарним тржиштем, и земље ЕУ - Немачка - модел уговорне штедне и хипотекарног кредитирања). У оквиру светских трендова модела - система организације хипотекарног кредитирања и тржишта постоји више модификованих модела према условима и карактеристикама сваке земље (развијених, земаља у развоју и земаља у транзицији) на свим континентима света.

### **3. Финансијски инструменти хипотекарног тржишта и заштита инвеститора**

У развијеним земљама тржишне економије идентификује се (креирано је) више врста финансијских (хипотекарних) инструмената, у које улажу инвеститори.

### 3.1. Примарни хипотекарни инструменти

**3.1.1. ХИПОТЕКАРНИ КРЕДИТ** (*mortgage*) је кредити обезбеђен реалном имовином (залог некретнине). Хипотекарном повериоцу (кредитору) је законски омогућено да, у случају да хипотекарни дужник не испуни услове из хипотекарног уговора у одговарајућем року, прода имовину под хипотеком (*collateral*) на јавној аукцији, из чега приоритетно и ефикасно наплаћује дуг. Хипотекарним кредитом се тргује на примарном, а у последње време и на секундарном тржишту, уз учешће брокера у посредовању. Хипотекарни кредит је сличан хартијама од вредности, јер га држалац може увек продати, али је разлика у томе што код хартија од вредности постоји само један корисник, а више хиљада кредитора (купаца), док код хипотекарног кредита постоји више хиљада корисника, а мали број кредитора.

(1) *Заштитна хипотекарног кредитора* (повериоца - домаћег и страног) подразумева пре свега оцену кредитне способности зајмотражиоца односно способности отплаћивања кредита у утврђеним (дугим) роковима (до 30 година). Оцена предзајмовног истраживања ове врсте кредита је релативно сложенија од других облика кредитирања (а што се регулише пословном политиком банака и пратећим актима), концентрише се на два основна *ризика* односно *критеријума*: стабилност примања и вредност имовине.<sup>4)</sup>

а) Величина и степен *стабилности примања* (дохотка) будућег дужника у оквиру укупног хоризонта отплате су посебно значајни као *основни извори* (заштита) за редовни повраћај средстава, без активирања инструмената обезбеђења. Пошто се кредитирани станови претежно користе за личну употребу ризик неплаћања везан је пре свега за пад дохотка.

Што је показатељ - *оплаћања у односу на приход* (*payment - to income - PТИ*) мањи, већа је могућност да ће се хипотекарни кредит уредно враћати. У дугом низу година, у развијеним тржишним привредама било је формулисано традиционално кредитно правило да укупни издаци за куповину стана (куће) могу износити највише до два и по годишња дохотка домаћинства, а да месечна отплата хипотекарног стамбеног кредита не би требало да пређе једну четвртину укупног прихода зајмопримца, минус све остале месечне отплате (обавезе).

б) Процена *имовине*, која служи као залога или обезбеђење кредита битна је као *секундарни извор* (заштита) враћања хипотекарног кредита и укупног капацитета задужености дужника, због формираног односа између висине кредита и реалне вредности непокретности (*loan to value-ratio- LTV*). Што је овај показатељ нижи, већи је степен заштите за кредиторе. Овај однос, због пада цена некретнина, креће се од 60 - 80%, што се често регулише банкарским законодавствима различитих земаља.

4. Кредитори у развијеним тржишним економијама су разрадили више метода кредитне анализе, као заштите потенцијалних потраживања, при чему се најчешће користи пет аспеката, односно фактора, познатих као традиционално правило 5Ц, а то су: (1) *карактер зајмотражиоца* (*character*), (2) *капацитет задужења* (*capacity to borrow*), (3) *капитал* (*capital*), (4) *обезбеђење* (*collateral*) и (5) *услови* (*conditions*).

Између више различитих метода експертске оцене (лица са лиценцом проценитеља), односно вредновања хипотеке (некретнина) најчешће су у употреби три аналитичка метода: тржишни (компаративни - упоређивања цене сличног стана који је продат у "комшилуку"), трошковни (израчунавање цене новог стана, минус амортизација постојећег) и доходовни (метод капитализације - стопа повраћаја уложених средстава). Процену колатерала стручни проценитељи врше пре одобравања кредита и настављају све до коначне отплате узетог кредита.

Када, након вредновања и експертске оцене, кредитор прихвати хипотеку онда се закључује (*ипред*) уговор о кредитињу (тзв. *хипотекарно писмо*) који укључује више будућих обавеза дужника (редовна отплата, плаћање пореских обавеза на имовину, осигурање имовине и пренос полисе осигурања на кредитора, брижљиво старање о имовини и др.). У САД хипотекарно писмо представља тржишни материјал који добија све више на популарности и представља најугрживију облигацију примарног хипотекарног тржишта. Организатори хипотекарног кредита (брокери, банке и др.) продајом хипотекарног писма остварују приход по основу накнаде или разлике у цени - дисконт инвеститора у односу на одобрени кредит. Главни купци ових писама су државне агенције и компаније под државном "заштитом".

Уговор о кредиту садржи и различите заштитне клаузуле повериоца као што су: забрана отуђења кредитираног објекта, наменска контрола (укупне документације, стања обезбеђења, измењеног финансијског положаја дужника и др.), промена услова кредита у складу са променама законске регулативе, као и тзв. клаузула акцелерације. Ова последња се аутоматски активира у случају да дужник не изврши на време доспелу ануитетску или било коју другу обавезу из уговора и значи проглашавање укупног кредита доспелим за наплату. Дужнику се оставља право откупа (измирења дуга) пре заплене и продаје заложене имовине.

Дужник има право на *ипревремену оипилају* кредита у случају рефинансирања (замене) хипотекарног стамбеног кредита, новим јефтинијим кредитом другог кредитора, или услед продаје заложене куће ради куповине нове, уз нови хипотекарни кредит, што представља ризик кредитора и инвеститора.

