

**UNIVERZA V MARIBORU  
PRAVNA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**HIPOTEKARNA OBVEZNICA – PRAVNA  
UREDITEV V SLOVENIJI IN NEMČIJI**

**Študent: Marko Rančigaj  
Številka indeksa: 71141245  
Študijski program: UNI-PRAVO  
Študijska smer: Civilno pravo  
Mentor: dr. Matjaž Tratnik**

**Maribor, januar 2010**

# KAZALO

UVOD.....	8
1 HIPOTEKARNA OBVEZNICA.....	9
1.1 Definicija in zgodovina.....	9
1.1.1 Definicija.....	9
1.1.2 Zgodovina in vzroki za nastanek.....	9
1.2 Pravna razmerja.....	10
1.3 Elementi varnosti hipotekarnih obveznic .....	12
1.3.1 Notranji zaščitni zid.....	12
1.3.2 Zunanji zaščitni zid.....	12
1.4 Model hipotekarne obveznice.....	12
1.4.1 Sistem hipotekarnega bančništva.....	13
1.4.2 Model univerzalnega bančništva.....	13
1.4.3 Model specializiranega bančništva.....	14
1.4.4 Model centralne izdajateljske enote.....	14
1.5 Delitev in načina izdaje hipotekarnih obveznic.....	14
2 SLOVENSKA UREDITEV HIPOTEKARNE OBVEZNICE.....	15
2.1 Zakonska podlaga in povezanost z drugimi predpisi.....	15
2.1.1 Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici.....	15
2.1.2 Nastajanje in razvoj zakona.....	16
2.1.2.1 Časovna premica.....	16
2.1.2.2 Dileme in pripombe pri nastajanju zakona.....	17
2.1.3 Sprememba zakona.....	18
2.1.4 Povezanost z drugimi predpisi.....	19
2.2 Struktura in vsebina ZHKO.....	20
2.2.1 Temeljna načela ZHKO.....	20
2.2.1.1 Kritno načelo.....	20
2.2.1.2 Načelo ločenosti kritnega premoženja.....	21
2.2.1.3 Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke .....	22
2.2.2 Izdaja hipotekarnih in komunalnih obveznic .....	23
2.2.3 Kritno premoženje.....	23
2.2.4 Hipotekarno posojilo .....	25
2.2.5 Kritni register in skrbnik kritnega registra .....	26
2.2.6 Stečaj izdajatelja .....	27
2.2.7 Drugo.....	28
2.2.7.1 Nadomestno kritje.....	28
2.2.7.2 Zaznamba kritnega registra.....	29
2.2.7.3 Komunalna obveznica.....	29

2.2.7.4 Poročanje Banki Slovenije in nadzor.....	29
2.2.7.5 Uporaba imena hipotekarna in komunalna obveznica.....	30
2.3 Subjekti opredeljeni v slovenski zakonodaji.....	30
2.3.1 Regulator.....	30
2.3.2 Izdajatelj.....	31
2.3.3 Skrbnik kritnega registra.....	32
2.3.4 Upravitelj kritnega premoženja.....	32
2.3.5 Neodvisni cenilec.....	32
2.3.6 Imetniki hipotekarnih obveznic.....	33
2.4 Zaključek k ZHKO.....	33
2.4.1 Vidik izdajatelja.....	33
2.4.2 Vidik vlagatelja.....	34
2.4.3 Vidik trga nepremičnin in posojilojemalcev.....	35
3 HIPOTEKARNA OBVEZNICA V PRAKSI.....	36
3.1 Postopek izdaje po slovenskem pravu.....	36
3.2 Hipotekarna obveznica v praksi slovenskih Bank .....	37
3.2.1 Hipotekarno bančništvo v Sloveniji.....	38
3.2.2 Trg finančnih instrumentov.....	38
3.2.3 Stališča slovenskih bank o izdaji hipotekarne obveznice.....	39
3.3 Možen vpliv na razmere na stanovanjskem področju.....	39
3.3.1 Teoretičen vpliv.....	40
3.3.2 Trenutne razmere.....	40
3.4 Vloga SID Banke.....	41
3.4.1 SID banka kot izdajatelj hipotekarnih obveznicah.....	42
3.4.1.1 Odkup hipotekarnih kreditov.....	42
3.4.1.2 Centralna izdajateljska enota.....	43
3.4.2 SID banka kot ponudnik storitev.....	43
3.5 Ovire za uveljavitev hipotekarne obveznice.....	43
3.5.1 Zakonska ureditev in praksa na nepremičninskem področju v Sloveniji...43	
3.5.2 Finančna kriza.....	44
3.6 Statistika.....	45
3.6.1 Investiranje v nepremičnine.....	45
3.6.2 Stanovanjska posojila.....	46
3.6.3 Hipotekarna posojila.....	46
4 HIPOTEKARNA OBVEZNICA V NEMČIJI „HYPOTHEKENPFANDBRIEF“ .....	48
4.1 Zakonska podlaga (Pfandbriefgesetz).....	48
4.1.1 Začetki hipotekarne obveznice in prva zakonodaja.....	48
4.1.2 Aktualna zakonodaja.....	49
4.1.3 Splošno o zakonu.....	49
4.2 Temeljne značilnosti nemške ureditve.....	50

4.2.1	Izdajatelji.....	50
4.2.2	Zakonodaja.....	51
4.2.3	Kritno premoženje.....	51
4.2.4	Smernice glede jamstva.....	51
4.2.5	Nadzor.....	52
4.2.6	Ločenost kritnega premoženja in oddaljenost od stečajne mase.....	52
4.3	Subjekti opredeljeni v nemški zakonodaji.....	52
4.3.1	Regulator.....	52
4.3.2	Izdajatelj.....	53
4.3.3	Skrbnik kritnega registra - Treühandler.....	53
4.3.4	Upravitelj kritnega premoženja - Sachwalter.....	54
4.3.5	Neodvisni cenilec - Gutachter.....	54
4.3.6	Vlagatelji.....	54
4.4	Razširjenost in ponudba hipotekarnih obveznic.....	54
4.4.1	Primarni trg obveznic.....	55
4.4.2	Sekundarni trg obveznic.....	55
4.4.3	Vpliv finančne krize na nemško Hypothekenfandbrief.....	56
4.5	Statistika.....	56
4.5.1	Gibanje hipotekarnih posojil.....	56
4.5.2	Krite in hipotekarne obveznice po svetu.....	57
4.5.3	Delež hipotekarnih obveznic v Nemčiji.....	59
5	POMEMBNEJŠE RAZLIKE IN PODOBNOSTI UREDITEV V SLOVENIJI IN NEMČIJI.	60
5.1	Model hipotekarne obveznice.....	60
5.2	Zakonodaja.....	60
5.2.1	Organiziranost predpisov in struktura zakona.....	60
5.2.2	Kriteriji za pridobitev dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic.....	61
5.2.3	Postopek izdaje.....	61
5.2.4	Sestava kritnega premoženja.....	62
5.3	Subjekti.....	62
5.4	Razvitost ponudbe.....	62
5.4.1	Hipotekarno bančništvo.....	63
5.4.2	Trg kapitala.....	63
	SKLEP.....	64
	BIBLIOGRAFIJA.....	65

## KAZALO SLIK

Slika 1: Izdaja hipotekarne obveznice.....	11
Slika 2: Časovna premica ZHKO.....	16
Slika 3: Stališča bank o izdaji hipotekarne obveznice.....	39
Slika 4: Vrednost gradbenih del po vrstah stavb (v 1000 EUR).....	45
Slika 5: Stanje stanovanjskih posojil pri slovenskih bankah (v mio EUR).....	46
Slika 6: Stanovanjska posojila glede na temelj zavarovanja.....	47
Slika 7: Novo odobrena hipotekarna posojila (v mio EUR).....	57
Slika 8: Hipotekarna posojila skupaj (v mio EUR).....	57
Slika 9: Krite in hipotekarne obveznice po svetu (v mio EUR).....	58
Slika 10: Delež hipotekarnih obveznic (v mio EUR).....	59

## **POVZETEK**

V prvem poglavju govorimo o predmetu raziskovanja. Najprej definiramo pojem hipotekarne obveznice in osvetlimo zgodovinski razvoj ter nastanek tega vrednostnega papirja. Ozri se bomo na pravna razmerja, ki nastanejo z njeno izdajo. Hipotekarna obveznica velja za varno naložbo zato smo predstavili tudi njene elemente varnosti. Na koncu poglavja smo omenili še vrste hipotekarnih obveznic glede na različne kriterije in načine njene izdaje.

V drugem poglavju predstavljamo slovensko ureditev hipotekarne obveznice. Najprej predstavimo zakonsko podlago in povezavo z drugimi predpisi. Nato se podrobneje posvetimo obravnavi Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici. Poglavje nadaljujemo z opredelitvijo in imenovanjem subjektov v slovenskem modelu hipotekarne obveznice. Poglavje zaključimo s subjektivnim mnenjem glede ustreznosti uzakonjenega modela za slovenski čas in prostor.

V tretjem poglavju podrobneje opisujemo postopek izdaje hipotekarne obveznice. Raziščemo kakšen status ima hipotekarna obveznica v praksi slovenskih bank. Nato preučimo možen vpliv hipotekarne obveznice na stanovanjsko področje. V nadaljevanju analiziramo morebitno vlogo SID banke s svojim specifičnim statusom v slovenskem bančnem prostoru na tem področju. Glede na ugotovitve, da v Sloveniji hipotekarne obveznice ni izdal še nihče, v naslednjem podpoglavju govorimo o ovirah za izdajo hipotekarne obveznice. Poglavje zaključimo s slovensko statistiko povezano s področjem hipotekarnega bančništva.

V četrtem poglavju podrobneje predstavljamo ureditev hipotekarne obveznice v Nemčiji. Najprej se posvečamo zakonski podlagi in njenim temeljnim značilnostim, nato na kratko opišemo zgodovino in razvoj predpisov ter aktualno zakonodajo. Nato opišemo in poimenujemo subjekte v nemški ureditvi. Komentiramo še razširjenost hipotekarne obveznice v Nemčiji. Nazadnje prikažemo še nekaj statističnih podatkov v zvezi s hipotekarnimi obveznicami v Nemčiji.

V zadnjem poglavju primerjamo pogloblitve značilnosti nemškega in slovenskega modela hipotekarne obveznice.

### **Ključne besede:**

hipotekarna obveznica, model hipotekarne obveznice, zakonska ureditev v Sloveniji, zakonska ureditev v Nemčiji, Pfandbrief, hipotekarna obveznica v praksi.

## **ABSTRACT**

In first chapter we talk about subject of the thesis. First of all we define mortgage covered bond, illuminate it's historical development and birth of this bond. We look upon legal relations which arise from issuing a mortgage covered bond. The mortgage covered bond has a reputation of a very secure investment so we talk about it's safety elements. At the end of this chapter we also mention different types of mortgage covered bond and different ways to issue this bond.

Second chapter starts with Slovenian covered bond legislation. First we introduce legal base of mortgage covered bond and it's connection with other regulations. Then we thoroughly analyse Slovenian act on mortgage covered bond. We continue this chapter with naming and defining subjects which are mentioned in Slovenian legislation. Chapter ends with personal opinion about how adequate is Slovenian legislation.

In third chapter we describe the process of issuing mortgage covered bonds. We analyse what kind of status have mortgage bonds in banking practice. Then we analyse how can mortgage bond influence market of real estate and market of residential property. The potential role of special bank in Slovenia (SID banka) is analysed in sub-chapter that follows. According to the fact that nobody has issued a mortgage covered bond so far in Slovenia, we talk about obstacles for it's issuance. The chapter is finished with statistical overlook of Slovenian mortgage and real estate banking.

Fourth chapter talks about German legal framework of mortgage covered bond. First of all we talk about legal framework in Germany and it's characteristics. Then we describe history and development of legal framework as well as momentary legal framework. In part that follows we name and describe subjects of German law. We also make a comment about usage of mortgage covered bond in Germany. Chapter four is concluded with statistical overlook of German mortgage covered bond data.

In the last chapter we compare two legal frameworks. We describe essential differences and similarities of the two frameworks.

### **Key words:**

mortgage covered bond, mortgage covered bond model, legal framework in Slovenia, legal framework in Germany, Pfandbrief, usage of mortgage covered bond.

## UVOD

Kapital v obliki denarja poganja svetovno gospodarstvo in zagotavlja dobrine posameznikom in poslovnim subjektom. Brez denarja ni možno izvajati investicij, le-te pa so nujno potrebne za nenehno rast in razvoj, v pretežni meri celo za zagotovitev eksistencialnih potreb. Med potrebe te vrste se uvršča tudi bivalni prostor, ki pa je, glede na trenutne cene, ponudbo in gospodarske razmere v Sloveniji, redek. Na ekonomsko dostopnost bivalnih prostorov (nepremičnin) s svojo ponudbo sredstev (posojil) vplivajo tudi poslovne banke. Za zdravo in konkurenčno ponudbo sredstev mora skrbeti zakonodajalec z zakonskim ustrojem, ki bo ugoden za ponudbo in povpraševanje po sredstvih.

V diplomskem delu bomo govorili o zakonski ureditvi hipotekarne obveznice, ki se šteje med finančne instrumente, ki posredno spodbujajo investiranje v nepremičnine. Hipotekarna obveznica je namreč vrednostni papir, ki ima kritje v hipotekarnih posojilih in ostalih virih, ki so strogo določena z zakonom. Ker je temelj za izdajo hipotekarnih obveznic ponudba hipotekarnih posojil, se bomo v nekaterih poglavjih dotaknili še tega področja. Zaradi povezanosti hipotekarne obveznice s posojili bank je lahko vpliv izdajanja te obveznice na nepremičninsko oziroma stanovanjsko področje izjemno ugoden. Ena izmed trditev, ki jo bomo skušali dokazati z diplomskim delom je tudi ta, da hipotekarna obveznica vpliva na stanovanjsko področje.

Slovensko ureditev hipotekarne obveznice bomo primerjali z Nemško, naš cilj pa je podati čimbolj objektivno ugotovitev ali je slovenska zakonodaja primerna za slovenske razmere in primerljiva z Nemško. Glede na to, da v praksi še ni bilo izdane hipotekarne obveznice, trdimo, da tudi zakonska podlaga za izdajo hipotekarnih obveznic ni povsem primerna za slovenske razmere. Glede primerljivosti in kvalitete slovenske ureditve pa smo mnenja, da je slovenska zakonodaja primerljiva z nemško.

Smisel naše raziskave je dvojen. Najprej bomo prikazali zakonsko podlago za izdajanje hipotekarne obveznice v Sloveniji. Na podlagi prikaza zakonske ureditve v Nemčiji bomo potegnili vzporednice in se opredelili glede značilnosti domače zakonske ureditve. Drugotni namen diplomskega dela je ugotoviti pomen hipotekarne obveznice za povečanje dostopnosti in pocenitev posojil za nakup stanovanj. Pri preučevanju predmeta raziskave smo se soočili z nekaj omejitvami. Omejitev je predvsem dostopnost podatkov in njihova objektivnost. Med omejitve naše raziskave lahko prav tako štejemo tudi trenutno stanje v gospodarstvu, saj se banke in ostale finančne institucije nahajajo v kočljivem položaju. Veliko posojil, ki so bila odobrena v fazi konjunktore veliko posojilojemalcev ni sposobno odplačevati. Zaradi tega se vzrokov za neizvajanje ZHKO v praksi ne da ovrednotiti povsem objektivno. Menimo, da je sicer stanje raziskav na tem področju po izdaji Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici zaživelo, pretežno pa banke izvajajo raziskave za lastne potrebe.

Metodi raziskovanja, ki smo jih uporabili pri snovanju diplomskega dela sta metoda kompilacije in metoda deskripcije.



# 1 HIPOTEKARNA OBVEZNICA

*V poglavju bomo govorili o predmetu raziskovanja. Najprej bomo definirali pojem hipotekarne obveznice in osvetlili zgodovinski razvoj ter nastanek tega vrednostnega papirja. Ozrli se bomo tudi na pravna razmerja, ki nastanejo z njeno izdajo. Hipotekarna obveznica velja za varno naložbo zato bomo predstavili njene elemente varnosti. Na koncu poglavja bomo govorili še o vrstah hipotekarnih obveznic glede na različne kriterije.*

## 1.1 Definicija in zgodovina

### 1.1.1 Definicija

Zaradi narave hipotekarne obveznice in različne ureditve le-te po svetu ne moremo podati enotne definicije. Kljub temu, da se hipotekarne obveznice po svetu razlikujejo glede na pogoje za njihovo izdajanje, lahko postavimo vse ureditve na skupni imenovalac in definiramo značilnosti hipotekarne obveznice, ki so skupne vsem ureditvam.

Hipotekarne obveznice se uvrščajo med t.i. zavarovane podjetniške obveznice in od vseh teh predstavljajo najbolj trdno jamstvo za vračilo dolga, ker je pravno razmerje pokrito s hipoteko na nepremičnini<sup>1</sup>. Izdajatelj hipotekarnih obveznic za kritje uporablja posebno premoženje<sup>2</sup>.

Hipotekarna obveznica je obveznica, ki je poleg komunalne, izdana pod pogoji, ki jih določa zakon<sup>3</sup> in katerih kritje se zagotavlja na podlagi kritnega premoženja. Imetniki hipotekarne obveznice imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz tega premoženja. Banka z izdajo tega finančnega instrumenta pridobi sredstva za refinanciranje dolgoročnih nepremičninskih hipotekarnih posojil. Z vidika varnosti in bonitete so ti vrednostni papirji na ravni državnih vrednostnih papirjev, po donosnosti pa malo bolj ugodni. Zaradi dobrega razmerja med donosnostjo in varnostjo so hipotekarne obveznice investicijsko privlačne, predvsem za institucionalne vlagatelje, npr. zavarovalnice, sklade, ipd<sup>4</sup>.

### 1.1.2 Zgodovina in vzroki za nastanek

Začetki hipotekarne obveznice segajo v čas pred približno 240 leti. V takratni Prusiji, na ozemlju današnje Nemčije, se je pričel razvijati institut »Pfandbrief«<sup>5</sup>. V tistem

---

1 Kocbek, 1992, str. 1.

2 Več o posebnem premoženju, ki se imenuje kritno premoženje, v poglavju o slovenski ureditvi hipotekarne obveznice.

3 ZHKO, Uradni list RS, št. 17/2006.

4 Krajšek, Senica, 2006, str. 1.

5 Pfandbrief je nemško ime za krito obveznico, uporaba imena je zakonsko omejena, ker je izdaja

času je vojna med Avstrijskim cesarstvom in Prusijo ter njunimi zavezniki povzročila veliko škode na kmetijskih posestvih. Finančna kriza se je poglobljala in takratni kralj Friderik II je sprejel odlok o ustanovitvi posebne javnopravne organizacije. Člani organizacije so bili takratni veleposestniki, članstvo je bilo obvezno, namen ustanovitve pa je bil financiranje obnove poljedelskih posesti preko pridobivanja zemljiško zavarovanih kreditov za svoje člane. Na osnovi kraljevega odloka je nastajalo vse več regionalno omejenih združenj, ki so odobravale kredite v naravi in v ta namen izdajala zadolžnice – obveznice, imenovane zastavno pismo - »Pfandbrief«. Člani združenja so lahko od njega zahtevali izdajo zadolžnic, ki so jih lahko prosto unovčevali s prenosom na druge osebe. Imetnik zastavnega pisma je postal upnik dela zemljišča, ki je bilo točno določeno in opredeljeno v zastavnem pismu – stvarno jamstvo. Subsidiarno je za terjatev jamčila tudi združba – osebno jamstvo. Tovrstna zemljiška pisma so imela funkcijo vrednostnega papirja in funkcijo zemljiškega pisma kot ga danes pozna nemško pravo<sup>6</sup>.