Кредитори се при хипотекарном кредитирању сусрећу са *више врста ризика* везаних за промену економских околности и понашања дужника, а посебно *кредитни* ризик, *ризик камаине сипоје* и ризик ликвидности (*реинвестирања*), који захтевају адекватне механизме заштите повериоца, односно минимизирања ризика.

Наведени ризици могу да буду минимизирани државним гаранцијама хипотекарних кредита, мада неутрализација свих ризика подразумева више механизма и инструмената.<sup>5)</sup>

(2) *Заштитна кредитора и дужника током амортизације хипотекарних кредита*. Постоји више типова (модела) хипотекарних кредита, који се разликују по методу ликвидације (гашења) дуга, а зависе од услова финансијског тржишта на коме се појављују кредитор и корисник кредита. Сви ти модели се своде на тради-

5. О чему ће бити више речи у наставку текста.

ционални и модификоване типове отплате, при чему је степен повраћаја хипотекарних кредита близу 100%, захваљујући ефикасном обезбеђењу потраживања.

а) *Традиционални ипип оиплаије* подразумевао је класичан амортизациони начин отплате системом једнаких месечних ануитета, који у себи садржи отплату главнице и камату, уз фиксну каматну стопу.

Месечни ануитети традиционалног хипотекарног кредита су једнаки током укупног периода отплате (до 30 година - 360 месеци). У почетном периоду већи део ануитета односи се на камату, док касније расте удео главнице у ануитету.

б) *Модификовани ипипови оиплаије* представљају данас финансијску иновацију револуционарног значаја - после 80-их година и слома америчких штедно-кредитних асоцијација, због уговарања фиксних каматних стопа на кредите, а променљивих камата на штедњу (тзв. каматне маказе). Ради се о променљивим отплатама хипотекарних кредита на развијеним финансијским тржиштима у условима инфлаторних тенденција и јачања конкуренције на тржишту капитала.<sup>6)</sup>

Институционални инвеститори су заинтересовани за хипотекарне кредите због више камате коју они носе у односу на државне обвезнице и комерцијалне записе.

**3.1.2. ПРИМАРНЕ ХИПОТЕКАРНЕ ОБВЕЗНИЦЕ** (њихова емисија и промет) сличне су осталим дужничким хартијама од вредности, које купују инвеститори.

Ове хипотекарне обвезнице представљају форму дугорочних обвезница које су додатно обезбеђене (заштићене) реалном имовином, а служе за финансирање изградње комерцијалних објеката и финансирање компанија (при чему осигурање чини само реална имовина, тј. један део имовине предузећа, а не укупан приход, као код осталих обвезница предузећа). Главне врсте примарних хипотекарних обвезница су:

*оипипије* хипотекарне обвезнице (*mortgage bonds* - MB) - осигуране хипотеком на целокупној имовини компаније,

*сипецифичне* хипотекарне обвезнице (*property specific bonds* - PSB) осигуране хипотеком на једном конкретном објекту,

*церицификацији о залoгу оипреме* (*equipment trust certificates* - ETC) који су обезбеђени залагањем транспортних средстава, машина и друге опреме. Код ових обвезница кредитор има право над опремом док дужник не изврши све своје обавезе.

6. Развијено је више модификованих облика отплате хипотекарних кредита, од којих су најпознатије следеће хипотеке: (1) *варијабилна* (променљива) каматна стопа (*adjustable - rate mortgage*, ARM); (2) *периодична* промена каматне стопе (*balloon reset mortgage - roll-over mortgage*, RM); (3) *посипеипени* раст плаћања (*graduate mortgage* - GPM); (4) *периодично* (сипеипенацио) повећање уплата (*step - rate mortgage*, SRM); (5) *обрнути ануипијеи* (*reverse - annuity mortgage*, RAM); (6) *заложни рачун* (*pledged - account mortgage*, PAM); (7) *канадски* (*revolving*) кредит; (8) *конвертирујући* кредит; (9) кредит са *еластичном* отплатом, односно повлашћеним грејс периодом; (10) *учеиће кредитиора* у прирасту вредности хипотеке и др.

Најчешће их емитује железница ради инвестиционих улагања, а обезбеђене су високом вредношћу опреме.

По својој природи, примарне хипотекарне обвезнице су најсличније доходним обвезницама државе или локалне самоуправе, јер се отплаћују приходом од реализације пројекта, који се финансира овим хартијама од вредности.

### 3.2. Секундарни хипотекарни инструменти

Секундарно хипотекарно тржиште функционише преко два основна паралелна механизма.

(I) Први механизам представља *приватни власман* или *директне купопродаје* хипотекарних *кредита* (реализованих на примарном тржишту) између хипотекарних банака и институционалних инвеститора, који их могу даље продавати све до момента крајњих рокова доспећа кредита. Овај механизам подразумева пулове кредита и продају учешћа у њима уз право инвеститора на принос од камате и отплате, укључујући и превремену отплату кредита.

(II) Други механизам се односи на *јавну емисију - секјуријизацију*, односно *рефинансирање хипотекарних кредита кроз емисију хипотекарних хартија* од вредности на основу *ула* примарних инструмената и продају институционалним инвеститорима. *Секјуријизација* представља процес трансформације хипотекарних кредита у маркетинбилне (утрживе) хартије од вредности кроз више операција: од иницијалног одобравања класичних кредита преко структурирања новокомпонованих обвезница, односно усклађивањем рокова и камате са кредитима ("препакивање"), побољшања кредита системом гарантовања, прометом (продајом) секјуригизованог кредита на секундарном тржишту и сервисирањем иницијално одобрених кредита (отплата и др.).

У оквиру механизма јавне емисије, савремени развој идентификује више врста секундарних хипотекарних инструмената и то: хипотекарне *зложнице*, хипотекарне *ујединице* и *деривативне* хипотекарне *обвезнице*.