V prvi polovici 19. stoletja je bil sistem podeljevanja kreditov in refinanciranja le-teh spremenjen. Zastavljenih zemljišč ni bilo potrebno dajati v neposredno zastavo. Za refinanciranje posojil so združbe pričele izdajati posebno vrsto zadolžnic oziroma obveznic, ki so bile dostopne širšemu krogu ljudi. V Nemčiji je sledil razvoj instituta hipotekarne obveznice in že leta 1862 je bila v Frankfurtu osnovana prva hipotekarna banka, ki je bila kot prva oseba zasebnega prava pooblaščen za izdajo Pfandbriefa<sup>7</sup>. Prvi zakon o hipotekarnih bankah je v Nemčiji pričel veljati leta 1900, v veljavi je bil (s spremembami in dopolnitvami) do sprejema novega zakona leta 2005<sup>8</sup>.

Tovrstni finančni instrumenti veljajo za izjemno varne. Zaradi natančne in stroge nemške zakonodaje v zadnjih 110 letih, na ozemlju Nemčije, še ni propadla nobena hipotekarna banka. Kljub dvema večjima krizama, zaradi obeh svetovnih vojn in gospodarskim ciklom, ki so se odvijali v tem obdobju. Sicer pa je bila prva prava hipotekarna banka, kljub prevladi nemškega trga, ustanovljena v Franciji leta 1852<sup>9</sup>.

## 1.2 Pravna razmerja

Za ponazoritev pravnih razmerij bomo spodaj grafično prikazali poenostavljen potek refinanciranja banke/izdajatelja s pomočjo izdaje hipotekarne obveznice.

---

tovrstnih obveznic pod strogo zakonsko ureditvijo.

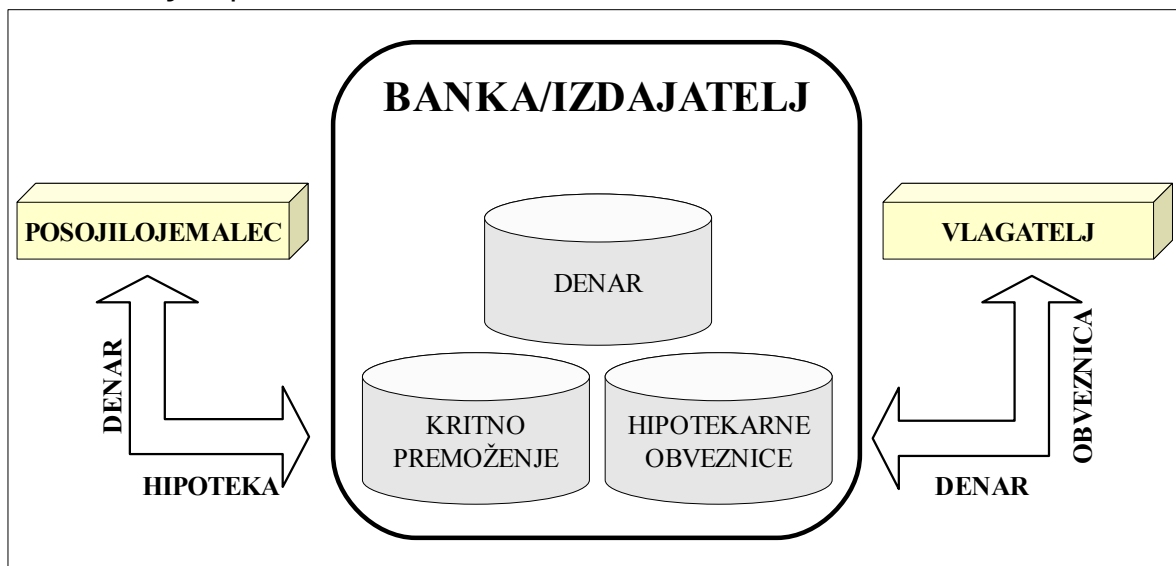
6 Josipović, 2006, str. 284.

7 Ibid.

8 ECBC Fact book 2009, str. 86.

9 Kacafura, 2005, str. 12; povzeto po: Lassen, 2002, str. 5.

Slika 1: Izdaja hipotekarne obveznice



Na zgornji sliki lahko vidimo, da pri izdaji hipotekarne obveznice nastopajo najmanj trije subjekti. To so posojilojemalci, banka in vlagatelji. Najprej mora banka posojilojemalcu odobriti posojilo – hipotekarni kredit<sup>10</sup>, ki ga posojilojemalec zavaruje s hipoteko ali z zemljiškim dolgom. Zgoraj lahko vidimo, da posojilojemalec dobi denar, banka pa zavarovanje dolga oziroma hipoteko. Banka mora pred izdajo hipotekarnih obveznic zagotoviti vodenje posebnega registra, s čimer zagotovi izločitev kritnega premoženja hipotekarnih obveznic iz stečajne mase. Zadnji v verigi nastopijo potencialni vlagatelji, ki banki v zameno za obveznice vplačajo denarna sredstva, ki jih lahko banka zopet porabi za posojila<sup>11</sup>.

Bistveni element hipotekarne obveznice je zavarovanje izplačila obveznosti z zastavno pravico na nepremičnini. Imetnik obveznice ima posebno jamstvo, ki ga lahko izkoristi z uveljavitvijo hipoteke oziroma s prodajo zastavljene nepremičnine. Pri izdaji hipotekarne obveznice je ključno kdo je zastavni upnik oziroma zastavni dolжник. Iz slednjega je namreč razvidna struktura razmerij ter postopki, ki omogočajo uresničitev hipoteke<sup>12</sup>.

Hipotekarna obveznica je tesno povezana s hipotekarnim posojilom. Pri njeni izdaji obstaja sočasno razmerje, katerega temelj je odobreno pravo hipotekarno posojilo. Posojilodajalec v svojem imenu in za svoj račun zbira investicijska sredstva z izdajo in prodajo obveznic investitorjem. Kljub temu, da so vlagatelji – kupci hipotekarnih obveznic v pravnem razmerju le z izdajateljem obveznic je ustvarjena podlaga za jamstvo, ker je premoženjsko stanje izdajatelja zavarovano s stvarnimi pravicami in sicer s hipoteko na nepremičninah njegovih posojilojemalcev. Pri hipotekarnih obveznicah obstajajo dvoje vrst pravnih razmerij. Na eni strani razmerja med

10 Kritno premoženje mora biti sestavljeno iz točno določenih hipotekarnih kreditov, pogoje bomo predstavili v podpoglavju o kritnem premoženju v nadaljevanju.

11 Vuksanović, 2007.

12 Kocbek, 1992, str. 3.

izdajateljem in imetniki hipotekarnih obveznic ter na drugi strani razmerja med izdajateljem obveznic kot posojilodajalcem in posojilojemalci<sup>13</sup>.

### **1.3 Elementi varnosti hipotekarnih obveznic**

V veliki večini evropskih držav je že bila sprejeta posebna zakonodaja, ki ureja področje hipotekarnih obveznic. Poznamo torej zakonodajo o hipotekarni obveznici (načelo univerzalnosti) ter zakonodajo o hipotekarni banki (načelo specializiranosti), tako je pravna varnost razmeroma na visoki ravni. Poleg tega zakonodaja v večini držav tudi ščiti samo ime hipotekarne obveznice. V zvezi z posebno zakonodajo se v zvezi z dodatno varnostjo hipotekarne obveznice pogosto omenjata dva zaščitna zidova in sicer notranji zaščitni zid in zunanji zaščitni zid<sup>14</sup>.

#### **1.3.1 Notranji zaščitni zid**

Notranja varovalka hipotekarne obveznice je izražena z zakonskimi zahtevami glede najvišje kvalitete kritnega premoženja, prednostnega položaja imetnikov hipotekarne obveznice ter stečajno oddaljenostjo kritnega premoženja. Poleg navedenega pa lahko k notranjemu zaščitnemu zidu dodamo še nadomestno kritje in razširjen račun<sup>15</sup>.

#### **1.3.2 Zunanji zaščitni zid**

Tradicija hipotekarne obveznice v Nemčiji je pokazala, da varnost hipotekarne obveznice lažje zagotavljajo specializirani izdajatelji hipotekarnih obveznic. Zunanji zaščitni zid je izražen ravno s prepovedjo opravljanja katerih drugih dejavnosti s strani izdajatelja. Specializirane hipotekarne banke so finančne institucije, ki se ukvarjajo zgolj s posredniško vlogo med povpraševanjem po dolgoročnih kreditih na eni in ponudbo kapitala previdnejših vlagateljev na drugi strani. V največji meri se ukvarjajo le z eno vrsto poslov: izdajajo in prodajajo hipotekarne obveznice in na podlagi prejete kupnine odobravajo namenska posojila za katera zahtevajo zavarovanja s hipoteko na nepremičninah<sup>16</sup>. Zadnja sprememba zakonodaje v Nemčiji je prešla na model univerzalnega bančništva, ki je očitno ustrežnejši za moderni finančni trg.

### **1.4 Model hipotekarne obveznice**

Model hipotekarne obveznice je model sekundarnega trga hipotekarnega bančništva

---

13 Kacafura, 2005, str. 19; povzeto po: Kocbek, 1994, str. 1135-1136.

14 Ibid., 2005, str. 14; povzeto po: Lassen, 2002a, str. 20.

15 Ibid.; več v nadaljevanju.

16 Ibid., 2005, str. 14; povzeto po: Strnad, 1995, str. 588.

in kot skupni izraz pokriva različne načine refinanciranja izdajateljev hipotekarnih obveznic. Najbolj znani sta nemška in danska ureditev<sup>17</sup>. V zadnjem času se krepijo še francoski, luksemburški in španski model. Skupna značilnost modelov hipotekarne obveznice je, zagotavljanje izjemno varnega in poceni finančnega posredništva ter dolgoročnih kreditov. Ureditve po posameznih državah se razlikujejo, najpomembnejši vidik razlikovanja pa je univerzalnost oziroma specializiranost izdajateljev. V nadaljevanju bomo na kratko razdelali značilnosti posameznih sistemov, ki so v ureditvah nekaterih držav tudi prepleteni.

#### **1.4.1 Sistem hipotekarnega bančništva**

Ko govorimo o hipotekarni obveznici, ne moremo mimo hipotekarnega bančništva. Banke oziroma pooblaščen izdajatelji hipotekarnih obveznic izdajajo obveznice z namenom refinanciranja oziroma pridobivanja svežega kapitala za odobravanje posojil. Hipotekarno bančništvo delimo na primarni in sekundarni hipotekarni trg<sup>18</sup>.

Primarni hipotekarni trg za snov naše raziskave nima pretirane teže. Gre za odobravanje posojil komitentom bank, na podlagi ustanovitve hipoteke oziroma zemljiškega dolga. Sekundarni trg hipotekarnega bančništva<sup>19</sup> je organiziran za namen pridobivanja novih virov. Banke večinoma financirajo svoje kredite s pomočjo depozitov in vlog, kar pa ne vpliva blagodejno na ceno posojil. Ena izmed drugih možnosti refinanciranja odobrenih posojil je izdaja hipotekarne obveznice. Na izdajo hipotekarnih obveznic vpliva zakonodaja in gospodarske ter socialne značilnosti posamezne države. Prav gotovo je, da izdajanje hipotekarnih obveznic poceni posojila in omogoči komitentom bank ugodnejše vire za nakup nepremičnin<sup>20</sup>.

#### **1.4.2 Model univerzalnega bančništva**

V modelu univerzalnega bančništva hipotekarne obveznice izdaja banka, ki se ukvarja še s celim spektrom drugih finančnih poslov. Tovrsten model se pojavlja v treh oblikah<sup>21</sup>:

- popolnoma integrirana univerzalna banka, ki financira hipotekarna posojila z depoziti in/ali bančnimi obveznicami brez nadaljnjih predpisov o hipotekarnem bančništvu,
- univerzalna banka, ki pridobiva finančne vire za hipotekarne kredite preko izdaje in prodaje bančnih obveznic zavarovanih s hipoteko (Španija) ter
- univerzalna banka, ki refinancira hipotekarne kredite s pomočjo izdaje in prodaje bančnih obveznic, zavarovanih s hipoteko.

---

17 V enem izmed naslednjih poglavij bomo, poleg slovenske, ki ji namenimo večji del diplomskega dela, analizirali tudi nemško ureditev.

18 Držanič, 2004, str. 30.

19 Hipotekarna obveznica je del sekundarnega trga hipotekarnega bančništva.

20 Moj broker, 2008, str. 13-14.

21 Kacafura, 2005, str. 21; povzeto po: Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 84.

### **1.4.3 Model specializiranega bančništva**

Model specializiranega bančništva v nasprotju z modelom univerzalnega bančništva predvideva obstoj specializiranih hipotekarnih bank kot edinih finančnih institucij za izdajanje hipotekarnih obveznic. Te banke se potem pretežno ukvarjajo le z eno vrsto poslov: na pasivi z izdajanjem hipotekarnih obveznic ter na aktivni z dajanjem hipotekarnih posojil. Sredstva za odobravanje posojil zbirajo izključno z izdajanjem hipotekarnih obveznic. Visoka stopnja specializacije viša nivo varnosti in učinkovitosti teh bank in posledično tudi majhen obrestni razmik<sup>22</sup>.

### **1.4.4 Model centralne izdajateljske enote**

Neke vrste kompromis med obema zgornjima modeloma je model centralne izdajateljske enote. Pri tovrstnem modelu se ustanovi posebna agencija – centralna izdajateljska enota, ki od vseh bank odkupuje hipotekarne kredite in na tej osnovi izdaja hipotekarne obveznice, ki jih nato prodaja vlagateljem. Zopet ločimo tri različice tega modela<sup>23</sup>:

- javna družba (prisotnost državnega pokroviteljstva),
- zakonsko določena skupna izdajateljska enota ter
- prostovoljna skupna izdajateljska enota.

## **1.5 Delitev in načina izdaje hipotekarnih obveznic**

Glede na značilnosti posameznih zakonodaj lahko govorimo o različnih tipih hipotekarnih obveznic. Za njihovo razvrščanje obstajajo različni kriteriji, razlikujemo jih upoštevajoč sledeče dejavnike<sup>24</sup>:

- vrstni red emisij, v katerih so obveznice izdane,
- vrsta premoženja, na katerega se hipoteka nanaša ter
- možnost izdajanja novih obveznic s hipoteko.

Pri izdaji hipotekarnih obveznic poznamo dva načina izdaje. Pri prvem načinu izdaje gre za t.i. obveznice na pasivni strani, pri drugem pa za t.i. obveznice na aktivni strani. Obveznice na aktivni strani pridobi banka v zameno za drugo postavko iz aktive na podlagi listinjenja oziroma sekurizacije terjatev. Obveznice na pasivni strani bilance pa banka izda sama po postopku, ki je določen s preučevano zakonodajo. V diplomskem delu bo torej govora o zakonodaji, ki ureja izdajanje obveznic na pasivni strani<sup>25</sup>.

---

22 Ibid., str. 23; povzeto po: More, 2001, str. 4.

23 Ibid., str. 25; povzeto po: Butler, Dübel, Merstallinger, 2002, str. 110-111.

24 Ibid., str. 17; povzeto po: Orsag, 1990, str. 74-75.

25 Držanič, 2004, str. 28,29.

## **2 SLOVENSKA UREDITEV HIPOTEKARNE OBVEZNICE**

*V poglavju bomo predstavili slovensko zakonodajo, ki ureja in je povezana s hipotekarno obveznico. Podrobneje bomo predstavili Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici. Na koncu poglavja bomo na podlagi zgoraj navedenih teoretičnih spoznanj o modelih hipotekarnih obveznic umestili slovenskega. Poglavje bomo zaključili z subjektivnim mnenjem glede ustreznosti uzakonjenega modela za slovenski čas in prostor.*

### **2.1 Zakonska podlaga in povezanost z drugimi predpisi**

Prakse na področju izdajanja hipotekarnih obveznic v Sloveniji skoraj ni. Edini izdajatelj hipotekarnih obveznic do sedaj je družba BTC, d.d. Dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev je BTC prvič pridobila leta 1996 in leta 1998 izdala hipotekarne obveznice BTC1. Postopek je bil ponovljen z izdajo hipotekarnih obveznic BTC2 leta 2001 z namenom finančnega prestrukturiranja (odkup lastnih delnic) in financiranja razvojnih programov. Glede na dejstvo, da v tem času Slovenija še ni imela posebne zakonske ureditve, sta ti dve transakciji potekali na podlagi splošne zakonske ureditve obligacijskega in gospodarskega prava. Na tem mestu pa je treba poudariti, da ne gre za prave hipotekarne obveznice, katerih uveljavitev je bila omogočena šele s sprejemom ZHKO leta 2006. Čeprav hipotekarni obveznici BTC1 in BTC2 nimata vseh zakonsko zahtevanih značilnosti, je še naprej mogoče uporabljati ta izraz, saj so bile izdane pred uveljavitvijo Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, ki sam dopušča to možnost<sup>26</sup>.

Zaradi odsotnosti pravnih pravil, ki bi urejala to področje je bilo nujno potrebno sprejeti primeren zakon. V večini evropskih držav je bila zakonodaja, ki je bila podlaga za izdajo hipotekarne obveznice, že sprejeta. V začetku leta 2006 je bil sprejet Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, in tako podana pravna podlaga, vendar pa je bila izdaja »nepravih« hipotekarnih obveznic mogoča že pred tem. Osnovni cilj predloga zakona je, po besedah predlagatelja, v naš pravni red kot prakso uvesti instrument tako imenovane zastavne (Pfandbrief) ali krite obveznice (covered bond), ki predstavljajo vrednostni papir zelo visoke kreditne kvalitete<sup>27</sup>.

#### **2.1.1 Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici**

Državni zbor Republike Slovenije je sprejel Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici<sup>28</sup> (v nadaljevanju ZHKO) 1. januarja 2006. Tega dne je Državni zbor opravil tretjo obravnavo omenjenega zakona in ga sprejel z 61 glasovi za 108 in 2 glasovoma proti<sup>29</sup>. V Uradnem listu Republike Slovenije je bil objavljen 17. februarja tega leta.

<sup>26</sup> Žgavec, 2008, str. 23.

<sup>27</sup> Poročevalec Državnega zbora RS, 2006, str. 4.

<sup>28</sup> Uradni list RS, št. 17/2006.

<sup>29</sup> Državni zbor RS, Zapisnik nadaljevanja 13. seje, z dne 1. februar 2006.

Zadnji, 62. člen zakona pa določa, da začne veljati petnajsti dan po objavi, to je 1. marca 2006.

Vlada RS je v predlogu ZHKO, ki ga je sprejela na 47. redni seji 3. novembra 2005 v uvodu zapisala, da »...je potrebno, da tudi Slovenija sprejme ustrezno zakonodajo o hipotekarni obveznici in s tem poda bankam možnost, da svoje hipotekarne stanovanjske kredite in kredite osebam javnega sektorja refinancirajo z izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic.«<sup>30</sup> Tako prvi člen zakona določa, da ureja hipotekarno in komunalno obveznico, pogoje za njuno izdajo in zahteve glede jamstva za ti obveznici. Povedati je potrebno, da zakon hipotekarne in komunalne obveznice ter drugih sorodnih vprašanj ne ureja celovito.

Šesti člen zakona določa, da se za hipotekarne in komunalne obveznice uporablja zakon, ki ureja trg vrednostnih papirjev, da se za izdajatelja uporabljajo določila zakona, ki ureja bančništvo in da se za hipotekarne kredite uporablja zakon, ki ureja potrošniške kredite. Povsod pa dodaja, da se omenjeni zakoni uporabljajo samo, če ni določeno vprašanje z ZHKO urejeno drugače.

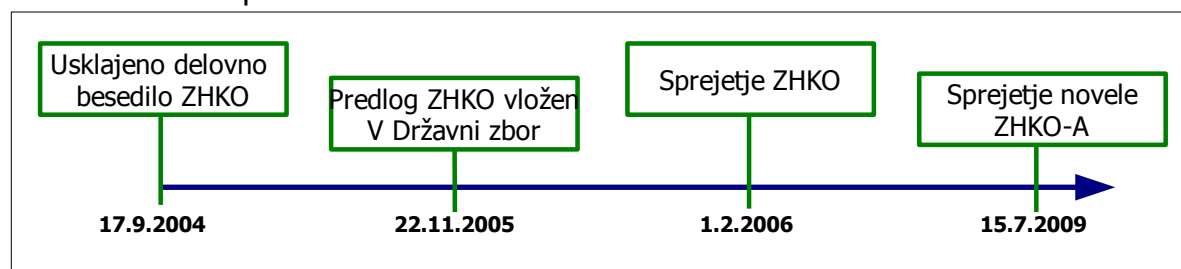
## 2.1.2 Nastajanje in razvoj zakona

Namen predlagatelja zakona ob snovanju ZHKO je bil, ustvariti pogoje, da bi se tovrstni vrednostni papirji po kvaliteti približali vrednostnim papirjem, za katere jamči država. Ustrezna zakonska ureditev namreč zmanjšuje tveganje, ki ga nosijo banke, kar se sicer kaže v nižji bančni marži, vendar vse skupaj zasleduje višji cilj in sicer cenejše hipotekarno kreditiranje in posledično izboljšanje sistema stanovanjskega financiranja<sup>31</sup>.

### 2.1.2.1 Časovna premica

Na spodnji sliki bomo na časovni premici prikazali pomembne trenutke pri procesu nastajanja Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici. Za neke vrste rojstvo zakona smo upoštevali uskladitev delovnega besedila ZHKO na pristojnem delovnem telesu.

Slika 2: Časovna premica ZHKO<sup>32</sup>



30 Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4.

31 Vlada RS, Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah ZHKO.

32 [http://www.pisrs.si/predpis.aspx?p\\_rD=r06&p\\_predpis=ZAKO4406](http://www.pisrs.si/predpis.aspx?p_rD=r06&p_predpis=ZAKO4406)



Kot kaže zgornja slika, segajo začetki ZHKO v drugo polovico leta 2004, ko je delovno telo ministrstva za finance uskladilo delovno besedilo zakona. Do vložitve predloga zakona v obravnavo državnemu zboru je bilo nekaj usklajevanj v skladu z izdanimi mnenji Službe vlade RS za zakonodajo. Vlada je nato na svoji seji 3.11.2005 določila besedilo predloga. K temu besedilu je imela Zakonodajno-pravna služba državnega zbora nekaj pripomb, kar je privedlo do dopolnjenju predloga, ki je bil nato predložen v obravnavo Državnemu zboru RS. Na sliki zgoraj je razviden datum vložitve predloga zakona v proceduro državnemu zboru. Državni zbor je po rednem postopku sprejel zakon 1.2.2006. Sprejet zakon je bil objavljen v Uradnem listu RS 17.2.2006, veljati pa je pričel 4.3.2006<sup>33</sup>.

12.12.2008 je pristojno ministrstvo pričelo z aktivnostmi za spremembo in dopolnitev obstoječega zakona. 30.4.2009 je bilo določeno besedilo predloga Zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o hipotekarni in komunalni obveznici. Državni zbor je obravnaval vloženo besedilo zakona 5.5.2009. Predlagane spremembe so bile sprejete 15.7.2009 in 15.7.2009 tudi objavljene v Uradnem listu. Spremembe zakona so pričele veljati 11.8.2009. Več o značilnostih ZHKO-A v nadaljevanju<sup>34</sup>.

#### 2.1.2.2 Dileme in pripombe pri nastajanju zakona

Pristojno ministrstvo se je pri pripravi soočalo z različnimi vprašanji v zvezi z izbiro modela hipotekarne obveznice. Zgoraj smo omenili, da obstaja več modelov hipotekarne obveznice, zato je bilo potrebno sprejeti besedilo zakona, ki bi kar najbolj ustrezal slovenskim razmeram<sup>35</sup>.

V postopku sprejemanja zakona so se delovna telesa in državni zbor najbolj osredotočili na 2. člen zakona – pojmovnik in 3. člen – opredelitev pojma kritno premoženje. Zakonodajno-pravna služba Državnega zbora (v nadaljevanju ZPSDZ) je imela precej pripomb na posamezne člene zakona. Najbolj ključne pripombe so se nanašale na dosedanjo zakonsko ureditev obveznice. Ugotovili so namreč, da bi bilo potrebno obveznico za potrebe tega zakona in na splošno urediti podrobneje. ZPSDZ je zaradi očitane nejasnosti zakona podal veliko pripomb na posamezne člene. Določbe le-teh so se namreč sklicevale na namen zakona, ki pa po besedah ZPSDZ ni bil definiran dovolj natančno. ZPSDZ je predlagala popravke kot so sklicevanja, navezovanja na druge člene ali zakonska besedila, preciziranje uporabljenih pojmov ali izrazov, pojmov kot dela besedila ali naslovov členov in sicer kar v 52. členih obravnavanega zakona. Odbor je nato na podlagi pripomb sprejel amandmaje in sprejel tudi celotno besedilo predloga zakona<sup>36</sup>.

Pri pripravljanju zakona so sodelovale tudi banke, kot potencialne izdajateljice. Za banke je predvsem pomembno, da so stroški povezani z izdajo čim manjši. Kar se

---

33 [http://www.pisrs.si/predpis.aspx?p\\_rD=r06&p\\_predpis=ZAKO4406](http://www.pisrs.si/predpis.aspx?p_rD=r06&p_predpis=ZAKO4406)

34 Ibid.

35 Klapš, 2004.

36 Poročevalec, št.8 januar 2006 str. 3-10.

tiče bank je zelo pomembno vprašanje kateri izmed modelov hipotekarne obveznice je uzakonjen. Pri pripravljanju zakonskega besedila je obstajala dilema ali izbrati model centralne izdajateljske enote, ali model univerzalnega bančništva ali model specializiranega bančništva<sup>37</sup>. Vsak model ima svoje prednosti in pomanjkljivosti<sup>38</sup>, po našem mnenju pa model univerzalnega bančništva ni najprimernejša zakonska rešitev za Slovenijo<sup>39</sup>. Predlagatelj zakona je kljub temu na podlagi usklajevanj sprejel stališče (morda ravno zaradi sodelovanja bank pri pripravi zakonskega besedila), da je za slovenski trg najprimernejši model univerzalnega bančništva.

### 2.1.3 Sprememba zakona

Čeprav so od sprejema zakona o hipotekarni in komunalni obveznici minila že več kot tri leta, pa tovrstne obveznice še niso zaživele v praksi. Na finančnem ministrstvu so zato pripravili spremembe zakona, s katerimi naj bi bankam olajšali izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic ter pocenili stanovanjsko financiranje. Novela je začela veljati 11. avgusta 2009.

Poglavitne nove rešitve novele zakona so<sup>40</sup>:

- črtanje pogoja za pridobitev dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic, ki banko zavezuje, da poda izjavo, da ima s svojimi upniki sklenjene pogodbe, v katerih niso določene pogodbene klavzule, ki bi upnikom omogočale odstopiti od pogodb v obsegu, ki bi ogrozil likvidnost ali solventnost banke,
- zdaj veljavno enoletno obdobje veljavnosti dovoljenja, če banka v tem času ne izda hipotekarnih in komunalnih obveznic, je podaljšano na dve leti, odpravljena je omejitev kreditov v kritnem premoženju, ki so zavarovani z nepremičninami zunaj Republike Slovenije,
- na novo sta opredeljena hipotekarna kreditna vrednost nepremičnine in neodvisni cenilec nepremičnine, uvedena je posplošena tržna vrednost stanovanjske nepremičnine, določena z uporabo metod množičnega vrednotenja nepremičnin (25.a člen),
- banke niso več samodejno zavezane k ponovni oceni hipotekarne kreditne vrednosti nepremičnin ali posplošene tržne vrednosti najmanj vsako tretje leto, temveč so določeni primeri, ki zahtevajo ponovno oceno vrednosti nepremičnine,
- ob uporabi posplošene tržne vrednosti nepremičnine se za namene kritnega premoženja lahko upošteva samo višina terjatev iz naslova hipotekarnega kredita, ki ne presega 50 % posplošene tržne vrednosti nepremičnine,
- v kritni register so lahko vpisane tudi terjatve, pri katerih poteka postopek za zavarovanje z zastavno pravico na nepremičnini, vendar največ 12 mesecev od

---

37 Ribič, 2002.

38 Za primerjavo med modeli hipotekarne obveznice glej zgoraj.

39 Po našem mnenju bi bil primernejši model za Slovenijo model centralne izdajateljske enote, več o tem v nadaljevanju.

40 MF, novinarsko središče, 2009.

vpisa plombe o začetku zemljiškoknjižnega postopka za vpis hipoteke v zemljiški knjigi, pri čemer delež takih terjatev v nobenem trenutku ne sme presežati 10 % kritnega premoženja,

- zagotovi se ločeno kritno premoženje, ki je namenjeno poplačilu obveznic in na katero stečajni postopki naj ne bi vplivali, tudi za premoženje, ki ga prenese drug kreditodajalec in
- jasneje je določeno, kdaj vodi postopke o prekršku Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Po novem 18.a členu ZHKO je tudi eksplicitno določeno, da imetnik hipotekarne in komunalne obveznice nima pravice zahtevati predčasnega unovčenja<sup>41</sup>.

#### **2.1.4 Povezanost z drugimi predpisi**

Zgoraj smo omenili, da zakon področja hipotekarnih obveznic ne ureja celovito. Temeljno podlago za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic lahko najdemo v Zakonu o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) in Zakonu o bančništvu (ZBan-1), za dodeljevanje hipotekarnih kreditov fizičnim osebam pa v Zakonu o potrošniških kreditih (ZpotK). Ti trije zakoni so omenjeni v 6. členu<sup>42</sup>:

- Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) Ur.l. RS, št. 67/2007 (100/2007 popr.)
- Zakon o bančništvu (Zban-1) Ur.l. RS, št. 131/2006
- Zakon o potrošniških kreditih (ZpotK) Ur.l. RS, št. 70/2000

Po noveliranju ZHKO je za vrednotenje kritnega premoženja pomemben še Zakon o množičnem vrednotenju nepremičnin (Uradni list RS, št. 50/06), ki ureja ocenjevanje vrednosti nepremičnin v Sloveniji na podlagi množičnega vrednotenja nepremičnin. Ta zakon se uporablja zaradi poenostavitve pogojev za izdajanje hipotekarnih obveznic<sup>43</sup>. Posredno so v povezavi s področjem izdajanja hipotekarnih obveznic še Stvarnopravni zakonik, Zakon o zemljiški knjigi ter Zakon o izvršbi in zavarovanju<sup>44</sup>.

Zakon postavlja v vlogo »regulatorja« Banko Slovenije, ki tudi v okviru svoje pristojnosti izdaja podzakonske predpise in odločbe. Podzakonske predpise je Banka v skladu z določbo 60. člena ZHKO dolžna izdati tri mesece po uveljavitvi zakona. Odločbe, ki jih lahko na podlagi ZHKO izdaja Banka Slovenije so<sup>45</sup>:

- sklep o pogojih za pridobitev dovoljenja za izdajanje hipotekarnih in komunalnih obveznic,
- sklep o izračunu neto zdajšnje vrednosti kritnega premoženja,
- sklep o vključevanju izvedenih finančnih instrumentov v kritno premoženje ter
- sklep o skrbniku kritnega registra.

---

41 Kunšek, 2009.

42 Krajšek, Senica, 2006, str. 4.

43 Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah ZHKO.

44 SPZ Uradni list RS, št. 87/2002, ZZK-1 Uradni list RS, št. 58/2003, ZIZ Uradni list RS, št. 51/1998.

45 Banka Slovenije, 2006, str.97.

## 2.2 Struktura in vsebina ZHKO

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici se ne šteje za obsežnejši zakon. Njegovo besedilo obsega zgolj 67 členov (pred novelo 62). Materija, ki jo ureja je povezana še z nekaterimi drugimi zakoni, ki so omenjeni tudi zgoraj, zato je v besedilu ZHKO tudi nekaj sklicevanja na druge predpise.

Vsebinsko je obravnavani zakon razdeljen na 11 poglavij<sup>46</sup>:

- I. Uvodne določbe,
- II. Izdaja hipotekarnih in komunalnih obveznic,
- III. Kritno premoženje,
- IV. Hipotekarni kredit,
- V. Kritni register in skrbnik kritnega registra,
- VI. Stečaj izdajatelja in stečaj drugega kreditodajalca,
- VII. Komunalna obveznica,
- VIII. Poročanje Banki Slovenije,
- IX. Nadzor,
- X. Kazenske določbe ter
- XI. Prehodni in končna določba.

### 2.2.1 Temeljna načela ZHKO

Predlagatelj zakona je v ZHKO vpeljal različne vzode in načela, katerih namen je zagotoviti varnost hipotekarnih obveznic. Temeljno načelo ZHKO je načelo varnosti hipotekarne obveznice oz. načelo varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic, ki se zagotavlja preko: načela kritja, načela valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja, načela zmanjšanja in odprave tveganj predčasnega poplačila kredita, načela ločenosti kritnega premoženja, načela dodatnega zavarovanja, načela prednostnega poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic in načela omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke<sup>47</sup>.

#### 2.2.1.1 Kritno načelo

Kritno načelo v ZHKO je tesno povezano z načelom valutne, obrestne in ročnostne skladnosti kritnega premoženja<sup>48</sup>. Prva karakteristika tega načela je zahteva, da mora kritno premoženje v vsakem trenutku ustrezati obveznostim iz naslova izdanih hipotekarnih obveznic. Premoženje mora biti najkvalitetnejše in mora izpolnjevati zakonsko predpisane pogoje. Pri tem je potrebno upoštevati pravila glede vrste nepremičnin, ki so primerne oz. ki po ZHKO lahko služijo kot hipotekarno zavarovanje, pravila glede vrednotenja, razmerja med kreditom in vrednostjo nepremičnine itd.

---

<sup>46</sup> ZHKO, 2006.

<sup>47</sup> Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

<sup>48</sup> Krajšek, Senica, 2004.

Drug pomemben element kritnega načela izhaja iz dejstva, da imetniki hipotekarnih obveznic in zastavitelji nepremičnin niso v neposrednem medsebojnem razmerju. Posledično daje ZHKO imetnikom hipotekarnih obveznic podoben položaj, kot ga imajo hipotekarni upniki, čeprav imetniki hipotekarnih obveznic to niso. ZHKO omogoča imetnikom hipotekarnih obveznic položaju hipotekarnega upnika podoben položaj tako, da imajo le ti prednostno izločitveno pravico na hipotekarnih kreditih, ki sestavljajo ločeno maso (vpisano v kritni register). To pomeni, da se v primeru stečaja izdajatelja, ta del premoženja prednostno izloči in nameni izključno poplačilu imetnikov hipotekarnih obveznic<sup>49</sup>.

Kritno načelo izhaja iz več členov ZHKO. Že 2. člen ZHKO določa, da sta hipotekarna in komunalna obveznica, obveznici, ki sta izdani pod pogoji iz ZHKO in katerih kritje se zagotavlja na podlagi kritnega premoženja, njuni imetniki pa imajo ob stečaju izdajatelja prednostni položaj pri poplačilu iz tega premoženja. 3. člen določa, da je kritno premoženje, premoženje izdajatelja, ki je vpisano v kritni register in je prednostno namenjeno poplačilu obveznosti iz naslova izdanih hipotekarnih ali komunalnih obveznic. Podobno lahko kritno načelo najdemo v določbah 17. člena ZHKO, ki ureja sklep o izdaji hipotekarnih obveznic. Iz teh določb izhaja, da je zakonodajalec zelo podrobno uredil vprašanja, povezana z zagotavljanjem kritja obveznic, določitev zneska kritnega premoženja in razmerja ročnostne skladnosti. Izjemno pomembni členi, ki uveljavljajo kritno načelo so 22., 46. in 47. člen ZHKO. 22. člen z naslovom: »Obseg in usklajenost naložb kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami« povzema prvi element kritnega načela in sicer usklajenost kritnega premoženja z izdanimi hipotekarnimi obveznicami. Nominalna vrednost kritnega premoženja mora biti vseskozi enaka nominalni vrednosti izdanih hipotekarnih obveznic, izračuna pa se po načelu neto sedanje vrednosti. 46. člen in naslednji členi ZHKO urejajo način poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic v primeru stečaja izdajatelja<sup>50</sup>.

Med drugim določa, da mora sklep vsebovati celoten nominalni znesek izdanih obveznic, višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti, izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem itd.

Kritno načelo izhaja še iz mnogih drugih določb ZHKO, ki urejajo pogoje za kritno premoženje in pogoje za hipotekarne kredite, ki so lahko vključeni v kritno premoženje. To načelo je mogoče zaslediti tudi v členih, ki urejajo kritni register, ter skrbnika kritnega premoženja.

#### 2.2.1.2 Načelo ločenosti kritnega premoženja

Z vprašanjem ločenosti kritnega premoženja je povezano tudi vprašanje poslovne sposobnosti izdajatelja oz. določitev obsega poslov, ki jih lahko izdajatelji opravljajo.

<sup>49</sup> Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

<sup>50</sup> Ibid.