*Хипотекарне зложнице* служе за рефинансирање датих хипотекарних кредита, а гарантоване су двоструко (поред зложене имовине и од стране државе). Хипотекарне *зложнице* (*mortgage backed securities - MBS*) као најмаркетабилније и најпопуларније хартије од вредности, карактерише пренос права својине из хипотеке (пленидба имовине) са емитента на власника зложнице (у случају неизмиривања обавеза дужника) којом се рефинансирају првостепени хипотекарни кредити. Амортизација ових зложница усклађује се са планом амортизације одобрених дугорочних кредита. Због своје сигурности и државног гарантовања (ранг троструко А) инвеститори у САД (банке, пензионери фондови и осигуравајући заводи) купују ове хартије унапред - два до три месеца раније него што их емитенти (FNMA, FHLMC, банке и штедионице) уведу на тржиште.

2. Хипотекарне *ујединице* имају два облика: *прослеђени сертифицирајући* (*pass through securities - PTS*) и тзв. *сертификајући о учешћу* (*Participation certificate - PC*) су

модернији облици хипотекарних заложница (настале 1972. год. у САД, са процесом *секјуритизације*).

а) *Прослеђени сертификати (PTS)* емитују хипотекарне банке а гарантован је од стране државне агенције GNMA или га (све више) емитује *државна агенција GNMA* ради повећања ликвидности и смањења кредитног ризика. Због израженог ризика реинвестирања (превремена отплата хипотекарног кредита због снижења каматних стопа на тржишту), хипотекарне упутнице носе вишу каматну стопу (нижи принос од доспећа) у поређењу са државним дугорочним обвезницама. Због *дубоких гаранција* (GNMA на сертификат и обавезно FHA или VA на хипотеку кредитни рејтинг им је изједначен са државним обвезницама.<sup>7)</sup>

б) *Сертификат о учешћу (PC)* емитује друга државна агенција - *FHLMC*. Код ових сертификата се *не захтева осигурање* FHA или VA за хипотеке у пулу и због тога имају нижи кредитни рејтинг. Право на принос сертификата је у пуној сразмери са учешћем удела у пулу кредита (као у затвореном инвестиционом фонду). Пул може да буде формиран на бази малог броја, али и више хиљада стамбених хипотекарних кредита. Исплате приноса упутница (Cash flow-a) преносе се према динамици исплате кредита. Инвеститор не мора да купи све упутнице већ сразмерни део пула. Месечне отплате и камате које корисници кредита плаћају кредитору (као и превремена отплата) овај преноси пулу, који их даље "упућује" инвеститору. Инвестиционе перформансе упутница зависе од: облика гаранције, броја поверилаца у пулу, карактеристика и врсте кредита, минималне величине пула, типа амортизације кредита и сл.

Последњих година хипотекарне упутнице у САД имају високу стопу раста, тако да по обиму промета надмашују највећу берзу NYSE.

3. *Деривативне хипотекарне обвезнице* су настале управо због потребе смањења ризика реинвестирања, као деривати хипотекарних упутница.

Најпознатија је *колатерална хипотекарна обвезница (collateralized mortgage obligation - CMO)* емитована, тек 1983. год. у САД, на основу пула хипотекарних упутница (ресекјуритизација) или хипотекарних кредита. Карактеристика ове обвезнице је у томе што су учешћа у пулу хипотекарних упутница подељена на више класа (транши), где сви власници обвезница добијају камату, док се отплата дела (и превремена) главнице (као колатерал - зато и овај назив) користи за откуп (искуп) појединих транши колатералних обвезница - прве, затим друге и тако редом.

За разлику од хипотекарних упутница, CMO обвезнице *нису гарантоване од државе већ од приватних осигуравајућих* компанија, гласе на релативно мале износе, нису стандардизоване, имају слабо хипотекарно тржиште и малу ликвидност. Карактеристике их нижи рејтинг (једноструко А или троструко Б) и краћи рокови доспећа (од краткорочних до дугорочних).

7. О државним агенцијама у САД биће више речи у наставку текста.

Купци ових хипотекарних хартија су институционални портфолио инвеститори мотивисани деобом ризика превремене отплате на различите рокове доспећа, док се трговина овим хартијама одвија на тржишту према правилима која важе за државне обвезнице.

#### 4. Основни модели хипотекарних тржишта у савременом свету

Досадашњи развој хипотекарног тржишта идентификовао је више модела организације, који се могу свести на два основна: (1) *амерички* са развијеним секундарним тржиштем уз доминантну улогу државних агенција и (2) *евројски* са доминацијом банака и уговорне штедне (Немачка и Француска) или грађевинских друштва (Велика Британија).

##### 4.1. Амерички модел

4.1.1. САД имају *најразвијеније* секундарно хипотекарно тржиште на свету. Готово 2/3 хипотекарних кредита је предмет трговине, па су осигуране хипотеке сада главни део финансијских тржишта. Развој овог секундарног тржишта у САД је почео после велике економске кризе и далеко је испред других развијених земаља тржишне привреде које су формирале одговарајуће институције и примењују одговарајуће технике на секундарним тржиштима тек од 1987. (Велика Британија) и касније.

Развој секундарног хипотекарног тржишта у САД био је интензиван захваљујући активној улози *државе*, која је преко својих (федералних) *агенција осигуравала* и *гарантовала* кредите одобрене од стране приватних кредитора, подижући њихову маркетбилност. Њихов циљ је био продубљивање секундарног тржишта, укључујући и њихову носећу улогу у хипотекарним *уловима*. Оне су одиграле стабилизирајућу улогу на хипотекарном тржишту 80-тих година када је дошло до великог потреса изазваног кризом штедно-кредитних асоцијација (С&Лс) услед фиксних каматних стопа.

*Кредиторе* на секундарном хипотекарном тржишту односно *изворе фондова* за хипотекарно кредитирање чине 1) депозитне институције (штедно-кредитне асоцијације, штедионице), 2) хипотекарне банке и компаније (које не држе хипотекарне кредите стално у свом портфељу већ их продају) и 3) комерцијалне банке.