V večini držav EU se je uveljavilo načelo specializacije izdajatelja. Zakonodajalec se je ob sprejemu ZHKO odločil za drugo obliko in sicer za sistem univerzalnosti. Ta sistem omogoča, da izdajatelj, poleg dejavnosti izdaje hipotekarnih obveznic in hipotekarnega kreditiranja, opravlja tudi druge posle. V takem sistemu je seveda nujno, da je premoženje, ki je namenjeno izdaji hipotekarnih obveznic povsem ločeno od ostalega premoženja. Zakonodajalec je zaradi tega v zakon vpeljal vrsto varovalk, ki omogočajo tovrstno ločenost in preglednost<sup>51</sup>.

ZHKO v 3. točki 9. člena določa, da Banka Slovenije izda dovoljenje za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic samo, če banka, ki vloži zahtevo za izdajo takega dovoljenja zagotavlja poslovanje v zvezi z izdajanjem hipotekarnih kreditov in kreditov osebam javnega prava ter izdajanjem hipotekarnih in komunalnih obveznic ločeno od ostalega poslovanja banke. V 10. členu pa dodaja, da se ločeno poslovanje nanaša predvsem na poslovne knjige in drugo dokumentacijo. Vzpostavitev kritnega registra in pravilen vpis kritnega premoženja vanj je eden izmed temeljnih elementov varnosti imetnikov hipotekarnih obveznic. Že 3. člen ZHKO določa, da premoženje dobi kvaliteto kritnega premoženja šele z vpisom v kritni register. Členi od 38. do 45, ki so vključeni v poglavje z naslovom: »Kritni register in skrbnik kritnega registra« pa, kot je razvidno že iz naslova, urejajo pogoje in postopke za vzpostavitev kritnega registra in vpis premoženja, ki služi za izdajo hipotekarnih obveznic, vanj. Glavni namen teh določb je v tem, da se izdajatelju onemogoči razpolaganje s kritnim premoženjem, saj je le to v veliki meri zaupano skrbniku<sup>52</sup>.

Pomemben učinek ima načelo ločenosti tudi v primeru stečaja izdajatelja. V primeru stečaja namreč kritno premoženje, ki je pravilno vpisano v kritni register ne pride v izdajateljevo stečajno maso, temveč se izloči in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic<sup>53</sup>.

### 2.2.1.3 Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic na banke

ZHKO v 8. členu določa, da lahko hipotekarne in komunalne obveznice izdaja samo banka, ki je pridobila dovoljenje za izdajanje takih vrednostnih papirjev v skladu z ZHKO. Za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic je torej potrebno pridobiti dovoljenje, ki pa ga Banka Slovenije subjektu, ki ni banka, ne sme izdati. Končni učinek tega je, da osebe, ki v skladu z Zakonom o bančništvu niso organizirane kot banke, dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic ne morejo pridobiti. Pri tem je treba poudariti, da kljub temu, da banka že ima dovoljenje za opravljanje bančnih in drugih finančnih storitev, hipotekarnih obveznic ne more izdati avtomatsko, saj za to potrebuje posebno dovoljenje, ki ga Banka Slovenije izda šele, ko se ugotovi, da določena banka izpolnjuje pogoje v skladu z ZHKO<sup>54</sup>.

---

51 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

52 Ibid.

53 Krajšek, Senica, 2004.

54 Ibid.

Načelo omejitve izdajanja hipotekarnih obveznic najdemo tudi v 4. členu ZHKO, in sicer pod naslovom »Zaščita imena«. Za konkretno transakcijo izdaje hipotekarnih obveznic in za varstvo imetnikov le teh pa to sicer nima večjega pomena. To načelo je pomembno predvsem zaradi varstva udeležencev na trgu oz. potencialnih investitorjev v hipotekarne obveznice. Uporaba imena hipotekarna obveznica za druge vrednostne papirje bi lahko zavajala potencialne investitorje in tako ustvarjala zmedo na trgu.

### **2.2.2 Izdaja hipotekarnih in komunalnih obveznic**

Banka Slovenije v skladu z 9. členom ZHKO izda dovoljenje banki, ki je vložila zahtevo za izdajo dovoljenja in ji priložila dokazila o izpolnjevanju pogojev<sup>55</sup>. Treba je opozoriti, da morajo biti pogoji, ki jih ZHKO našteva v členih od 11. do 14. izpolnjeni poleg tistih, ki jih določa ZBan-1. Hipotekarne obveznice izdajatelj izda s sklepom o izdaji, katerega vsebina je določena s 17. členom ZHKO. V zakonu so navedeni tudi razlogi, zaradi katerih lahko banka izgubi dovoljenje za izdajo obveznic<sup>56</sup>.

Za potencialnega izdajatelja je pomembno, da zakon banki, ki ima licenco za izdajanje hipotekarnih obveznic, omogoča, ne le da hipotekarne kredite odobrava sama, temveč tudi da jih odkupuje od drugih bank. Zakon v ta namen natančno določa oziroma ureja prenos tovrstnih kreditov od banke, ki jih je odobrila, na banko ki bo hipotekarne obveznice izdala. Ta možnost je zlasti pomembna z vidika večanja obsega kritnega premoženja in s tem mase izdanih obveznic oziroma zagotavljanja ustrezne ekonomije obsega. Za svetlejšo prihodnost hipotekarnih obveznic bi bilo smiselno poenostaviti postopke prenosa hipotekarnih kreditov iz ene na drugo banko.

### **2.2.3 Kritno premoženje**

Pogoji, ki jih mora izpolnjevati premoženje, da je lahko vključeno v kritni register in tako postane kritno premoženje, so izjemno strogi. Le na ta način je namreč mogoče zagotoviti potrebno varnost, ki je značilna za hipotekarne obveznice in privlačnost za vlagatelje. ZHKO v 19. členu izrecno določa, da je za kritno premoženje mogoče upoštevati le terjatve iz naslova hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini, pri čemer je do 20% kritnega premoženja lahko zagotovljeno z nadomestnim kritjem. Hipoteka in zemljiški dolg pa morata na podlagi 34. člena ZHKO obvezno zagotavljati najboljši vrstni red, sicer ne moreta predstavljati kritnega premoženja<sup>57</sup>.

ZHKO v 23. členu dopušča dodatno možnost, da se v zvezi z naložbami kritnega premoženja uporabljajo terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti, vendar le, če ti prispevajo k zmanjševanju tveganj oziroma doseganju

<sup>55</sup> Pogoji bodo predstavljeni v nadaljevanju.

<sup>56</sup> Izdaja hipotekarne obveznice bo podrobneje opisana v naslednjem poglavju.

<sup>57</sup> Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

usklajenosti naložbe kritnega premoženja. V 24. členu ZHKO določa nadaljnje pomembne omejitve, ki vplivajo na strukturo kritnega premoženja. Predpisuje, da je delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na stanovanjskih nepremičninah v gradnji, lahko največ 5%, delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na komercialnih nepremičninah pa največ 20% celotnega kritnega premoženja. Dalje 24. člen ZHKO določa, da lahko delež hipotekarnih kreditov, katerih zastavna pravica je ustanovljena na nepremičninah zunaj Republike Slovenije, predstavlja največ 50% kritnega premoženja<sup>58</sup>.

Zadnja, sicer smiselna omejitev iz 24. člena ZHKO je določilo, da delež hipotekarnih kreditov danih posamezni osebi oziroma medsebojno povezanim osebam ne sme presegati 20% kritnega premoženja. Poleg tega mora biti izpostavljenost banke takim osebam skladna z Zban-1. Glede na dejstvo, da je premoženje, ki služi kot osnova za izdajo hipotekarnih obveznic zelo obsežno, je pomemben element tudi ocena vrednosti le tega. Cenitev premoženja v skladu s 25. členom ZHKO opravi pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin z dovoljenjem Slovenskega inštituta za revizijo. Ocenjevalec v skladu s Pravili vrednotenja ugotavlja hipotekarno kreditno vrednost nepremičnin, kot ocenjeno nepremičnin dolgoročno tržno vrednost nepremičnin. Ocenjevalec v skladu z ZHKO preudarno ocenjuje tržnost premoženja v prihodnosti, tako da upošteva dolgoročne trajnostne vidike premoženja, običajne in lokalne razmere na trgu, trenutno uporabo in alternativne primere uporabe premoženja<sup>59</sup>.

Ugotovljeno hipotekarno kreditno vrednost nepremičnin se na naslednji stopnji uporabi pri določanju višine hipotekarnega kredita. V skladu s 26. členom ZHKO se lahko za kritno premoženje upošteva le terjatve iz naslova hipotekarnega kredita, ki ne presegajo 60% hipotekarne kreditne vrednosti ali 50% posplošene tržne vrednosti<sup>60</sup> obremenjene nepremičnine. V kolikor višina terjatev iz naslova hipotekarnega kredita presega zakonsko omejeno hipotekarno kreditno vrednost nepremičnine, se presežek ne sme upoštevati za kritno premoženje<sup>61</sup>.

Bistveno je tudi vzdrževanje vrednosti kritnega premoženja. Hipotekarni krediti in hipotekarne obveznice se praviloma izdajajo za daljša časovna obdobja, ki dosegajo 20 let in več, in povsem običajno je, da se cene nepremičnin v tako dolgem obdobju spreminjajo. ZHKO je določil mehanizme, ki služijo ohranjanju vrednosti. V skladu z 28. členom ZHKO mora izdajatelj redno spremljati vrednost zastavljene nepremičnine in oceno te vrednosti izdati najmanj enkrat letno za poslovne nepremičnine, za stanovanjske nepremičnine pa najmanj enkrat na tri leta.

---

58 Ibid.; Vuksanovič, 2007.

59 Ibid.

60 Kriterij dodan z Zakonom o spremembah in dopolnitvah ZHKO, Uradni list RS, št. 58/2009.

61 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.



## 2.2.4 Hipotekarno posojilo

ZHKO v členih od 30 do 37 določa pogoje, ki jih mora izpolnjevati hipotekarni kredit, da je le ta primeren za vključitev v kritno premoženje. Določa še kvaliteto zavarovanja terjatev ter način vzpostavitve povezave med sredstvom zavarovanja terjatve in hipotekarno obveznico<sup>62</sup>.

V 30. členu ZHKO je določeno, da mora biti pogodba o hipotekarnem kreditu sklenjena v obliki neposredno izvršljivega notarskega zapisa in zavarovana z ustanovitvijo zastavne pravice ali zemljiškega dolga na eni ali več nepremičninah. V kolikor je na taki nepremičninah zgrajena stavba, mora biti stavba zavarovana za ves čas trajanja kreditne pogodbe proti vsem rizikom, najmanj za zavarovalno vsoto v vrednosti dela kredita, ki je vpisan v kritnem registru, zavarovalna polica pa mora biti vinkulirana v korist posojilodajalca<sup>63</sup>.

Vsebino kreditne pogodbe ZHKO ureja v 31. členu, kjer določa posebne sestavine kreditne pogodbe, ki jih mora taka pogodba vsebovati poleg običajnih. Pomembno določilo je, da mora kreditna pogodba vsebovati navedbo, da bo terjatev vpisana v kritni register izdajatelja. Nujna posledica tega je, da mora biti za uvrstitev nekega kredita v kritno premoženje, kreditojemalec obvezno obveščen, saj je seznanjen z vsebino kreditne pogodbe. Z drugimi besedami, to pomeni, da izdaja hipotekarne obveznice na podlagi določenega kredita ni mogoča, če kreditojemalec o tem ni obveščen oz. če s tem ne soglaša. Druga možnost bi bila, da za izdajo hipotekarnih obveznic kreditojemalec iz osnovnega kreditnega razmerja ne bi bil obveščen, kar bi bilo morda tudi bolj smiselno. Iz obrazložitve k predlogu zakona pa razlogi, ki so vodili predlagatelja za tako besedilo, zakona žal niso vidni<sup>64</sup>.

V nadaljevanju ZHKO določa, da mora pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovati še zemljiškoknjžno dovolilo in soglasje kreditojemalca, da se, če terjatev zapade, opravi izvršba zaradi njenega poplačila. V kolikor zastavitelj nepremičnine ni hkrati tudi kreditojemalec, mora skleniti pogodbo o hipotekarnem kreditu tudi zastavitelj. Zemljiškoknjžno dovolilo je namreč dodatna predpostavka za veljavnost posla ustanovitve hipoteke, ki služi predvsem varnosti udeležencev v pravnem prometu, da ne bi nepremišljeno zastavljali svoje nepremičnine in zadostuje že sam po sebi<sup>65</sup>.

ZHKO dopušča možnost, da je izdajatelj hipotekarnih obveznic druga banka in ne banka posojilodajalka. Gre za prenos terjatev iz kreditnih pogodb na izdajatelja. V tem primeru pride do spremembe zastavnega upravičenca, zato je treba na zemljiško knjigo predlagati ustrezno spremembo in pri tem vpisati zaznambo kritnega registra na novega upravičenca. Če je prenesen samo del terjatve, ki je zavarovan s hipoteko, mora imeti hipoteka za preneseni del terjatve boljši vrstni red od hipoteke za

---

62 Krajšek, Senica, 2006, str. 2.

63 Kruhar, 2002.

64 Krajšek, Senica, 2006, str. 2.

65 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

nepreneseni del terjatve, za kar mora poskrbeti izdajatelj<sup>66</sup>.

V tretjem odstavku 31. člena pa ZHKO določa še, da mora kreditojemalec, v kolikor je ob sklenitvi pogodbe o hipotekarnem hipotekarni kredit zavarovan z zemljiškim dolgom, kreditu veljavno prenesti zemljiško pismo na posojilodajalca. V primeru, da je terjatev, ki se prenaša na izdajatelja, zavarovana z zemljiškim dolgom, se na izdajatelja prenese le zemljiško pismo, vpis zaznambe kritnega registra pa ni potreben<sup>67</sup>.

### **2.2.5 Kritni register in skrbnik kritnega registra**

Kritni register je register, ki ga vodi izdajatelj in v katerega se, po predhodni odobritvi skrbnika kritnega registra, vpisuje kritno premoženje. Skrbnik kritnega registra, kot neodvisen od Banke Slovenije in izdajatelja, predstavlja tretji steber nadzora nad varnostjo hipotekarnih obveznic in je tako eden izmed najpomembnejših subjektov v strukturi izdaje hipotekarne obveznice na podlagi ZHKO.

ZHKO v 38. členu določa, da mora vsak izdajatelj voditi kritni register, česar ni mogoče prenesti na drugega izvajalca. Kritni register si lahko predstavljamo kot bilanco stanja, pri čemer so na aktivni vpisane vse terjatve iz naslova hipotekarnega kredita in druge naložbe ter izvedeni finančni instrumenti, ki predstavljajo kritno premoženje, medtem ko so na pasivi vpisane vse izdane hipotekarne obveznice, oboje v nominalnem znesku. Pri tem je potrebno poudariti, da mora biti aktiva v vsakem trenutku vsaj enaka, oz. večja od pasive. Ugotovimo lahko, da se ta bilanca razlikuje od klasične bilance, ki jo poznamo v računovodstvu po tem, da je aktiva pri klasični bilanci v vsakem primeru enaka pasivi, pri kritnem registru pa mora biti pasiva enaka ali manjša od aktive. S tem, ko se premoženje vpiše v kritni register se zagotovi pomembno načelo ločenosti kritnega premoženja od ostalega premoženja banke, saj lahko na to premoženje, na podlagi izrecnega zakonskega določila, posežejo le imetniki hipotekarnih obveznic, ki so vpisani na pasivi<sup>68</sup>.

40. člen ZHKO določa, da mora vsak izdajatelj imeti skrbnika kritnega registra, ki ga imenuje izdajatelj sam. V praksi to pomeni, da Banka Slovenije določenemu številu oseb podeli dovoljenje za opravljanje funkcije skrbnika v banki, vsak posamezni izdajatelj pa se potem odloči, katerega izmed skrbnikov, ki jih ima na razpolago, bo imenoval. Premoženje se lahko vpiše v kritni register in se iz njega izbriše le na podlagi posebne pisne odobritve skrbnika kritnega registra, ki tudi celoten vmesni čas skrbi, da premoženje predstavlja primerno in zadostno maso za poplačilo hipotekarnih obveznic in da je kritno premoženje skladno z določbami ZHKO. Skrbnik torej ne potrди izdaje hipotekarne obveznice, če gotovi, da obveznica nima zadostnega in ustreznega kritja v premoženju.

---

66 Krajšek, Senica, 2006, str. 2.

67 Vuksanović, 2007.

68 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

Če skrbnik kadarkoli ugotovi, da kritno premoženje ne zadostuje več za pokritje hipotekarnih obveznic, ali da je drugače v neskladju z ZHKO, mora o tem nemudoma obvestiti Banko Slovenije, pri tem pa tudi zahtevati od izdajatelja, da neustrezno premoženje nadomesti z drugim, v skladu z 29. členom ZHKO. V kolikor pride do spora med izdajateljem in skrbnikom kritnega registra o sporu odloči Banka Slovenije.

### **2.2.6 Stečaj izdajatelja**

V členih od 46. do 51. ZHKO je urejen postopek, ki ga je treba upoštevati v primeru stečaja izdajatelja. Stečaj izdajatelja je največja grožnja varnosti hipotekarnih obveznic in zato je to poglavje ZHKO izjemno pomembno. Zanimivo pri tem je, da namen zakona, v primeru stečaja izdajatelja ni v tem, da se imetniki hipotekarnih obveznic predčasno poplačajo (kot bi v stečajnem postopku sicer pričakovali), ampak, da se kritno premoženje izloči iz stečajne mase in nadaljuje svoje življenje do izteka zadnje obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic, tako kot je bilo načrtovano od samega začetka. Imetniki hipotekarnih obveznic imajo, v skladu s 46. členom ZHKO, pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi upniki izdajatelja. V medsebojnem razmerju pa imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Zahtevke proti stečajni masi v svojem imenu in za račun imetnikov hipotekarnih obveznic uveljavlja upravitelj kritnega registra<sup>69</sup>.

V skladu s 1. odstavkom 47. člena ZHKO se, v primeru začetka stečajnega postopka nad izdajateljem, kritno premoženje izloči iz stečajne mase, stečajni senat pa na predlog Banke Slovenije določi upravitelja kritnega premoženja. Če je le mogoče, se izločeno premoženje nameni nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznic. Cilj, ki ga to določilo zasleduje je, da so investitorji, ki so investirali svoje premoženje v hipotekarne obveznice, to storili za določeno obdobje in tako ni v njihovem interesu, da bi bili predčasno poplačani<sup>70</sup>.

V kolikor je skrbnik kritnega registra pravilno opravil svojo nalogo, premoženje zadostuje za nadaljevanje poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic. Problem pa nastane, če postane jasno, da kritno premoženje ne bo zadostovalo za nadaljnje nepretrgano poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru Banka Slovenije po lastni presoji ali na predlog skrbnika kritnega premoženja predlaga ločeni stečajni postopek nad kritnim premoženjem. Če imetniki hipotekarnih obveznic v ločenem stečajnem postopku niso v celoti poplačani, lahko preostanek svojih terjatev prijavijo v rednem stečajnem postopku v roku 30 dni po zaključku ločenega stečajnega postopka. Pri tem je treba opozoriti, da, v kolikor se nad izdajateljem vodita dva stečajna postopka, upniki v rednem stečajnem postopku ne smejo biti poplačani pred pretekom obdobja 30-ih dni od zaključka ločenega stečajnega postopka<sup>71</sup>.

---

69 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

70 Ibid.; Vuksanovič, 2007.

71 Krajšek, Senica, 2006, str. 2.

Na drugi strani se seveda lahko zgodi, da premoženje zadostuje za nadaljevanje poplačila imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru se, kot že rečeno, imenuje upravitelj kritnega premoženja, ki opravlja nalogo, ki jo je opravljal izdajatelj do začetka stečajnega postopka. Lahko se tudi zgodi, da je izloženo premoženje večje, kot bi bilo potrebno za poplačilo imetnikov hipotekarnih obveznic. V tem primeru lahko stečajni upravitelj zahteva, da upravitelj kritnega premoženja, del premoženja, za katerega je nesporno ugotovljeno, da ne bo potrebno za poravnavo obveznosti do imetnikov hipotekarnih obveznosti, izloči v stečajno maso izdajatelja. O tem odloči sodišče, po predhodni pridobitvi mnenja upravitelja kritnega premoženja<sup>72</sup>.

Obstaja tudi možnost, da v skladu s 50. členom ZHKO, upravitelj kritnega premoženja s pogodbo prenese celotno kritno premoženje in celotne obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic na drugega izdajatelja, za kar pa je potrebno pridobiti predhodno soglasje Banke Slovenije. V tem primeru se transakcija nadaljuje, kot je bila načrtovana že od začetka, le izdajatelj (banka) je drug<sup>73</sup>.

## **2.2.7 Drugo**

### **2.2.7.1 Nadomestno kritje**

ZHKO v 2. odstavku 19. člena izdajatelju omogoča, da lahko, zaradi zagotovitve ustrezne prožnosti, največ 20% kritnega premoženja zagotovi z nadomestnim kritnim premoženjem in sicer s sredstvi na računih pri Banki Slovenije; z naložbami v tržne vrednostne papirje, ki jih je izdala država podpisnica Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru (v nadaljevanju »EGP«), njena centralna banka ali Evropska centralna banka (v nadaljevanju »ECB«) ter z naložbami v druge dolžniške vrednostne papirje, ki jih je izdala ECB, Evropska banka za obnovo in razvoj (v nadaljevanju »EBRD«) ali druga banka ter se po merilih ECB, katera so objavljena v statutu, ki ureja Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju »ESCB«), uporabljajo za zavarovanje terjatve v okviru ESCB<sup>74</sup>. Na podlagi tega vidimo, da ni potrebno, da bi bilo celotno kritno premoženje sestavljeno iz hipotekarnih kreditov, ki so zavarovani s hipoteko ali zemljiškim dolgom na stanovanjski ali komercialni nepremičnini. Kritno premoženje je lahko sestavljeno tudi iz drugih sredstev, katerih delež v kritnem premoženju je seveda omejen. Nedvomno lahko ugotovimo, da gre tudi v primeru nadomestnega kritnega premoženja za prvovrstna sredstva, ki so zelo varna in razmeroma likvidna. Poleg tega so lahko, v skladu s 23. členom ZHKO, v kritno premoženje vključene tudi terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti, njihov delež v kritnem premoženju pa predpiše Banka Slovenije<sup>75</sup>.

---

72 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

73 Ibid.

74 Ibid.

75 Krajšek, Senica, 2006, str. 4.

#### 2.2.7.2 Zaznamba kritnega registra

Zakonodajalec je v 35. členu ZHKO vpeljal nov institut, ki je zanimiv in doslej neznan tudi s stališča zemljiškopravnega prava. Gre za zaznambo kritnega registra. Zaznamba kritnega registra je zaznamba, da je zavarovana terjatev namenjena vpisu v kritni register, pri čemer se vpiše tudi oznako kritnega registra, firmo in sedež izdajatelja ter ime in naslov skrbnika kritnega registra. Seveda se lahko tako zaznambo vpiše ob samem vpisu posojilodajalčeve zastavne pravice, ali pa tudi kasneje. Vprašanje, ki se tu postavlja, saj ZHKO tega eksplicitno ne ureja, je podlaga za vpis take zaznambe. Najverjetneje bi zemljiškopravno sodišče upoštevalo določbo 1. odstavka 31. člena ZHKO, ki določa, da mora pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovati navedbo, da bo terjatev posojilodajalca vpisana v kritni register. Sodišče bo torej vpisalo zaznambo samo, če bo pogodba o hipotekarnem kreditu vsebovala tako navedbo, pri čemer je to tudi edini pogoj, ki je razviden iz ZHKO. Posledica vpisa take zaznambe je, da je izvršba ali vsaka sprememba vpisa hipoteke ali zaznambe mogoča samo na podlagi pisnega soglasja skrbnika kritnega registra<sup>76</sup>.

#### 2.2.7.3 Komunalna obveznica

ZHKO v celoti ureja samo hipotekarno obveznico, v 52. členu pa določa, da se za izdajo komunalnih obveznic smiselno uporabljajo določbe ZHKO, ki jih taksativno našteje. Pri tem se izraz »hipotekarna obveznica« nadomesti z izrazom »komunalna obveznica«, izraz »hipotekarni kredit« pa z izrazom »kredit osebam javnega prava« v ustreznem sklonu. Iz tega je mogoče razbrati, da sta si komunalna in hipotekarna obveznica v svojih temeljnih značilnostih povsem identični, razlikujeta se le v kvaliteti kritnega premoženja. Če izdajatelj izdaja hipotekarne in komunalne obveznice, mora po izrecni zakonski določbi za to voditi ločena kritna registra, ob stečaju pa se terjatve imetnikov komunalnih obveznic lahko poplačajo le iz kritnega premoženja komunalnih obveznic<sup>77</sup>.

#### 2.2.7.4 Poročanje Banki Slovenije in nadzor

Poročanje Banki Slovenije se opravlja na trimesečni osnovi. Izdajatelj mora v roku 10 dni po izteku trimesečja, Banki Slovenije posredovati izpis iz kritnega registra na zadnji dan trimesečja, ki mora biti podpisan s strani skrbnika kritnega registra. Nadzor nad izvrševanjem ZHKO opravlja Banka Slovenije z izjemo nadzora nad izvrševanjem 17. in 18. člena zakona, za kar je pristojna ATVP. Omenjena člena se nanašata na sklep o izdaji in na samo izdajo ter na prvo prodajo hipotekarnih obveznic<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

<sup>77</sup> Ibid.

<sup>78</sup> Ibid.

#### 2.2.7.5 Uporaba imena hipotekarna in komunalna obveznica

ZHKO v 61. členu določa, da se obveznice, ki so bile izdane pred uveljavitvijo ZHKO in ki vsebujejo besedni zvezi »hipotekarna obveznica« ali »komunalna obveznica« ter izpeljanke iz njiju, ne štejejo za hipotekarne in komunalne obveznice. Ta določba je povezana s 4. členom ZHKO, ki ureja zaščito imena. Glede na besedilo lahko ugotovimo, da zakon ni prepovedal uporabe imena za obveznice, ki so bile izdane pred uveljavitvijo ZHKO, kljub temu, da zanje ne veljajo njegove določbe. To lahko pripelje do tega, da se bodo na trgu pojavile obveznice, ki ne bodo podvržene urejanju in varovalnim mehanizmom, ki izvirajo iz ZHKO, pa bi se kljub temu imenovale »hipotekarne obveznice«, kar lahko povzroči zmedo na trgu. Določba bo prišla do izraza v primeru obveznic BTC1 in BTC2 o katerih je govora zgoraj.

### 2.3 Subjekti opredeljeni v slovenski zakonodaji

Pri izdajanju hipotekarnih obveznic sodelujejo številni subjekti. Ne glede na model hipotekarne obveznice je potrebno natančno določiti funkcijo posameznih subjektov, njihovo vlogo, pravice in obveznosti.

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici definira naslednje subjekte:

- regulator,
- izdajatelj,
- skrbnik kritnega registra,
- neodvisni cenilec in
- imetniki hipotekarnih obveznic.

V nadaljevanju bomo na kratko predstavili vloge in imena posameznih subjektov v slovenskem modelu hipotekarne obveznice<sup>79</sup>.

#### 2.3.1 Regulator

Izdaja hipotekarne obveznice je zaradi načela varovanja imetnikov urejena strožje, kot izdaja navadne obveznice. Za ustrezno izvajanje nadzora nad procesi, ki se odvijajo pred, med in po izdaji hipotekarne obveznice je potrebno zagotoviti nadzor nad izvajanjem zakona. Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici predstavlja pravila, vsa pravila pa veljajo le toliko kolikor se nadzoruje njihovo izvajanje. Po ZHKO opravlja delo nadzornika oziroma regulatorja Banka Slovenije.

Banka Slovenije ima naslednje pristojnosti in naloge:

- zavrnitev zahteve za izdajo dovoljenja,
- odvzem dovoljenja za izdajanje hipotekarnih obveznic,
- odvzem dovoljenja skrbniku kritnega registra,

---

<sup>79</sup> Vloge in imena posameznih subjektov so povzete po ZHKO.

- predlog za določitev stečajnega upravitelja kritnega premoženja,
- soglasje k pogodbi o prenosu premoženja,
- zahteva za začetek ločenega stečajnega postopka,
- izdaja podrobnejšega predpisa o načinu poročanja,
- nadzorstveni sklepi na podlagi določb ZHKO ter
- sklepi pri vodenju postopka o prekrških<sup>80</sup>.

### 2.3.2 Izdajatelj

Zgoraj smo omenili, da lahko v vlogi izdajatelja teoretično nastopajo tri vrste institucij. V sistemih z načelom specializacije so to hipotekarne banke. V sistemih univerzalnega bančništva v tej vlogi lahko nastopajo vse banke, ki od regulatorja oziroma nadzornika dobijo dovoljenje in izpolnjujejo zakonske pogoje po zakonu o bančništvu. V sistemih centralne izdajateljske enote pa ima nad izdajanjem hipotekarnih obveznic praviloma monopol ena institucija.

Slovenska ureditev zagovarja model univerzalnega bančništva, kar pomeni, da lahko katerakoli banka v Sloveniji, ki ima interes izdajati hipotekarno obveznico zaprosi za dovoljenje Banko Slovenije. Minimalni znesek osnovnega kapitala bank v Sloveniji znaša 5 mio EUR<sup>81</sup>.

Izdajatelj je lahko kdor poleg pogojev iz zakona o bančništvu izpolnjuje še naslednje pogoje<sup>82</sup>:

- da razpolaga z ustreznimi sistemi za upravljanje s tveganji, ki so lastna izdaji hipotekarnih in komunalnih obveznic, ter tveganji, povezanimi s kritnim premoženjem,
- da v kvalitativnem in številčnem smislu razpolaga z ustreznimi kadri in je organizacijsko in tehnično usposobljena za izdajo hipotekarnih in komunalnih obveznic ter financiranje nepremičnin in oseb javnega prava,
- da zagotavlja poslovanje v zvezi z dajanjem hipotekarnih kreditov in kreditov osebam javnega prava ter izdajanjem hipotekarnih in komunalnih obveznic ločeno od ostalega poslovanja banke (v nadaljnjem besedilu: ločeno poslovanje),
- da ima izdelana pravila o vodenju kritnega registra iz 38. člena ZHKO,
- da ima, če določa vrednost nepremičnin po metodologiji ocenjevanja hipotekarne vrednosti nepremičnin, izdelana pravila o vrednotenju nepremičnin iz 27. člena ZHKO ter ima v delovnem razmerju za nedoločen čas in polni delovni čas vsaj enega neodvisnega cenilca ali ima z njim sklenjeno podjemno pogodbo.

80 Nekatere postopke o prekrških po noveli ZHKO vodi tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev.

81 Zban-1.

82 Predlog ZHKO.

### **2.3.3 Skrbnik kritnega registra**

Zelo pomembno vlogo pri izdajanju hipotekarnih obveznic igra skrbnik kritnega premoženja. Vsak izdajatelj mora imeti svojega skrbnika kritnega registra. Skrbnik kritnega registra je od izdajatelja in od Banke Slovenije neodvisna oseba, ki zagotavlja, da se register vodi v skladu z ZHKO in na njegovi podlagi sprejetih predpisov in ki opravlja druge naloge, določene s tem zakonom. Skrbnika kritnega registra imenuje izdajatelj, ves čas pa ima vpogled v poslovne knjige in dokumente izdajatelja, ki se nanašajo na izdajo hipotekarnih obveznic<sup>83</sup>.

Za skrbnika kritnega registra je lahko imenovana samo oseba, ki izpolnjuje naslednje pogoje:

- da je pooblaščen revizor, ki izpolnjuje pogoje, ki jih določa zakon, ki ureja revidiranje, oziroma drugače strokovno usposobljena oseba,
- da je predhodno pridobila dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje poslov skrbnika kritnega registra,
- da njena predhodna dejavnost ne vzbuja dvoma o njeni primernosti za opravljanje skrbniških storitev.

### **2.3.4 Upravitelj kritnega premoženja**

Upravitelj kritnega premoženja je subjekt, ki skrbi za poplačilo vseh upnikov izdanih hipotekarnih obveznic. Kritno premoženje se v primeru stečaja izdajatelja izloči iz premoženja izdajatelja, stečajni senat pristojnega sodišča pa na podlagi 48. člena ZHKO določi upravitelja, ki ne sme biti ista oseba kot stečajni upravitelj izdajatelja.

Za upravitelja kritnega premoženja se po ZHKO uporabljajo določbe o stečajnem upravitelju iz zakona, ki ureja stečaj ZFPPIPP<sup>84</sup> in Zban-1<sup>85</sup>.

### **2.3.5 Neodvisni cenilec**

Neodvisni cenilec po ZHKO je oseba, ki ima potrebne kvalifikacije, znanje in izkušnje za cenitev ter je neodvisna od odločanja o poslih, ki so zavarovani z nepremičninami. Pri ocenjevanju vrednosti nepremičnin, ki so v Republiki Sloveniji, velja, da imajo potrebne kvalifikacije, znanje in izkušnje za cenitev osebe, ki so pooblaščen ocenjevalci oziroma pooblaščne ocenjevalke vrednosti nepremičnin po zakonu, ki ureja revidiranje, pri ocenjevanju vrednosti nepremičnin, ki so zunaj Republike Slovenije, pa osebe, ki so za ocenjevanje vrednosti nepremičnin pooblaščne skladno s predpisi države, na območju katere je nepremičnina. Pomembnost, neodvisnega cenilca je izkazana na ta način, da je to cel eden izmed petih pogojev za pridobitev

---

83 Žgavec, 2008, str. 24; povzeto po: Poročevalec Državnega zbora RS, 2005, str. 4-8.

84 Uradni list RS, št. 126/2007

85 Uradni list RS, št. 131/2006.



dovoljenja za izdajanje hipotekarnih obveznic<sup>86</sup>.

### **2.3.6 Imetniki hipotekarnih obveznic**

Na tem mestu lahko omenimo še vlagatelje, ki sami po sebi niso tako pomembni. Omenili jih bomo, ker je hipotekarna obveznica zanimiva za ožji krog investorjev kot ostali finančni instrumenti. Hipotekarna obveznica kot taka je zaradi svojih lastnosti najbolj zanimiva za institucionalne vlagatelje, kot so zavarovalnice, pokojninski skladi, itd. V nekaterih primerih, še posebej na nemškem trgu finančnih instrumentov, zaradi večje likvidnosti, hipotekarne obveznice pritegnejo še druge investitorje, ki so nagnjeni k vlaganju v varnejše finančne instrumente.

Potrebno je omeniti še poseben položaj imetnikov hipotekarnih obveznic, ki je v primerjavi z imetniki drugih vrednostnih papirjev ali upnikov izdajatelja privilegiran. Zaradi izločitve kritnega premoženja lahko vlagatelji v krite obveznice računajo na izplačilo celotnega vložka in ne samo sorazmernega dela vložka.

## **2.4 Zaključek k ZHKO**

Preteklo je razmeroma dosti časa<sup>87</sup> preden je v slovenskem prostoru zakonsko urejen institut krite obveznice. Z Zakonom o hipotekarni in komunalni obveznici sta pri nas urejeni dve vrsti kritih obveznic, ki predstavljata enega izmed varnejših finančnih institutov in priložnost za izdajatelje, da pridobijo več sredstev za refinanciranje odobrenih posojil. Z vidika vlagateljev je v tem času krita obveznica dokaj zanimiva naložba. Z vidika posojilojemalcev hipotekarna obveznica lahko posredno pomeni znižanje cene denarja.

Na tem mestu se bomo vprašali ali je slovenska ureditev ustrezna. Slovenski trg je namreč majhen, majhnost trga in določene druge značilnosti pa ovirajo nastajanje novih, inovativnih finančnih instrumentov. Zakonodajalec bi moral upoštevati značilnosti in posebnosti našega trga in z ustrezno zakonodajo zagotoviti primerljivost razmer za izdajanje hipotekarnih obveznic z drugimi evropskimi državami. Menimo, da bi lahko zakonodajalec kljub noveliranju ZHKO še dodatno poskrbel za izboljšanje razmer za izdajanje kritih obveznic.

### **2.4.1 Vidik izdajatelja**

Z vidika izdajatelja hipotekarne obveznice se je potrebno osredotočiti predvsem na stroške, ki jih povzroči taka operacija. Če je zakon restriktiven, kar ZHKO zaradi varnosti naložbe v krite obveznice, zagotovo je, potem izdajanje hipotekarnih

---

<sup>86</sup> Weiss, Sovdat, 2008.

<sup>87</sup> Zametki zakonodaje segajo že v leto 1993, predlog ZHKO pa je bil vložen v obravnavo DZ šele konec leta 2005.

obveznic ne bo dovolj privlačno za banke. Predlagatelj zakona se je pri snovanju odločal med različnimi modeli hipotekarne obveznice. Menimo, da bi bilo za slovenske razmere primerneje izbrati model centralne izdajateljske enote. Model bi po našem prepričanju omogočil večjo koncentracijo elementov kritnega premoženja in s tem večjo verjetnost izdajanja hipotekarnih obveznic. Po besedah bank je namreč za stroškovno pokritje izdaje hipotekarnih obveznic potrebno izdati obveznice v skupni vrednosti najmanj 100 mio EUR<sup>88</sup>.

Če izvzamemo izbiro modela hipotekarne obveznice so eden od razlogov, da zakon v praksi še ni zaživel, visoki stroški vrednotenja nepremičnin, ki bi jih imele banke, če bi se odločile za izdajo hipotekarnih ali komunalnih obveznic. Novela zakona zato bankam omogoča, da lahko za določitev vrednosti stanovanjske nepremičnine uporabijo tudi posplošeno tržno vrednost z uporabo metod množičnega vrednotenja nepremičnin v skladu z zakonom o množičnem vrednotenju nepremičnin iz maja 2006. S tem so se stroški vrednotenja nepremičnin za ta namen zmanjšali.