*Механизми* хипотекарног тржишта су регулисани од стране *државе* (квази државних институција - агенција) или *организација приватног тржишта* (које у последње време бележе раст и броја и утицаја). Државне агенције обезбеђују привлачност хипотеке као најсигурније инвестиције преко: (1) увођења једнообразних кредитних *стандарда* и документације (оне утврђују које ће хипотеке бити на секундарном тржишту), (2) увођења хипотекарног *осигурања* и *гарантовања*, (3) разраде и увођења различитих *инструмената* хипотекарног тржишта, (4) *куповине* хипотекарних кредита и *емисије* хартија од вредности са највећом *ликвидношћу* на тржишту, и др.

САД су формирале више државних агенција и приватних компанија за осигурање и гарантовање хипотекарних кредита, чиме се обезбеђује национализација ризика на хипотекарном тржишту. Мерено укупним обимом емисије најзначајније су три институције: "Фени Меј", "Фреди Мек" и "Џини Меј", које имају преко 80% укупне секјуритизоване хипотекарне задужености.

1. Агенција FNMA (*Federal National Mortgage Association* - Федерална национална хипотекарна асоцијација или "Фени Меј" има посебан стратегијски значај, као највећи појединачни инвеститор на тржишту хипотекарних кредита у свету (четири пута већи од највеће штедионице у САД). Основана је још 1938. године од стране конгреса са циљем да обезбеђује ликвидност и стабилност на тржишту куповином и продајом како конвенционалних, тако и осигураних или гарантованих хипотекарних кредита. Понекад је називању (поистовећују са) секундарним тржиштем хипотекарних кредита.

Њене хартије од вредности, као и других државних агенција, карактерише емисија у складу са актима Конгреса САД, ослобођене су обавезе регистрације од Комисије за хартије од вредности и берзе, као "државне хартије од вредности" и може их куповати Централна банка.

FNMA кућује кредите на секундарном тржишту по каматним стопама које се дневно мењају и, преко краткорочних интервенција и дугорочних куповина утиче на кретање цена у својству дугорочног инвеститора односно *маркејмејкера*. "Фени Меј" има два основна правца активности: прибављање пулова хипотекарних кредитних портфела за сопствени портфел и замену тих пулова за хартије од вредности обезбеђене хипотеком - хипотекарне *заложнице* (MBS).<sup>8</sup>

Ова агенција је све до 1968. године била у државном власништву, а тада се дели на две корпорације - "Џини Меј" и "Фени Меј" која је *сачувала стари назив*, али је *прешла потпуно у приватно акционарски власништво*. Њене акције се сада активно купују и продају на Њујоршкој берзи.

Пословање ове корпорације контролише Министарство за развој становања и урбанизма прописујући максимални однос задужености према сопственом капиталу. Био је предвиђен механизам активирања кредитне линије од стране Министарства финансија у износу од 2,25 милијарде \$ у случају потребе.

Портфел хипотекарних кредита FNMA финансира зајмовима на унутрашњем и спољном тржишту. Операције са MBS најбрже расту али и краткорочне дуговне обвезнице, што је чини највећом компанијом у свету која емитује дуговне обвезнице. Дуговне хартије од вредности ове корпорације су њене обавезе, без осигурања или гарантовања од стране државе, али се на тржишту рангирају као мање ризичне и због тога што се продају на аукцијама у одређене рокове према месечном плану усаглашеним са органима државе. Активно се мобилишу сред-

8. Ови хипотекарни кредити морају испуњавати следеће стандарде: рок враћања 15 или 30 година, месечна отплата - самоамортизација, лично учешће најмање 20%, фиксна или променљива каматна стопа, могућност превремене отплате кредита, негарантовани кредити за стан не могу прелазити 191.250 \$

ства емисијом дуговних хартија од вредности од стране страних инвеститора (више од 1/4) на тржиштима еврообвезница и јапанских обвезница (Самурај), чија се номинална вредност изражава у две валуте.

Иако је сада у потпуности у приватном власништву акционара, ова корпорација, са седиштем у Вашингтону и са својих 5 регионалних центара, није потпуно самостална - од 18 чланова Савета директора њени акционари бирају 13, док осталих 5 одређује председник САД. Ова агенција је сачувала још увек низ веза са државом, користећи се привилегијама државне организације. Заузврат, она за Американце има важну друштвену мисију - као партнер државе обезбеђује могућност доласка до стана за оне са ниским и средњим приходима.

2. Посебан значај има чиста државна агенција GNMA (*Government National Mortgage Association* - Владина национална хипотекарна асоцијација) - познатија као "*Гини Меј*". Ова (у потпуности) државна институција основана је 1968. године (као део FNMA), при Министарству за развој стамбене изградње и урбанизма. Председника ове агенције, која се налази у Вашингтону и нема филијала, поставља председник САД, а одговоран је секретару министарства. Основна функција агенције је да повећа број кредита људима са *нижим* и средњим *приходима* за стамбену изградњу, преко секундарног хипотекарног тржишта. То остварује разрадом специјалних видова помоћи односно програма који захтевају владине субвенције (каматне стопе испод тржишних) и системом гарантовања благовремене исплате основног дуга и камате по хартијама од вредности емитованим на бази хипотекарних кредита које одобравају приватни кредитори, најчешће хипотекарне банке, а који су осигурани код ФНА и VA и подржани од пулова. За своје услуге наплаћује провизију у износу од 0,06% месечно на стање неотплаћеног хипотекарног дуга на који су издате хартије од вредности.

Овај програм гарантовања се реализује тако што кредитор (хипотекарна банка која је креирала одређени квантум хипотекарних кредита или их откупила) формира пул хипотекарних потраживања и обраћа се GNMA за одобрење емитовања *прослеђених сертифицирања* (PTS), као и за њихово гарантовање. Емитент "потпуно модификованих" - PTS хартија од вредности фиксира каматну стопу за одговарајући пул, која одговара камати по кредитима, и одговоран је за маркетинг и администрацију ових хартија, укључујући и прикупљање месечних анuitета за инвеститора. Ако оригинални хипотекарни дужници касне са отплатама или чак банкротирају, исплату врши гарант - GNMA. Сертификат GNMA оснивач пула лако уновчује на берзи јер се ради о хартији од вредности са високом тражњом због сигурности - гаранције државе.

Предности везане за цену GNMA сертификата на берзи у односу на друге хартије од вредности са фиксном каматном стопом су у томе што се код ових хартија *месечно отплаћује* и *главница која се одмах може реинвестираћи*, а то доноси додатни приход, за разлику од државних обвезница на које се до коначног доспећа исплаћују само каматни купони. Друга предност је у *краћем* веку ових хартија (просечно 12,5 година) у односу на примарно одобрене хипотекарне кредите на

30 година, јер се исти, због мобилности становништва из стана у стан, отплаћују пре рока. Овај сертификат, настао по основу кредитирања стамбене изградње, наставља свој засебан живот квалитетне дугорочне хартије од вредности на берзи, али је истовремено и врло *ликвидан* и *доходован* (због више камате) финансијски инструмент.

3. *Корпорација FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation* - Федерална корпорација за кредитирање по основу хипотека) познатија као "*Фреди Мек*" основана је од стране Конгреса 1970. год., са акционарским капиталом 12 федералних банака, а са циљем да одржава и развија секундарно тржиште "*обичних*" - *конвенционалних (неосигураних и негарантованих)* хипотека и повећава ликвидност инвестиција у хипотекарном бизнису.

Она *купије* хипотекарне кредите и касније *препродаје* путем *емисије РСs* - (хипотекарних *сертификата о учешћу* - потврда о уделу у пулу), као карика хипотекарних кредита и тржишта капитала. Нуди и "програм гараната или трампе" којим купује хипотекарни кредит од кредитора, а онда продаје преко РСs, који се записује на том истом кредиту, истом кредитору, трансформишући га у маркетбилни инструмент. Гарантује одложено плаћање камате и коначну отплату главнице купцу њихових хартија од вредности. Приход остварује из разлике у камати на купљене кредите и продате хартије од вредности, чиме избегава и ризик променљивих каматних стопа. Она је *највећи купац и продавац (препродавац) хипотекарних кредита и хартија*, док је број задржаних кредита у билансу скроман, у чему је битна разлика у односу на FNMA.

Значај агенције "Фреди Мек" је у томе што је покренула формирање приватних хипотекарних пулова на основу конвенционалних - неосигураних кредита (Bank of America је 1977. године формирала први приватни хипотекарни пул). Све до тада искључиво владине агенције су издавале обвезнице и трансферабилне сертификате о уделу, који су као основу и обезбеђење имали хипотекарне кредите. Од 1983. године FHLMC издаје обвезнице осигуране хипотеком - MBS.

Ова агенција послује као корпорација, плаћајући порезе као било које приватно предузеће, али председник САД поставља 3 члана њеног савета директора.

У најновије време расте број *приватних корпорација* (без икакве везе са државним агенцијама) које повећавају учешће у финансирању на основу куповине и продаје негарантованих хипотекарних кредита и хартија од вредности обезбеђених тим кредитима (Саломон брадерс, Ценерал електрик кредитна корпорација, Корпорација за хартије од вредности обезбеђене хипотекарним кредитима, Корпорација за маркетинг у сфери хипотекарног бизниса - Меги Меј, и др.) Пошто се ради о државно негарантованим хипотекарним кредитима, као и хартијама од вредности обезбеђеним њима, захтева се њихов рејтинг. С тим у вези расте и значај приватних *рејтинг компанија* - агенција, које као независне институције дају оцену (од максималне три А до три Б) способности емитента дугорочних обвезница да плати основни дуг и камату по кредитима. Ове институције анализирају

предмет залогe и механизам финансирања (осигурање или гаранције трећих лица) ради утврђивања степена заштите инвеститора.

**4.1.2. Јужноамеричке земље** Колумбија и Аргентина су прве међу земљама у развоју развиле секундарна хипотекарна тржишта (Колумбија 1995., Аргентина 1996. године) дизајнирањем стандардног модела хипотекарног кредита.

Од азијских земаља, приватне банке у Хонг Конгу емитовале су хипотекарне заложнице 1997. године, а исте године (по узору на САД Фени Меј) основана је Хонг-кошка Хипотекарна корпорација за развој секундарног хипотекарног тржишта.

#### **4.2. Европски модел(и)**

У земљама ЕУ (за разлику од САД) хипотекарни кредити остају у портфељу кредитора, који не пребацују финансијске ризике на остале учеснике тржишта.

Државе Европске уније имале су за циљ стварање јединственог хипотекарног тржишта *Евројске уније*, односно пуну интеграцију националних хипотекарних тржишта, која још увек није остварена у смислу слободног тржишта.

Директивом о хипотекарном кредиту (1984.год.) укидају се рестрикције хипотекарним институцијама за деловање у осталим земљама ЕУ, стандардизацијом хипотекарних техника.

Другом директивом о кредитним институцијама (која се примењује од 1993. године) стандардизовани су услови за формирање филијала у другим земљама ЕУ.

Постоје бројне специфичности, али и припреме за слободан улазак институција на хипотекарна тржишта других земаља чланица ЕУ: повољније кредитирање домаћих институција, диференцираност кредита, лојалност штедиша, постојање економије обима, пореске стимулације, правна регулација и језичке баријере. Због тога хипотекарне институције наступају са политиком аквизиције или заједничких активности на другим тржиштима.

Земље чланице ЕУ имају своје врло *специфичне* институције и финансијске инструменте хипотекарног тржишта.