Zaradi zgoraj povedanega bi z vidika izdajatelja hipotekarnih obveznic obstoječo zakonodajo opredelili za ne dovolj prilagojeno slovenskim razmeram. Zaradi konkurence tujih bank, ki ponujajo »cenejši denar«, bi bilo potrebno domačim bankam omogočiti primernejše pogoje za refinanciranje posojil.

#### **2.4.2 Vidik vlagatelja**

Z vidika vlagatelja v vrednostne papirje lahko ocenimo obstoječo zakonodajo na podlagi pogojev, ki zagotavljajo varnost hipotekarnih obveznic. Lahko rečemo, da je ZHKO dober zakon, saj na primeren način določa vsebinske pogoje, ki zagotavljajo varnost naložbe v krite obveznice. Imetniki kritih obveznic in s tem tudi hipotekarnih obveznic so namreč po ZHKO v privilegiranem položaju.

ZHKO določa, da ima imetnik hipotekarnih obveznic pri poplačilu iz kritnega premoženja, vključno s stroški, prednost pred vsemi drugimi upniki izdajatelja. Nadalje, da imajo vsi imetniki hipotekarnih obveznic isti vrstni red. Da se kritno premoženje izloči iz stečajne mase in je prednostno namenjeno nadaljnjemu nepretrganemu poplačilu obveznosti iz hipotekarnih obveznosti. Da pravne posledice začetka stečajnega postopka ne vplivajo na terjatve imetnikov hipotekarnih obveznic in na terjatve upnikov iz naslova izvedenih finančnih instrumentov. Tako se prepreči morebitna prodaja premoženja pod ceno v predčasnem likvidacijskem postopku. Na drugi strani pa se prepreči tudi predčasno poplačilo obveznosti iz naslova hipotekarnih obveznic. To s strani investitorjev ni zaželeno, kajti njihov namen je bil investiranje premoženja za točno določeno časovno obdobje. Z vidika vlagateljev je sedanja ureditev ustrezna.

---

88 Telefonski razgovori, 2009/2010.

### **2.4.3 Vidik trga nepremičnin in posojilojemalcev**

Po noveli zakona o hipotekarni in komunalni obveznici lahko banke sredstva, zbrana s prodajo hipotekarnih obveznic vlagajo v stanovanjsko financiranje, to pa bo zaradi manjših tveganj in cenejših virov lahko postalo cenovno ugodnejše in tudi dolgoročneje. Medtem ko finančne ustanove po svetu dobršen del stanovanjskih posojil refinancirajo z izdajo hipotekarnih obveznic, pa teh v Sloveniji za zdaj praktično še ni. Domače banke namreč za stanovanjske kredite uporabljajo enake vire kot za preostale dolgoročne kredite, zaradi česar na področju ročnosti, višine in cene kredita težko konkurirajo bankam iz drugih evropskih držav<sup>89</sup>.

Izdajanje hipotekarnih obveznic bi lahko torej povzročilo ugodnejše pogoje pri pridobivanju posojil. Posojilojemalci bi najemali več posojil za namen nakupa nepremičnine, posledično pa bi lahko nepremičninam padle cene. Z vidika trga nepremičnin in posojilojemalcev je obstoječa zakonodaja še premalo prijazna.

---

89 Vagaja, 2003.

### **3 HIPOTEKARNA OBVEZNICA V PRAKSI**

*V poglavju bomo podrobneje opisali postopek izdaje hipotekarne obveznice. Analizirali bomo kakšen status ima hipotekarna obveznica v praksi slovenskih bank. Nato bomo preučili možen vpliv na stanovanjsko področje. V nadaljevanju bomo analizirali kakšno vlogo na tem področju bi lahko imela SID banka s svojim specifičnim statusom v slovenskem bančnem prostoru. Glede na ugotovitve, da v Sloveniji hipotekarne obveznice ni izdal še nihče, bomo v naslednjem poglavju govorili o ovirah za izdajo hipotekarne obveznice. Poglavje bomo zaključili s slovensko statistiko povezano s področjem hipotekarnega bančništva.*

#### **3.1 Postopek izdaje po slovenskem pravu**

Kot že omenjeno, lahko hipotekarne obveznice izdaja samo banka, po predhodno pridobljenem dovoljenju Banke Slovenije. Banka Slovenije v skladu z 9. členom ZHKO izda dovoljenje banki, ki je vložila zahtevo za izdajo dovoljenja in ji priložila dokazila o izpolnjevanju pogojev.

Hipotekarne obveznice se izdajo tako, da izdajatelj izda sklep o izdaji. V skladu s 17. členom ZHKO mora sklep vsebovati:

- celoten nominalni znesek izdanih obveznic,
- znesek ali zneske, na katere se glasijo posamezne obveznice,
- število obveznic po zneskih na katere se glasijo posamezne obveznice,
- višino obrestne mere, način obračunavanja ter roke plačevanja glavnice in obresti,
- izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim premoženjem in
- izjavo, da gre za obveznico na prinosnika ali imetnika.

Pomembno je tudi določilo 3. odstavka 17. člena ZHKO, ki določa, da se obveznice izdajo v nematerializirani obliki.

V zvezi s prodajo hipotekarnih obveznic je ZHKO v 18. členu vpeljal poenostavitev v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Določa namreč, da se prva prodaja hipotekarnih obveznic lahko opravi z javno ponudbo ali kot ponudba, namenjena največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo kupile celotno izdajo. Gre predvsem za poenostavitve v zvezi z dokumenti, in informacijami, ki jih je potrebno predložiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP«), saj gre v primeru hipotekarnih obveznic že samo po sebi za visoke zakonske standarde varnosti teh obveznic. Dodatna obveznost, ki jo ZHKO v primerjavi z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev uvaja v zvezi z vsebino prospekta in izvlečka prospekta je, da morata ta dva dokumenta vsebovati izjavo skrbnika kritnega registra, da je izdaja v skladu z določbami ZHKO in pokrita s kritnim

premoženjem, kar pa mora, kot že povedano, vsebovati tudi sam sklep o izdaji<sup>90</sup>.

Razlog, zaradi katerega dovoljenje za izdajo hipotekarnih obveznic preneha, ZHKO določa v 13. členu in sicer se to zgodi v primeru, da banka v dveh letih<sup>91</sup> od pridobitve dovoljenja ne izda obveznic, za katere je pridobila dovoljenje. Banka Slovenije v skladu s 14. členom ZHKO dovoljenje odvzame, če banka ne izpolnjuje več pogojev za pridobitev dovoljenja iz 9. člena ZHKO ali če izdajatelj, potem, ko je skrbniku kritnega registra dovoljenje ne imenuje novega skrbnika kritnega registra. Ob odvzemu dovoljenja se v skladu s 15. členom ZHKO kritno premoženje in obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic izločijo iz premoženja in obveznosti izdajatelja, Banka Slovenije pa hkrati imenuje upravitelja kritnega premoženja. Upravitelj kritnega premoženja upravlja s tem premoženjem do izteka zadnje obveznosti iz izdanih hipotekarnih obveznic. Seveda pa je tu potrebno opozoriti, da lahko v tem primeru, v skladu s 50. členom ZHKO, upravitelj s pogodbo prenese premoženje na drugega izdajatelja.

### **3.2 Hipotekarna obveznica v praksi slovenskih Bank**

V Sloveniji po ZHKO še ni prišlo do izdaje hipotekarne obveznice. Po javno dostopnih podatkih tudi še ni banke, ki bi zaprosila za dovoljenje za izdajanje hipotekarnih obveznic. Vzrokov, da ZHKO v praksi še ni zaživel je več, odločitev o izdaji hipotekarne obveznice pa je vendarle v rokah bank. To kaže predvsem na to, da so se s finančno krizo močno spremenile razmere na področju hipotekarnega bančništva. Vključitev države s »sanacijskim kapitalom« je izdajo hipotekarne obveznice naredilo za stroškovno manj privlačno.

Hipotekarna obveznica predstavlja vrednostni papir zelo visoke kreditne kvalitete, ki zmanjšuje tveganje bank tako, da se obrestno in likvidnostno tveganje, ki izhaja iz depozitnega financiranja, prenese na investitorje v hipotekarne obveznice. Manjša tveganja omogočajo nižje stroške kreditov in posledično cenejša hipotekarna posojila. Zaenkrat banke ne kažejo velikega interesa za vključevanje hipotekarnih obveznic v svojo ponudbo. Eden izmed razlogov je verjetno tudi ta, da so hipoteke ponavadi premajhne, da bi se z njimi veliko trgovalo, in niso standardizirane. Drugi problem je, da za hipoteke ne vemo, kakšno je kreditno tveganje, saj investitorji v hipoteke ne želijo porabiti veliko časa za ocenjevanje kreditne sposobnosti posojilojemalcev. Kljub temu, da živi večina Slovencev v nasprotju s prebivalci drugih evropskih držav v lastni nepremičnini, imajo nekatere banke še zmeraj negativen odnos do hipotekarne obveznice in menijo, da je trg kreditov premajhen za izdajo hipotekarnih obveznic. Druge banke imajo pomisleke, ali izdati hipotekarne obveznice samostojno ali v sodelovanju z drugimi partnerji, večina pa se jih strinja, da je uvedba le-te smiselna zaradi znižanja stroškov financiranja. Ali bo hipotekarno bančništvo v Sloveniji resnično zaživel tudi v praksi, bomo še videli, dejstvo pa je, da predstavlja hipotekarno kreditiranje neizkoriščeno tržno nišo za slovenske banke, ki bodo morale

90 Ibid.

91 Pred novelo ZHKO-a je zakon določal rok enega leta, sprememba zakona je omilila ta pogoj.

še marsikaj postoriti, da bodo zadovoljile udeležence tako primarnega kot sekundarnega hipotekarnega trga<sup>92</sup>.

Morebitne izdaje hipotekarne obveznice ni spodbudila niti nedavna ponudba Evropske centralne banke (ECB) za odkup kritih obveznic, izdanih na območju Evropske monetarne unije. Kljub temu, da je ECB ponudila 60 milijard Evrov za nakup tovrstnih obveznic, se nobena banka v Sloveniji ni odločila za izkoriščenje tega vira refinanciranja<sup>93</sup>.

### **3.2.1 Hipotekarno bančništvo v Sloveniji**

Pomemben temelj za izdajanje hipotekarnih obveznic sta dobro razvita trga hipotekarnega bančništva. Primarni trg hipotekarnega bančništva, ki ga tvorijo hipotekarna posojila je v Sloveniji slabo razvit. Zaradi trenutnih razmer v finančnem sektorju (finančna kriza) je povpraševanje po hipotekarnih kreditih skoraj zamrlo. Banke tudi zaradi določenih pomanjkljivosti slovenske zakonske ureditve ne izdajajo, s tujino primerljivo maso hipotekarnih kreditov. Ker se lahko kritno premoženje za hipotekarne obveznice tvori v glavnini iz odobrenih hipotekarnih posojil, je pomanjkanje pravih hipotekarnih kreditov velika ovira za uveljavitev ZHKO. Razvit primarni trg, na katerem ima hipoteka vlogo varnega in privlačnega premoženja, je pogoj za kakršen koli razvoj sekundarnega trga<sup>94</sup>.

Podobne so razmere na sekundarnem trgu hipotekarne ga bančništva, saj banke rajši posegajo po dostopnejših in enostavnejših virih refinanciranja. To pa ne pomeni, da so ti viri tudi cenejši, ravno nasprotno. Hipoteka pri nas služi le kot oblika zavarovanja posojila, z vidika zakonodaje hipotekarne obveznice to ni ustrezno jamstvo za izpolnjevanje pogojev za hipotekarni kredit po ZHKO. Posledica nerazvitosti sekundarnega trga hipotekarnega bančništva je nekonkurenčna cena stanovanjskih posojil v primerjavi s tujimi bankami<sup>95</sup>.

### **3.2.2 Trg finančnih instrumentov**

V primerjavi s trgi finančnih instrumentov drugje po svetu je finančni trg v Sloveniji zelo majhen. V primeru, da bi prišlo do izdaje hipotekarne obveznice s strani katere izmed slovenskih bank bi gotovo bilo bolj smiselno kotiranje hipotekarne obveznice na finančnem trgu v kateri izmed drugih držav EU. Ljubljanska Borza vrednostnih papirjev po velikosti in obsegom transakcij ni sposobna konkurirati tujim borzam, posledica je potencialna neprepoznavnost slovenskih hipotekarnih obveznic in ogrožena likvidnost le-teh. Kotiranje na tuji borzi bi po eni strani povečalo likvidnost obveznic. Po drugi strani pa na tujih borzah že obstaja trg obveznic kar bi otežilo

---

92 Frank, 2007a.

93 ECBC, 2009.

94 Frank, 2007a.

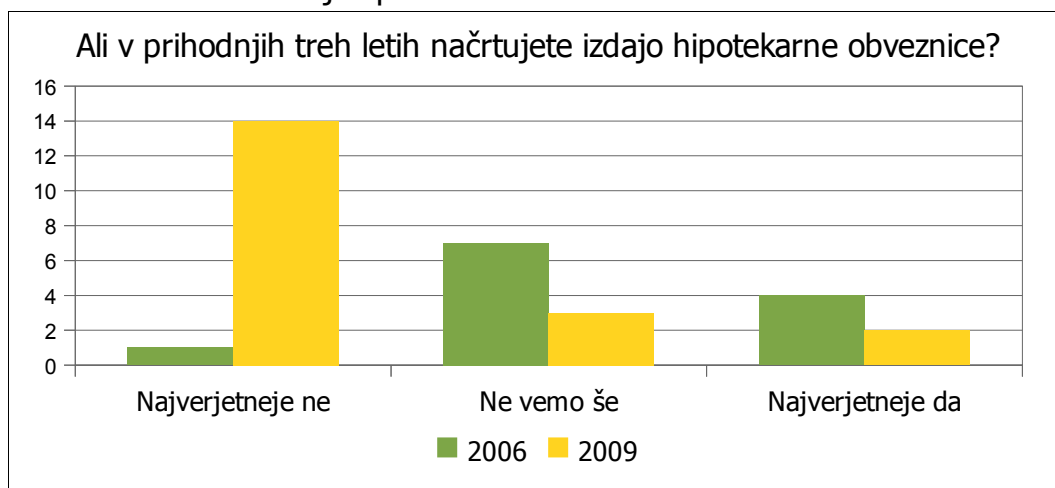
95 Ibid.; Weiss, 2008.

prodajo izdanih obveznic. Vsaka stvar ima torej dve plati medalje, gotovo pa je, da bi izdaja in kotiranje hipotekarne obveznice na kateremkoli trgu finančnih instrumentov blagodejno vplivala na ceno posojil.

### 3.2.3 Stališča slovenskih bank o izdaji hipotekarne obveznice

Za snov tega podpoglavja smo potrebovali odgovore slovenskih bank na vprašanja v zvezi z izdajo hipotekarne obveznice. Spodaj je grafično prikazana struktura odgovorov na zastavljeno vprašanje. Na grafičnem prikazu so odgovori slovenskih bank iz leta 2006<sup>96</sup>, ko je bila zakonodaja še v fazi uveljavljanja oziroma preučevanja s strani zainteresiranih bank. Na sliki je tudi prikaz odgovorov slovenskih bank iz konca leta 2009<sup>97</sup>, ko je finančna kriza v polnem razmahu in hipotekarna obveznica ne predstavlja več zanimivega finančnega produkta.

Slika 3: Stališča bank o izdaji hipotekarne obveznice<sup>98</sup>



Ko primerjamo oba stolpca na grafičnem prikazu odgovorov, vidimo drastičen porast števila negativnih odgovorov glede izdaje hipotekarne obveznice. Razloge za takšno spremembo smo deloma predstavili že zgoraj, večinoma pa je bilo stališče bank, da enostavno zaradi ukrepov vlade in trenutnega stanja na finančnem trgu ni potrebe po izdajanju hipotekarnih obveznic.

### 3.3 Možen vpliv na razmere na stanovanjskem področju

Financiranje nakupa stanovanja ali hiše je največja finančna transakcija, ki jo v svoji življenjski dobi opravi posamezno gospodinjstvo in prispeva največji delež k njegovi zadolženosti. Posamezni člani gospodinjstev in mlade družine so zainteresirane

96 Vprašanih je bilo 13 slovenskih bank, Krajšek, Senica 2006.

97 Vprašanih je bilo 19 bank, vir: telefonska anketa 2009/2010.

98 Za leto 2006 smo uporabili raziskavo iz Pravne prakse (Krajšek, Senica, 2006) in jo za naše potrebe deloma prilagodili z zmanjšanjem števila različnih odgovorov in smiselno združitvijo le-teh.

poiskati čim bolj ugodna posojila. Potencialna uvedba hipotekarne obveznice bi zato lahko zelo pripomogla k rešitvi stanovanjskega problema iskalcev stanovanj<sup>99</sup>.

Zaradi same narave hipotekarne obveznice, ki je vezni člen med trgom kapitala in nepremičninskim trgom, je potrebno povedati, da ima lahko dvojen vpliv na stanovanjsko področje. Po eni strani bi zaradi pocenitve posojil lahko prišlo do dviga cen nepremičnin. Po drugi strani bi lahko povečanje števila gradenj zaradi ugodnejših hipotekarnih posojil povzročila padec cen nepremičnin. V Sloveniji je stanovanjsko področje problematično, kar je še en razlog več za uveljavitev cenejših virov refinanciranja stanovanjskih posojil, zakaj ne s pomočjo hipotekarne obveznice<sup>100</sup>?

### **3.3.1 Teoretičen vpliv**

Hipotekarna obveznica je v teoriji izjemno učinkovit instrument refinanciranja hipotekarnih posojil bank. Z izdajanjem hipotekarnih obveznic je možno priti do cenejših sredstev, ki se uporabijo za odobravanje posojil. Posojila bank so nujno potrebna za financiranje gradnje stanovanjskih in poslovnih stavb brez podpore države<sup>101</sup>.

Cenejši viri bank se delno prenašajo na obrestne mere hipotekarnih kreditov. Zaradi pridobitve dolgoročnih virov v pasivo banke, ki so kvalitetnejši od obstoječih, je možno pričakovati daljše ročnosti kreditov. Z izdajo hipotekarnih obveznic pride banka do relativno poceni denarja, kar pa je pozitivno za kreditojemalce – kupce oziroma graditelje nepremičnin. Glede na ureditev ZHKO, so pogoji, ki jih določa zakon glede kritnega registra bolj pisani na kožo fizičnim osebam, kar pomeni, da bi z izdajo hipotekarnih obveznic teoretično izdajatelj povečal investiranje fizičnih oseb v nepremičnine<sup>102</sup>.

S hipotekarno obveznico je možno izboljšati stalnost in ročnost virov posojila za nakup nepremičnin. Instrument v prvi vrsti izboljšuje finančno ravnovesje financerjev stanovanjske preskrbe. Ker visoka stopnja varnosti naložbe pomeni cenejši kapital, vzpostavlja tudi nova slovenska ureditev hipotekarne obveznice pogoje za cenovno ugodnejše in posledično dostopnejše stanovanjsko financiranje<sup>103</sup>.