1. *Немачка* има најдужу традицију (од пре два века - тип коператива руралних хипобанака) у хипотекарном кредитирању. Њене *штедионице* (*bausparkassen*) су највеће специјализоване институције за финансирање станова уговорним системом хипотекарних кредита "штедња (депозит) - кредит", као затворен модел кредитирања према реду улагача - наменских штедиша. Штедионице акумулирају своје фондове кроз штедне улоге грађана, а јављају се и у улози инвеститора - држе дате кредите у свом портфељу. Штедиша може да бира (месечни) износ депонувања средстава који одређује и време чекања и износ кредита (према утврђеним коефицијентима и шемема), као и камату на штедњу, која аутоматски одређује и висину камате на кредит. У овом систему штедне присутне су значајне државне олакшице (премије, ослобађање од пореза и др.), као и (по правилу) "троделни пакет" у финансирању стана - краткорочни кредит, кредит на бази I и II хипотеке и

то комбиновано (од више институција - штедионице, комерцијалне и хипотекарне банке).

Од 1991. године, у складу са оријентацијом на формирање хипотекарног тржишта Европске уније, стамбене штедионице развијају уговорну штедњу и одобравају хипотекарне кредите на бази залога земљишта у иностранству, а могу да преузимају и страна предузећа. *Хипотекарне банке*, (државне или филијале комерцијалних банака) емитују *хипотекарне заложнице* (*pfandbrief*) којима рефинансирају хипотекарне кредите продајом на тржишту. Немачке хипотекарне заложнице, као банкарске хартије, су најразвијеније у ЕУ. Карактеристике их висока стандардизација и ликвидност - гласе на доносиоца и у мањим су апоенима (100 - 1000 DM) што их чини доступним и становништву, фиксна каматна стопа, уобичајени рок - доспеће 10 година, висок колатерал (кредит 60%), један пул кредита за све заложнице једне институције, доминација (2/3) јавних у односу на приватне заложнице, вредност емисије од 50 милиона до 1 милијарде DM. Њихову емисију одобрава и контролише владина институција - оне су са највишим могућим кредитним рејтингом.

Пошто фиксни приноси умањују тржишну атрактивност ових хартија од вредности у условима инфлације, хипотекарним банкама је омогућено да након пет година од емитовања, могу, уз претходну најаву, да *ојкује* своје хипотекарне заложнице и да их касније поново продају. Тако су хипотекарне банке добиле улогу (само) регулатора хипотекарног тржишта, коју у САД имају државне агенције.

Највеће *приватне* хипотекарне банке претежно финансирају бродоградњу и пољопривреду, као профитабилнија поља хипотекарне активности од станограђење.

2. У *Француској* се хипотекарно тржиште развија уз учешће хипотекарних банака, штедионица и специјализованих институција, и то системом депозита и уговорне штедње (тзв. отворен модел, као модернизација немачког) и емисијом и прометом хипотекарних *заложница* (*lettres de gage*), а од 1991. године и хипотекарних *ујујиница* (са својствима америчких *pass-through securities*) у процесу секјуритизације (ОСИГУРАЊА? прим. Д.З.) хипотекарних кредита.

Секундарно тржиште постоји од 1966. године и *контролише* *la Credit Foncier*, као "полудржавна" (у власништву акционара) финансијска хипотекарна банкарска институција, која је имала државни задатак да подстакне увођење тржишта хипотекарних кредита, емисијом хипотекарних заложница са доспећем до 12 година, које су гласиле на доносиоца и имале су и променљиву стопу приноса.

У циљу повећања обима рефинансирања хипотекарних кредита (до 1990. год. свега 20%), формирана је посебна институција - *Банка за хипотекарно рефинансирање* (Caisse de Refinancement Hypothécaire - CHR). Она је, попут америчке GNMA владине агенције, убрзо подигла ниво рефинансираних хипотекарних кредита на преко 50% у укупном рефинансирању, емисијама хипотекарних упутница са роком доспећа *преко* 12 година и привлачењем тражње институционалних инвеститора.

3. Велика Британија заслужује пажњу због праве револуције у депозитном и хипотекарном финансирању преко специјализованих штедионица за станоградњу - *грађевинских друштва* (*building societies*), која нису позната у осталом свету. Преко својих филијала (од 1992. год.) послују у земљама ЕУ, као највећа мрежа.

Прво секундарно хипотекарно тржиште у Европи, односно секјуритизација кредита настаје најпре у Великој Британији 1987. године, емисијом хипотекарних *уједињеница* од стране *централизованих кредитора*, (као пионир у Европи). Сматра се да је ово хипотекарно тржиште најразвијеније после америчког, иако није имало државну стимулацију као у САД. Централизоване кредитне институције - корпорације на овом тржишту су Национална корпорација стамбених кредита (National Homes Loans Corporation), Хипотекарна корпорација (The Mortgage Corporation) и Стамбена хипотекарна корпорација (The Household Mortgage Corporation). Ове три *централизоване институције* се разликују од грађевинских удружења и банака по томе што немају своју мрежу филијала (за пласман својих производа користе продајне снаге осигуравајућих компанија, кроз метод отплате кредита само делом камате). Ове институције преузимају хипотеке и формирају *пул* хипотекарних кредита, на основу кога се *емитују* хипотекарне *заложнице* (*Mortgage Backed Securities*), које се не продају банкама већ институционалним инвеститорима. Пул стамбених кредита (на бази хипотеке I реда, кредит 80%, минимални број кредита у пулу 300 и сл.) полази од оцене рејтинг агенција. Од 1987. године у Великој Британији је било 123 емисије (MBS) са око 26,3 милиона \$, док су друге европске земље имале симболичне емисије ових хартија.

4. *Земље у транзицији* (Пољска, Чешка, Русија и др.) тек од 1993. године развијају елементе система хипотекарног кредитирања стамбене изградње и успостављања секундарног хипотекарног тржишта формирањем државних агенција за рефинансирање хипотекарних кредита. Хипотекарне банке и штедионице дају кредите само оним зајмотражиоцима који са 1/4 примања могу да покрију месечни ануитет и то по 2 - 3 пута вишој каматној стопи (20 - 30%) него у земљама са развијеним хипотекарним тржиштем (8 - 12%). Уводе се извесне субвенције и гаранције државе за нискодоходна домаћинства. Присутна је незаинтересованост банака због недостатка дугорочних извора средстава, високих цена станова у односу на примања, неизграђености хипотекарне инфраструктуре и законодавства у овој области. Због тога се појављује (као печурке после кише) више различитих "модификованих" модела који комбинују поједина искуства развијених земаља у погледу штедње, кредитирања и инвестирања у хипотеке. Појављују се и прве хипотекарне хартије од вредности осигуране и гарантоване од стране државе, чиме се чини корак ка цивилизованом тржишту.

## 5. Формирање и перспективе хипотекарног тржишта у нашој земљи

5.1. Далеко пре других земаља (крајем XIX века) у Србији је зачето хипотекарно кредитирање, оснивањем *Управе фондова 1862. године*.

Законом из 1898. године Управа фондова је добила овлашћење да на бази и до нивоа датих зајмова може емитовати државне *заложице*, чиме је попримила карактер хипотекарне институције.

После Првог светског рата, 1922. године Управа фондова се законом трансформише у *Државну хипотекарну банку* (ДХБ) Краљевине Срба, Хрвата и Словенаца (СХС), као модерну банкарско-хипотекарну институцију мешовитог типа.

Банка је одобравала више врста кредита - од хипотекарних, преко комуналних, карткорочних кредита за грађење и др., а на основу прикупљања средстава штедне, текућих рачуна, емисије заложница и облигација и др.

Све до Другог светског рата грађани су користили хипотекарне стамбене кредите, да би тада ово кредитирање доживело и свој крај - укидањем хипотекарних институција.<sup>9)</sup>

Општа оцена и поука овог периода (а то је показало и искуство развијених земаља) је да се без *активне улоге државе* не може решити питање дугорочног хипотекарног кредитирања, како у погледу регулативе и институција, тако и у погледу инструмената финансирања и заштите инвеститора.

**5.2. Перспектива развоја** хипотекарног тржишта у нашој земљи везана је за више разнородних фактора (политичких, економских, правних, социјалних, и сл.) тј. за неопходност реформи и тржишни преображај, стабилност и развој укупне економије, који захтева не само друштвену и политичку сагласност, већ и дубоке институционалне промене и професионалан рад на стварању правне средине, нормативне основе и државне координације хипотекарног тржишта.

1. Прву групу, *економских, фактора* чине *макроекономски и финансијски услови* који ће утицати на развој хипотекарног тржишта и заштиту инвеститора, а односе се на стабилност цена (ниво инфлације) и девизног курса, стабилизацију и даљи развој финансијског и кредитног тржишта и општи развој тржишта хартија од вредности, реструктурирање банака и предузећа, стабилност зарада и куповну моћ становништва која утиче на обим и ликвидност тржишта некретнина и могућност штедне за стан. За развој хипотекарног кредитирања од значаја су бројне мере државе у правцу заштите инвеститора (гарантовања хипотекарног кредита и хартија од вредности, субвенције грађанима, ослобађање од пореза на штедњу за стан и формирање специјализоване државне агенције за хипотекарно кредитирање, смањења ризика кредитора и инвеститора и др.).

2. Друга група, *правних, фактора* која утиче на развој хипотекарног тржишта и заштиту инвеститора односи се на *законодавну, правну и институционалну инфраструктуру*. При томе је битно истаћи (1) значај хармонизације са ЕУ (која се не састоји у преписивању прописа и решења у земљама ЕУ - како се упозорава у Белој књизи о хармонизацији) и (2) значај надзорних органа на хипотекарном тржишту.

9. У зграду Државне хипотекарне банке после Другог светског рата смештен је Народни музеј, а последња књига из области хипотекарног права код нас написана је још почетком прошлог века. Др Лаза Марковић, "Хипотекарно право", Геца Кон, Београд, 1911.

А) *Законодавна инфраструктура*, као најважнији елемент инфраструктуре хипотекарног тржишта, треба да обезбеди читав сет закона и подзаконске регулативе за ефикасно функционисање тржишта хипотека.

При томе се, пре свега, мисли на доношење нових (финансијских) закона, и то: *Закон о тржишту хартија од вредности*, *Закон о инвестиционим фондовима* (на чијим пројектима се ради већ неколико година - радна група Савезне владе завршила нацрте у септембру 2000. године), и др. Ови закони треба да, у складу са међународним стандардима и праксом (принципи IOSCO, директиве ЕУ и др.), обезбеде чвршћу правну позицију врховног државног регулаторног органа ("пса чувара") на тржишту хартија од вредности *Комисије за хартије од вредности*. Комисија за хартије од вредности је, данас, свуда у свету, регулаторни орган (институција) на тржишту хартија од вредности, попут централне банке која је регулатор на тржишту новца и кредита. Комисија, дакле, обезбеђује законска права (али и надзор) за све учеснике тржишта, обезбеђује и стално повећава транспарентност тржишта, стимулише увођење нових финансијских (посебно хипотекарних инструмената), кроз сталну координацију државних органа, професионалних учесника и емитената, а све у циљу поверења инвеститора (домаћих и страних) и њихове ефективне заштите. Новим законом (нацртом) се дефинишу ближе ингеренције регулаторног органа у давању одобрења за емисије хартија од вредности на бази ревизије биланса и рачуна емитента, проспекта емитента, контрола емитената и професионалних учесника, развој и унапређење регулаторног оквира и аката комисије који треба да елиминирају рупе и пропусте у регулативи, а све у циљу заштите права инвеститора. Стална регулација професионалне активности на тржишту хартија од вредности подразумева развој процедура интерне контроле и оперативне контроле – инспекције професионалних учесника, превенцију конфликта интереса односно стављање интереса инвеститора испред свога тржишног интереса. Јавност -објављивање информација (билтен, саопштења и др.) комисије о свим учесницима, догађајима, мерама и санкцијама представља ефикасно средство за заштиту интереса инвеститора. Закон треба да обезбеди снажнију улогу саморегулаторних органа (берзе и удружења берзи и берзанских посредника) и регистара хартија од вредности (регистри комисије, централни регистар, судски регистри и др.) у заштити инвеститора у више врста финансијских инструмената и институција хипотекарног тржишта, јавност и доступност правих, а не лажних, информација о тржишту хартија од вредности, заштиту поверилаца – инвеститора од инсајдер трговаца, од несавесних емитената и корисника кредита, сузбијање потенцијалних манипулација, монопола и неефикасног развоја. Бројна питања дефинисана законом треба да буду детаљније разрађена подзаконским актима комисије (која као регулатор има моћ да разрађује законе).