### **3.3.2 Trenutne razmere**

Spremembe na trgu, ki jih je povzročila finančna kriza, so trg premaknile bolj v tradicionalne oblike financiranja. Kljub procesom deregulacije in liberalizacije

---

99 ECB Monthly Bulletin, avgust 2009.

100 Urbas, 2002.

101 [http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/tindex/en\\_mortgage.htm](http://www.pfandbrief.de/d/internet.nsf/tindex/en_mortgage.htm).

102 Krajšek, Senica, str. 4.

103 Držanič, str. 30.



finančnih trgov v zadnjih dveh desetletjih, ki so pripeljali do večje razpoložljivosti različnih hipotekarnih produktov, razlike v značilnostih hipotekarnih kreditov med posameznimi državami znotraj evrskega območja kažejo potencial za nadaljnje širjenje hipotekarnega trga<sup>104</sup>.

Visoka rast hipotekarnih kreditov v zadnjem desetletju je posledica ugodnih finančnih razmer, naraščajočih cen stanovanjskih nepremičnin, dviga realnih dohodkov gospodinjstev in nekaterih demografskih dejavnikov. Med posameznimi državami evrskega območja obstajajo večje razlike, ki so posledica lokalnih razmer. Večino kreditov so zagotovile banke, ki so izkoriščale tržne vire financiranja. To je omogočilo znižanje zahtev za pridobitev kredita in zagotovilo močno rast stanovanjskih kreditov. Prav rast kreditov pa je pravzaprav vzrok globalne finančne krize, saj je povzročila kreditni krč.

Spremembe na finančnih trgih leta 2007 so tudi močno spremenile okolje stanovanjskega financiranja. Okrepilo se je upadanje intenzivnosti rasti stanovanjskih posojil, ki se je sicer že dogajalo. Monetarna politika je pomagala znižati obrestne mere za posojila, da bi spodbudili potrošnjo. Banke so se do neke mere vrnile v tradicionalne na depozitih temelječe vire financiranja. Nekatero spremembo finančnega trga na področju hipotekarne dejavnosti so naredile gospodinjstva, banke in ekonomijo bolj odporne na spremembe. Pričakovati je, da se bo v prihodnje še povečalo število različnih hipotekarnih produktov za gospodinjstva, povečala pa se bo konkurenca med njihovimi ponudniki<sup>105</sup>.

Tako je npr. vrednost gradbenih del, opravljenih oktobra 2009, za več kot 28% nižja od vrednosti teh del, opravljenih oktobra 2008. Vrednost gradbenih del, opravljenih oktobra 2009, je bila v primerjavi z oktobrom 2008 nižja za 28,2% (vrednost teh del je bila nižja pri obeh vrstah gradenj: pri stavbah za 27,9%, pri gradbenih inženirskih objektih pa za 28,3%)<sup>106</sup>. Na splošno je v gradbeniškem sektorju prisotno veliko špekulacij o zadolženosti gradbenih podjetij. Grozi nevarnost o velikem številu izterjav in insolvenčnih postopkov ter zmanjšanju vrednosti opravljenih gradbenih del v prihodnosti.

### **3.4 Vloga SID Banke**

SID – Slovenska izvozna in razvojna banka (SID banka) je naslednica Slovenske izvozne družbe, ki je bila ustanovljena 22.10.1992 kot posebna zasebnopravna finančna inštitucija za zavarovanje in financiranje izvoza. SID banka deluje kot izvozno-razvojna banka. Konec leta 2006 je družba pridobila licenco Banke Slovenije in se preoblikovala v specializirano banko za spodbujane izvoza in razvoja. 28. julija 2008 je skupščina SID banke sprejela sklep o prenosu delnic manjšinskih delničarjev na glavnega delničarja (Republiko Slovenijo). S tem je Republika Slovenija postala

104 ECB Monthly Bulletin, avgust 2009.

105 Ibid.

106 Stat.si-[http://www.stat.si/novica\\_prikazi.aspx?ID=2832](http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?ID=2832)

edini delničar SID banke<sup>107</sup>.

SID banka v imenu in za račun države opravlja dejavnosti zavarovanja izvoznih kreditov in investicij ter program izravnave obresti. Med dejavnostmi, ki jih izvaja za lasten račun, je temeljna dejavnost financiranje mednarodnega gospodarskega sodelovanja, to je priprave na mednarodne gospodarske posle in financiranje mednarodnih gospodarskih poslov. Vire za to SID banka pridobiva predvsem z zadolževanjem na tujih finančnih trgih v svojem imenu in za svoj račun ter s poroštvom Republike Slovenije. Taka možnost zadolževanja omogoča slovenskemu gospodarstvu pridobitev konkurenčnih finančnih virov, kar posredno ali neposredno zagotavlja podporo razvoju in prodoru na tuje trge<sup>108</sup>.

Z Zakonom o jamstveni shemi Republike Slovenije in Zakonom o jamstveni shemi Republike Slovenije za fizične osebe je SID banka pooblaščenca, da v imenu in za račun Republike Slovenije opravlja z zakonom opredeljene posle v zvezi z izvajanjem jamstvene sheme Republike Slovenije in jamstvene sheme Republike Slovenije za fizične osebe<sup>109</sup>.

### **3.4.1 SID banka kot izdajatelj hipotekarnih obveznic**

SID Banka je kot ena izmed slovenskih bank lahko tudi izdajateljica hipotekarnih obveznic. Vloga te banke pa bi lahko bila tudi drugačna od ostalih bank. V skladu s 16. členom ZHKO bi lahko za potrebe izdaje hipotekarnih obveznic od ostalih bank odkupovala hipotekarne kredite. Vendarle pa trenutne razmere v bančnem sektorju temu niso naklonjene. Banke refinancirajo svoje poslovanje s cenejšimi viri, kot pa so viri na podlagi izdaje hipotekarnih obveznic. V primeru, da pride do spremembe zakonodaje, v smislu spremembe modela hipotekarne obveznice, bi lahko SID banka postala tudi centralna izdajateljska enota za Slovenijo<sup>110</sup>.

#### **3.4.1.1 Odkup hipotekarnih kreditov**

Trenutne razmere nalagajo SID banki druge vrste dejavnosti, kot pa izdajanje hipotekarnih obveznic ali opravljanje poslov v zvezi s hipotekarnim bančništvom. V normalnih razmerah pa bi po besedah SID banke lahko banka odigrala pomembno vlogo pri pocenitvi virov financiranja za izdajo hipotekarnih kreditov.

SID banka lahko zaradi svoje narave v tujini pridobiva dolgoročneje vire sredstev, kot ostale banke. Zaradi stoddotnega lastništva države, ki jamči za obveznosti SID banke, lahko pridobiva posojila z ročnostjo, ki je celo daljša od 20 let. Ta sredstva lahko ponudi slovenskim bankam, ki bi v zameno za sredstva pristale na klavzulo o

---

107 Spletna stran SID banke, <http://www.sid.si/domov>.

108 Ibid.

109 Ibid.

110 Telefonski razgovori, 2009.

predkupni pravici do hipotekarnih kreditov. Sredstva, ki bi jih poslovne banke pridobila na ta način bi lahko znatno pocenila hipotekarna posojila in pozitivno vplivala na trg nepremičnin.

#### 3.4.1.2 Centralna izdajateljska enota

Centralna izdajateljska enota je institucija, ki je izključno pooblaščen za izdajanje hipotekarnih obveznic. Slovenska zakonodaja neposredno ne ureja izdajanja hipotekarnih obveznic na ta način, posredno pa je ta način izdajanja omogočen s 16. členom ZHKO.

Vlogo centralne izdajateljske enote lahko odigra prav SID banka. V Slovenskem prostoru je SID banka v primerjavi z drugimi bankami nevtralna, saj ne predstavlja konkurence ostalim slovenskim bankam. Zaradi tega bi lahko poslovne banke, še posebej manjše, prodajale hipotekarna posojila SID banki, ki bi jih nato zapakirala v kritno premoženje in na tej podlagi izdala hipotekarne obveznice.

#### 3.4.2 SID banka kot ponudnik storitev

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici za izdajo hipotekarnih obveznic postavlja stroge pogoje glede vrednotenja nepremičnin in strokovne usposobljenosti, v izdajo hipotekarne obveznice, vključenih oseb. SID banka, bi lahko glede na majhen slovenski trg zagotavljala nekatere storitve, ki so povezane z izdajo hipotekarne obveznice in na ta način zmanjšala stroške, ki so s tem povezani. V praksi je izdaja hipotekarne obveznice z maso hipotekarnih posojil manjšo od 100 mio EUR stroškovno neučinkovita. Zaradi majhnosti slovenskega hipotekarnega bančništva je lahko ravno premajhna masa hipotekarnih posojil največja ovira na poti razvoja hipotekarne obveznice v cenjen in pomemben finančni instrument.

### 3.5 Ovire za uveljavitev hipotekarne obveznice

Zaradi takšnih in drugačnih razlogov se hipotekarne obveznice v Sloveniji (še) niso »prijele«. V nadaljevanj bomo govorili o razlogih oziroma ovirah, ki preprečujejo uveljavitev privlačnega finančnega instrumenta. V razvitih gospodarstvih, kot je npr. nemško, je tovrstnih ovir dosti manj.

#### 3.5.1 Zakonska ureditev in praksa na nepremičninskem področju v Sloveniji

Kljub sicer na splošno dobri zakonski ureditvi je prišlo do nekaterih dejanskih problemov, ki onemogočajo uveljavitev hipotekarne obveznice pri nas. Vzroke za relativno nerazvitost samega hipotekarnega bančništva je mogoče najti predvsem v

pomanjkljivi ureditvi zemljiške knjige, ki se sicer izboljšuje ter majhni količini pravih hipotekarnih kreditov, saj so, vsaj kratkoročno, ugodnejša zavarovanja kreditov pri zavarovalnicah. Poleg tega je problem razmeroma pozno izdana pravna podlaga in strokovno-tehnični izziv, ki ga bankam predstavlja izpolnjevanje pogojev za izdajo hipotekarnih obveznic.<sup>111</sup>

Dodatna ovira so tudi zahtevni in dragi postopki vrednotenja nepremičnin, ki jih je treba opravljati na letni bazi in pomanjkanje cenilcev z licenco Slovenskega inštituta za revizijo ter tudi nekatera neskladja z določbami Zakona o potrošniških kreditih, glede predčasnega vračila po kreditni pogodbi. Nenazadnje pa prepreko predstavljajo še visoki zagonski in drugi stroški, kot je vzpostavitev IT sistema za podporo izdajanju obveznic in sistema za upravljanje s tveganji<sup>112</sup>.

Vodilni slovenskih bank izpostavljajo izredno nesorazmerne omejitve, ki jih postavlja Banka Slovenije, kot regulator izdajanja hipotekarnih obveznic. Predvsem je z vidika bank težko slediti spremembam regulatorja. Banka Slovenije zaradi stroge ureditve sprejema strogo podzakonske akte in podeljuje pravico do vrednotenja nepremičnin razmeroma ozkemu krogu strokovnjakov. Prav tako je skoraj nepremostljiva ovira zahteva Banke Slovenije, da so zastavljene nepremičnine zavarovane za ve rizike. Vse to draži izdajo hipotekarnih obveznic, ki pa še posebej v teh časih za slovenske banke niso zanimive<sup>113</sup>.

### **3.5.2 Finančna kriza**

Na (ne)privlačnost hipotekarnih obveznic v Sloveniji ne vplivajo samo zgoraj naštetih razlogi. Dejansko je bil ZHKO sprejet v zelo neprimernem času in v svetovnem merilu pozno. V ZDA se je ravnokar sprožala globalna finančna kriza, ki so ji deloma botrovale ravno hipotekarne obveznice. Kljub temu, da sta modela hipotekarne obveznice v ZDA in Sloveniji različna, zaradi znižanja vrednosti nepremičnin še ni prišlo do izdaje hipotekarne obveznice<sup>114</sup>.

Velik šok za svetovni trg kapitala je povzročil še propad investicijske banke Lehman Brothers, ki ji je sledil velik upad zaupanja v finančne instrumente, ki so temeljili na zastavitvi nepremičnin. Delno je problem v EU omilila ECB z objavo načrta o odkupu kritih obveznic v vrednosti 60 mrd Evrov, ki smo ga že omenili zgoraj<sup>115</sup>.

---

111 Ministrstvo za finance RS: Nagovor ministra Bajuka na delavnici o hipotekarnem kreditiranju in hipotekarni obveznici.

112 Ibid.

113 Weiss, Sovdat, 2008.

114 Žgavec, 2008a.

115 ECBC, 2009, str. 27.

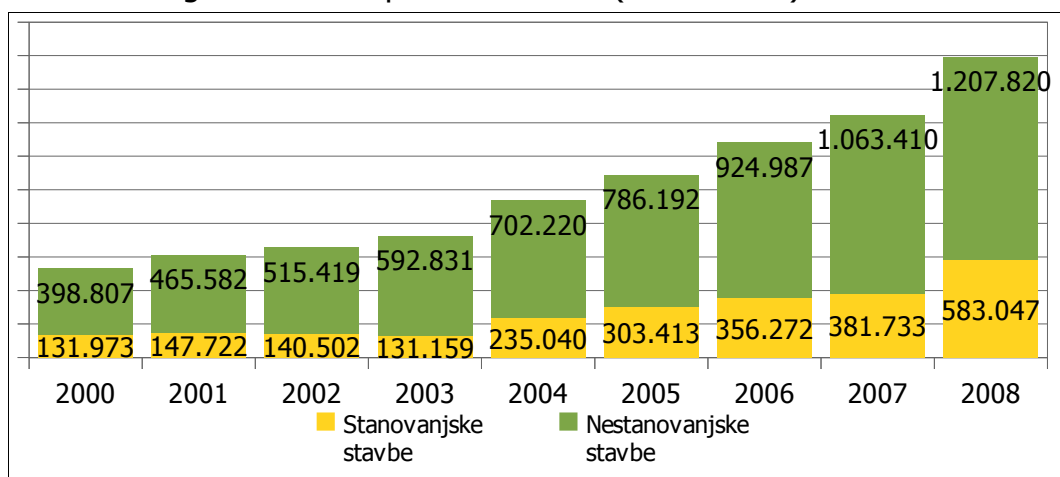
### 3.6 Statistika

Statistike neposredno v zvezi s hipotekarnimi obveznicami v Sloveniji še ni. Izdajanje hipotekarnih obveznic je tesno povezano s količino odobrenih hipotekarnih posojil. Do izdaje hipotekarne obveznice lahko pride le v primeru, da banka/izdajateljica razpolaga z dovolj velikim potencialnim kritnim premoženjem. Potencialno kritno premoženje predstavljajo odobrena hipotekarna posojila. Potencialno zato, ker so za hipotekarna posojila postavljeni dodatni pogoji, da jih lahko banka vključi v kritno premoženje. V nadaljevanju bomo analizirali statistične podatke o gibanju hipotekarnih posojil, stanovanjskih posojil ter investiranja v nepremičnine v Sloveniji.

#### 3.6.1 Investiranje v nepremičnine

Spodaj bomo grafično prikazali rast vrednosti gradbenih del glede na vrsto stavb. V prikaz smo vključili stanovanjske in ne-stanovanjske stavbe, ob predpostavki, da so lahko viri njihovega financiranja vključeni v kritni register bank ob izdaji hipotekarne obveznice.

Slika 4: Vrednost gradbenih del po vrstah stavb (v 1000 EUR)



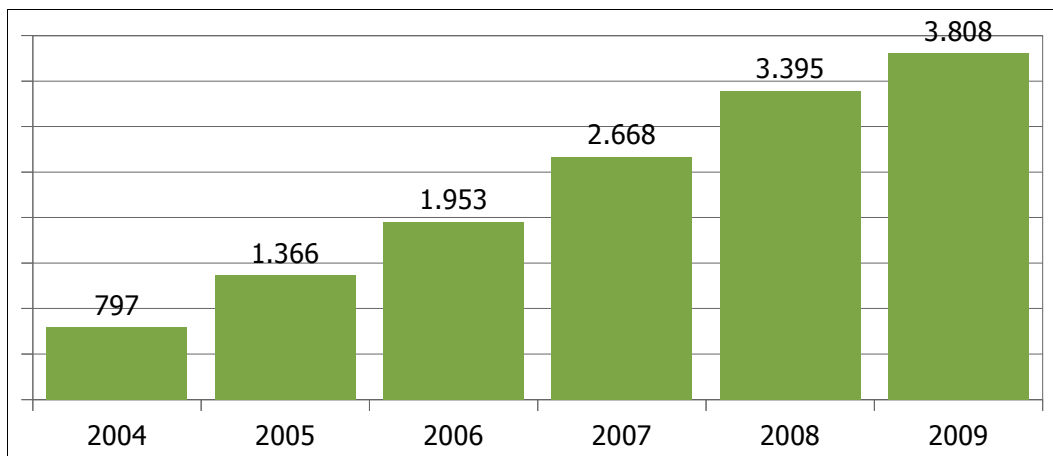
Iz zgornje slike je razvidno, da je vrednost opravljenih gradbenih del vseskozi naraščala, kar kaže na to, da obstaja potencial za kritje hipotekarnih obveznic in se letno povečuje. Problem je v letu 2009 obrnjen trend prodaje novih stanovanj in upad števila gradbenih del<sup>116</sup>.

116 [Http://www.stat.si](http://www.stat.si).

### 3.6.2 Stanovanjska posojila

Naslednji prikaz, ki ga želimo izpostaviti, vsebuje gibanje stanovanjskih posojil. Za prikaz smo uporabili podatke Banke Slovenije o terjatvah poslovnih bank do posojilojemalcev<sup>117</sup>.

Slika 5: Stanje stanovanjskih posojil pri slovenskih bankah (v mio EUR)



Iz grafikona je razvidno, da je skupna vsota stanovanjskih posojil strmo naraščala. To kaže predvsem na potrebo posojilojemalcev po sredstvih za nakup ali adaptacijo stanovanj. Po drugi strani lahko iz zgornje slike zopet razberemo tudi naraščanje potencialnega kritnega premoženja<sup>118</sup>.

### 3.6.3 Hipotekarna posojila

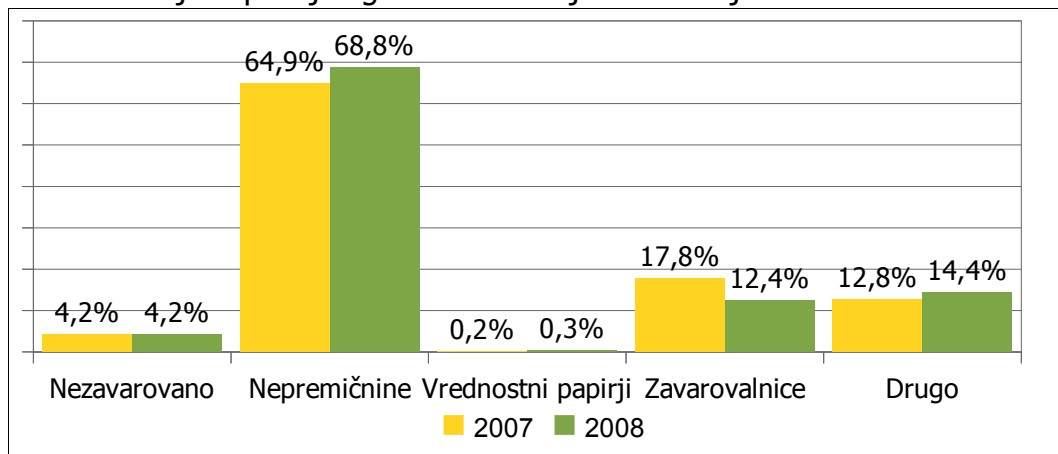
Značilnost stanovanjskih posojil v Sloveniji je predvsem v tem, da se posojilojemalci za zavarovanje kreditov poslužujejo zavarovanj z več drugimi oblikami premoženja kot v razvitejših sistemih hipotekarnega bančništva. V Sloveniji je t.i. »pravih« hipotekarnih kreditov še malo<sup>119</sup>.