Следећи, нови – изузетно битан, је *Закон о хипотеци* (залози некретнина) – чији модел нуди ЕБРД – који треба, прво, да омогући (озакони) право кредитора да исели неплатишу хипотекарног кредита из стана, ако не плати три месечна анuitета – што представља »револуцију« у хипотекарним пословима, јер је до сада то

било врло »сложено«, односно немогуће. Додуше, *Законом о извршном постојању* дата је могућност споразумне хипотеке (као судског поравнања односно извршне исправе којом се без судског поступка може поднети предлог за извршење односно преузимање заложне непокретности), али је (члан 5. овог закона) забрањено извршење на објектима за становање и обављање привредне делатности (у циљу заштите егзистенције дужника и његове породице). Споразумна хипотека, као ефикаснија од уговорне хипотеке дефинисане *Законом о својинско – правним односима*, пати од неефикасности (поступак реализације траје и више месеци). Пошто су законска решења »везивање руку« кредиторима, они су често користили »неформалне методе« у наплати потраживања (недозвољено привођење и буквално везивање дужника!). Други значајан квалитет овог новог Закона о хипотеци (залози) односи се на развој хипотеке односно тржишта хипотекарних хартија од вредности. Наиме, емисија хипотекарних хартија од вредности само је наведена у важећем *Закону о хартијама од вредности* (донетог 1995. године), који (члан 35.) дефинише хипотекарну заложницу као обвезницу (обавезе емитента обезбеђене хипотеком) коју емитује банка у циљу рефинансирања датих хипотекарних кредита. Неопходно је, међутим, детаљније дефинисање процедуре која карактерише специфичност емисије хипотекарних хартија од вредности и њиховог осигурања и гарантовања, као и механизам промета на тржишту. То подразумева да је обезбеђење кредита, као и хартија које се на основу њих емитују (ради рефинансирања кредита) засновано на укњиженим непокретностима, које се са теретом односно хипотеком преносе на емитента хипотекарних заложница, при чему је битно да процену непокретности врши проценитељ са лиценцом. Као што је истакнуто, примарне хипотекарне обвезнице могу да емитују небанкарске компаније – предузећа, те је нужно детаљније уредити и тај део правног поља.

Сегмент законодавне активности подразумева и *хармонизацију већег броја других закона* повезаних са тржиштем хартија од вредности и хипотеком, осим *Закона о облигационим односима* – кога примењују и друге државе бивше СФРЈ - јер је својим решењима на нивоу »репрезентације« савременог европског права, обезбеђујући широк правни оквир за регулисање заложног права и заштиту инвеститора (поверилаца).

Б) *Правна инфраструктура* (правни систем уопште) треба да обезбеди унапређење општег стања правне средине наше земље – независност судске власти и поверење у судство. То се посебно односи на: а) ефикасну заштиту права својине (некретнина) и прецизно разјашњавање приватне и државне (поред дуго година присутне друштвене својине), б) спровођење денационализације имовине, в) решавање проблема национализације тзв. градског грађевинског земљишта, г) формирање и ажурирање катастра непокретности и стандардизовање уписа заложног права (као у развијеним земљама), д) брзо и праведно решавање спорова.

В) *Институционална инфраструктура*, пратећи реформе и економски развој, треба да обезбеди и активира основне учеснике хипотекарног тржишта (примарног и секундарног) - специјализоване штедионице, хипотекарне банке, више

пара(државних) агенција и приватних компанија као носилаца развоја овог тржишта, адекватне институционалне инвеститоре (осигуравајуће, пензионе и друге фондове) поред постојећих инфраструктурних институција (берзе, централни регистар) и професионалних учесника (берзански посредници, одитори и консултанти), као и одговарајуће савремене информационо-техничке системе и технологије у функцији заштите инвеститора (страних и домаћих). Законски је уређено, у доброј мери, пословање основних учесника (Закон о банкама и другим финансијским организацијама, Закон о осигуравајућим компанијама, Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима и др.)

Од значаја за развој хипотекарног тржишта у нашој земљи биће коришћење *лекција страних искустава*, односно креативно преузимање архитектуре институција и финансијских инструмената, при чему би била препоручљива конкуренција и комбиновање елемената из разних система и модела организације хипотекарног тржишта, који највише одговарају нашим (историјским и садашњим) условима (традиција штедње и облик штедње, однос према стамбеном кредиту и задужења, однос према власништву над некретнинама, развој предузетничког духа и сл.).<sup>10)</sup> При томе не треба имати илузија да ће исте институције, инструменти и модели хипотекарног тржишта (САД и Немачке) одмах дати аналогне позитивне резултате код нас. У том погледу, очекује нас много професионалног рада (и стрпљења) на креирању и развоју целовитог националног система хипотекарног тржишта и заштите инвеститора. У том погледу, ваљало би сачинити комплексан државни програм за заштиту инвеститора, као основе нових закона и мера државе на привлачењу средстава, јачању заштите инвеститора и укупне финансијске стабилности. Настављање борбе за владавину закона, часност и поштење у финансијском пословању, на основу чврсте регулативе и снажних институција, је од суштинског значаја за ефикасно функционисање хипотекарног тржишта, у времену пуном изазова.

За то ће бити неопходно, између осталог, подићи општи ниво економског развоја и стандарда грађана, као и приступити образовању и едукацији становништва – потенцијалних инвеститора, као изузетно битних (суштинских) елемената заштите инвеститора.

---

10. Опширније Јанковић, Милош, *Хармонизација регулативе тржишних харџија од вредности*. "Право и привреда", бр. 5-8/2001.