117 Banka Slovenije, 2009.

118 S potencialnim kritnim premoženjem mislimo na premoženje bank, ki po ZHKO izpolnjuje pogoje za vključitev v kritno premoženje izdanih hipotekarnih obveznic.

119 Kruhar, 2002.

Slika 6: Stanovanjska posojila glede na temelj zavarovanja



Iz prikaza je razvidno, da se je delež posojil, zavarovanih z nepremičninami, glede na leto 2007, v letu 2008 povečal, predvsem na rovaš zavarovanj pri zavarovalnicah. Tudi to je neke vrste trend, ki vodi k izboljšanju pogojev za izdajo hipotekarnih obveznic<sup>120</sup>.

<sup>120</sup> Izdajo hipotekarnih obveznic ovira še vrsta drugih prepek in zadržkov.

## **4 HIPOTEKARNA OBVEZNICA V NEMČIJI „HYPOTHEKENPFANDBRIEF“**

*V tem poglavju bomo podrobneje predstavili ureditev hipotekarne obveznice v Nemčiji. Najprej se bomo posvetili zakonski podlagi in njenim temeljnim značilnostim, nato bomo osvetlili zgodovino in razvoj predpisov, nazadnje pa bomo spregovorili o stanju v nemški praksi. Na koncu poglavja bomo še prikazali nekaj statističnih podatkov v zvezi s hipotekarnimi obveznicami v Nemčiji.*

### **4.1 Zakonska podlaga (Pfandbriefgesetz)**

V večini evropskih držav je bila hipotekarna obveznica urejena šele v bližnji preteklosti. Zaradi svetovnih gospodarskih razmer in nujnosti posodobitve obstoječe zakonodaje so zakonsko ureditev hipotekarne obveznice spremenile tudi nekatere države, ki so to področje že imele urejeno. Velik razlog za posodobitev zakonodaje je tudi vse večja internacionalizacija finančnega trga<sup>121</sup>. Med države, ki so zakonsko ureditev spremenile, spada tudi Nemčija. Kljub temu, da je država z najdaljšo tradicijo na področju hipotekarnih obveznic, njihov aktualen zakon datira šele v leto 2005<sup>122</sup>. Skoraj vse države so se pri snovanju svoje ureditve zgledovale po nemški (tudi Slovenija). V nadaljevanju bomo podrobneje predstavili aktualno nemško zakonodajo v zvezi s hipotekarno obveznico.

#### **4.1.1 Začetki hipotekarne obveznice in prva zakonodaja**

Zgoraj smo že podrobneje predstavili nastanek in začetke hipotekarne obveznice, zato na tem mestu ponovimo le to, da zametki hipotekarne obveznice segajo 240 let nazaj, v čas po avstrijsko – pruski vojni. Gospodarske razmere takrat so narekovale razvoj hipotekarne obveznice, zakonodajalec pa je to področje celovito uredil leta 1900, ko je začel veljati prvi zakon o hipotekarnih bankah – *Hypothekbankgesetz*. Zanimivo je, da je, sicer ob spremembah in dopolnitvah, zakon iz leta 1900 veljal vse do leta 2005, ko je stopil v veljavo novi *Pfandbriefgesetz*.

*Hypothekbankgesetz* je področje hipotekarnih obveznic urejal drugače, kot jih ureja aktualna nemška zakonodaja. V prejšnjem zakonu je bil uzakonjen model specializiranega bančništva. To pomeni, da so lahko hipotekarne obveznice izdajale le banke, katerih dejavnost je bila povezana zgolj s hipotekarnimi kreditnimi posli in z izdajanjem hipotekarnih obveznic na njihovi podlagi. Te hipotekarne banke se niso mogle ukvarjati s posli, ki jih danes opravljajo splošne banke. Nova zakonodaja – *Pfandbriefgesetz* torej prehaja na model univerzalnega bančništva<sup>123</sup>.

Vse to pa velja zgolj za zakon, ki je predmet našega preučevanja. V nemški pravni

121 ECBC, 2009.

122 Josipović, 2006, str. 281.

123 Ibid.



ureditvi namreč za izdajo kritih obveznic ostajajo v veljavi (deloma zaradi zgodovinskih razlogov) še tri zakonske ureditve. Od preučevane ureditve se razlikujejo predvsem po sestavi kritnega premoženja. To lahko vsebuje večji delež ne-hipotekarnih kreditov in ostalih terjatev, pravila glede stečaja izdajatelja pa so dokaj podobna<sup>124</sup>.

#### 4.1.2 Aktualna zakonodaja

Pfandbriefgesetz, ki je v Nemčiji veljaven zakon na področju kritih obveznic, je v veljavi od 19. junija 2005. Sprejem zakonodaje so narekovale internacionalizacija gospodarstva in finančnega trga, veliko povpraševanje po likvidnih finančnih instrumentih in zastarelost starega zakona. Hipotekarne obveznice spadajo med najvarnejše naložbe tudi zaradi stroge zakonodaje, zato so pravila v zvezi z izdajanjem kritih, s tem tudi hipotekarnih obveznic, natančno določena<sup>125</sup>.

Glede na razmere je zakonodajalec presodil, da je primernejši model univerzalnega bančništva, zato nemška ureditev s Pfandbriefgesetz-om prehaja z modela specializiranega bančništva na model univerzalnega bančništva. Zaradi težnje po povečanju varnosti vlagateljev je zakonodajalec v luči finančne krize sprejel novelo nemškega Pfandbriefgesetz-a. Spremembe so pričele veljati konec marca 2009, osredotočene so na likvidnostna tveganja vlagateljev v hipotekarne obveznice. Zakon je pred noveliranjem za zagotavljanje likvidnosti določal krajši rok 90 dni. Novela zakona je zaradi povečanja varnosti in pritegnitve vlagateljev in izdajateljev vpeljala daljši rok 180 dni. Zakon je torej z novelo dobil nekaj manjših popravkov, ki so usmerjeni v povečanje varnosti vlagateljev v hipotekarne obveznice<sup>126</sup>.

#### 4.1.3 Splošno o zakonu

Pfandbriefgesetz ureja emitiranje obveznic, ki imajo dodatno kritje v posebnem premoženju. Natančneje, ureja štiri vrste kritih obveznic<sup>127</sup>:

- obveznice, ki imajo kritje v hipotekarnih terjatvah,
- obveznice, ki imajo kritje v terjatvah do oseb javnega prava,
- obveznice, ki imajo kritje v zastavnih pravicah na ladjah in
- obveznice, ki imajo kritje v zastavnih pravicah na letalih.

Zakon je razdeljen na sedem poglavij, ki so sestavljena iz 53 členov. Naslovi poglavij so:

- Področje uporabe, dovoljenje in nadzor (*Anwendungsbereich, Erlaubnis und Aufsicht*)
- Splošne določbe o kritnem premoženju (*Allgemeine Vorschriften über die*

---

124 Ibid.

125 VDP, 2009d.

126 Josipović, 2006, str. 286.

127 VDP, 2005.

- Deckungswerte*)
- Posebne določbe o kritnem premoženju (*Besondere Vorschriften über die Deckungswerte*)
  - Splošne določbe glede izdajatelja (*Allgemeine Vorschriften für das Pfandbriefgeschäft*)
  - Določbe o blokadah plačil, izvršbi in plačilni nesposobnosti (*Vorschriften über Arreste, Zwangsvollstreckungen und Insolvenz*) in
  - Končne določbe (*Schlussvorschriften*).

V neposredni povezavi s Pfandbriefgesetz-om so še nekateri drugi podzakonski akti. S posebnim predpisom (Pfandbrief-Barwertverordnung) so določena pravila o zagotavljanju kritja za izdane obveznice. Predpis, ki ureja določitev hipotekarne vrednosti v skladu z določbo 1. in 2. odstavka 16. člena Pfandbriefgesetz-a. Z Deckungsregisterverordnung-om so določena pravila o obliki in vsebini kritnega registra. Predpisa o refinanciranju kreditov se imenujeta Kreditwesengesetz in Refinanzierungsregisterverordnung. Zadnji predpis, povezan z Pfandbriefgesetz-om pa je predpis o vrednotenju vrednosti ladij<sup>128</sup>.

## **4.2 Temeljne značilnosti nemške ureditve**

Glede na določene kriterije lahko na podlagi zakonske ureditve povzamemo značilnosti nemškega modela. V nadaljevanju predstavljamo najbolj značilne lastnosti uzakonjenega modela hipotekarne obveznice<sup>129</sup>.

### **4.2.1 Izdajatelji**

V skladu z modelom univerzalnega bančništva so izdajatelji hipotekarnih obveznic splošne banke. Izdajatelj je v neposredni zvezi z vlagateljem, lastnik obveznice ni neposredni zastavni upnik na podlagi hipoteke temveč funkcijo jamstva odigra kritno premoženje. Izdajatelj je tudi lastnik kritnega premoženja, sestavljeno je iz njegovih terjatev<sup>130</sup>.

V Nemčiji so izdajatelji združeni v zvezo bank izdajateljic kritih obveznic (Verband Deutscher Pfandbriefbanken - VDP). Zvezo tvori 35 članic, sedež pa je v Berlinu. Zveza zagotavlja sinergijsko delovanje vseh izdajateljev in pomaga pri večanju pomena hipotekarne obveznice<sup>131</sup>.

---

128 Ibid.

129 ECBC, spletna stran o nemški ureditvi hipotekarne obveznice; VDP, 2005; VDP, 2008.

130 Stöcker, 2006.

131 VDP, 2009d.

## 4.2.2 Zakonodaja

Zakonska ureditev hipotekarne obveznice je lahko splošna ali posebna. V nemškem primeru govorimo o posebni, saj materijo ureja poseben zakon in ne splošen, kot je to npr. pri navadnih obveznicah Zakon o gospodarskih družbah. Nemški zakon (Pfandbriefgesetz) postavlja temelje ureditve, podrobneje pa specifične kriterije za izdajanje hipotekarnih obveznic urejajo nekateri drugi predpisi, ki smo jih omenili že zgoraj.

## 4.2.3 Kritno premoženje

Kar se tiče nemške hipotekarne obveznice je sestava kritnega premoženja strogo določena. Za zasledovanje načela varnosti lahko izdajatelj v kritno premoženje združi terjatve iz naslova zastave vseh vrst nepremičnin. Postavljena je omejitev glede geografske lege nepremičnin. Zakon določa, da lahko izdajatelj hipotekarnih obveznic v kritno premoženje vpiše zgolj nepremičnine, ki ležijo v Nemčiji, EGS, Švici, ZDA, Kanadi ter na Japonskem<sup>132</sup>.

Zakon glede vrednotenja nepremičnin pogojuje nepristranskost cenilcev in v skladu z razmerami na trgu. Za zagotavljanje varnosti hipotekarnih obveznic je višina hipotekarnih kreditov, ki lahko gredo v kritno premoženje, omejena na 60% vrednosti odobrenega kredita<sup>133</sup>.

## 4.2.4 Smernice glede jamstva

Glede na izpostavljenost trga tveganjem je zakonsko določeno, da mora izdajatelj imeti ves čas na razpolago dovolj sredstev, da pokrije celotno vsoto nezapadlih obveznic. Zakon tudi dovoljuje uporabo izvedenih finančnih instrumentov za dodatno pokritje tveganja<sup>134</sup>.

Glede likvidnostnih tveganj zakon določa, da se morajo izdajatelji prav tako zavarovati. Sprememba zakona leta 2005 je prinesla novost, da mora izdajatelj vsaj prihodnjih 180 dni zagotavljati likvidnost kritnega premoženja<sup>135</sup>.

Nadzor nad zagotavljanjem jamstva vršijo: regulator, bonitetna agencija, skrbnik kritnega premoženja in drugi. Izdajatelj je v zvezi s tem dolžan poročati regulatorju. Zakonsko je tudi določeno, da mora izdajatelj celo zagotavljati najmanj 2% večje kritno premoženje kot je vsota nezapadlih obveznic<sup>136</sup>. Kršitev določb v zvezi z jamstvom lahko vodi do odvzema licence.

---

132 VDP, 2005.

133 Ibid., Lexikon von Juraforum.de.

134 ECBC, Technical Issues Covered Bond Comparative Framework Questionnaire.

135 ECBC, spletna stran o nemški ureditvi hipotekarne obveznice.

136 VDP, 2009d.

#### 4.2.5 Nadzor

Sama strogost zakonodaje je brez pomena, če ni zagotovljen nadzor in sankcije za prekrške. Regulator sam in specializirani neodvisni subjekti nadzorujejo posle znotraj bank – izdajateljev in skrbijo, da lahko kritno premoženje opravi svojo funkcijo.

Krovni organ za opravljanje nadzora je organ BaFin<sup>137</sup>, za nadzorovanje višine kritnega premoženja in zagotavljanje vseh funkcij le-tega je postavljen neodvisni skrbnik kritnega registra. V primeru stečaja izdajatelja sodišče določi tudi posebnega stečajnega upravitelja za kritno premoženje, ki se ob stečaju loči od ostalega premoženja izdajatelja<sup>138</sup>.

#### 4.2.6 Ločenost kritnega premoženja in oddaljenost od stečajne mase

Zakonodaja v zvezi s hipotekarno obveznico odstopa od načela enakosti upnikov. Zaradi ločenosti kritnega premoženja so namreč imetniki hipotekarnih obveznic v privilegiranem položaju v primerjavi z ostalimi upniki izdajatelja v primeru njegovega stečaja. Varnost hipotekarne obveznice se izraža tudi z oddaljenostjo od stečajne mase. Kritno premoženje in ostalo premoženje sta v primeru stečaja banke dve ločeni celoti, zakonske norme pa določijo kako sta ti dve celoti oddaljeni<sup>139</sup>.

### 4.3 Subjekti opredeljeni v nemški zakonodaji

Zaradi podobnosti evropskih zakonodaj se delovanje modela hipotekarnega bančništva, v evropskem prostoru, zagotavlja s pomočjo subjektov, ki imajo zelo podobne vloge. Naša namera na tem mestu je, da predstavimo subjekte na nemškem trgu hipotekarnih obveznic, ki je eden vodilnih v svetu.

#### 4.3.1 Regulator

Po nemški ureditvi je dolžna funkcijo regulatorja opravljati posebna javnopravna oseba, ki je tudi na splošno pooblaščen za kontrolo poslovanja bank in drugih finančnih organizacij. Ta oseba/organ se imenuje: *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (v nadaljevanju BaFin), v prevodu: Zvezni organ za nadzor finančnih storitev. Organ kot tak je samostojna organizacija, ki se financira izključno z lastnimi sredstvi, osnovan pa je bil z zakonom leta 2002. BaFin je naslednica vseh dotodanjih organov, ki so ločeno opravljali funkcijo regulatorja vsak na svojem področju<sup>140</sup>.

---

137 Skrajšana oblika od: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

138 BaFin, 2009.

139 ECBC, Technical Issues Covered Bond Comparative Framework Questionnaire.

140 BaFin, 2009.

V okviru Pfandbriefgesetz-a so naloge BaFin sledeče:

- izdajanje dovoljenj za emitiranje hipotekarnih obveznic,
- spremljanje in supervizija poslovanja bank glede emitiranja hipotekarnih obveznic,
- postavljanje posebnega neodvisnega skrbnika kritnega premoženja,
- izdajanje raznih soglasij, povezanih s stečajem izdajatelja in
- odvzem licence za izdajanje hipotekarnih obveznic.

BaFin je organiziran tako, da dva ločena sektorja opravljata funkcijo regulatorja vsaka v svojem resorju. *Pfandbriefkompetenzcenter I – Grundsatzfragen* opravlja funkcijo nadzora splošnega poslovanja v okviru izdajanja hipotekarnih obveznic. *Pfandbriefkompetenzcenter II – Deckungsprüfungen* nadzoruje kritno premoženje v zvezi s katerim mora banka periodično poročati<sup>141</sup>.

### 4.3.2 Izdajatelj

Po novi ureditvi, ki jo vsebuje Pfandbriefgesetz je lahko izdajatelj hipotekarne obveznice vsaka banka, ki izpolnjuje določene pogoje. Uveljavljeno je načelo univerzalnega bančništva, pogoji za izdajo dovoljenja pa so taksativno naštet<sup>142</sup>:

- osnovni kapital banke ne sme biti manjši od 25 mio evrov,
- banka mora imeti posebno dovoljenje za opravljanje kreditnih poslov po nemškem zakonu o bančništvu,
- banka mora dokazati, da razpolaga z ustreznimi instrumenti za nadzor nad kritnim premoženjem,
- banka mora imeti poslovni načrt usmerjen v kontinuirano odobravati kredite in izdajati hipotekarne obveznice ter ustrezne resurse v smislu kadrov in organizacijske strukture,
- banke morajo voditi evidenco financiranj v zvezi z izdajo kritih obveznic.

### 4.3.3 Skrbnik kritnega registra - *Treühandler*

Vsaka banka – izdajatelj hipotekarnih obveznic mora imeti svojega skrbnika kritnega premoženja in najmanj enega namestnika. Skrbnik je pravna ali fizična oseba, neodvisna od banke ali regulatorja (BaFin), ki skrbi, da so pogoji glede višine kritnega premoženja ves čas izpolnjeni. Kritno premoženje mora namreč, v skladu z načelom varnosti, ob vsakem trenutku znašati najmanj toliko kolikor je vsota vseh izdanih, nezapadlih obveznic. Skrbnik oziroma nadzornik preko vpogleda v bilance banke neprestano kontrolira sestavo in kvaliteto premoženja, ki je namenjeno kritju hipotekarnih obveznic<sup>143</sup>.

---

141 Ibid.

142 VDP, 2009d.

143 Stöcker, 2006; VDP, 2005.

#### **4.3.4 Upravitelj kritnega premoženja - *Sachwalter***

Banka je za izdane hipotekarne obveznice odgovorna z vsem svojim premoženjem, v primeru stečaja pa se kritno premoženje in ostala stečajna masa ločita. To je sicer izjema od pravila enakega položaja upnika se pa s tem konceptom zagotavlja večja varnost naložbe v hipotekarno obveznico. Stečajnega upravitelja kritnega premoženja postavi na zahtevo BaFin stečajni senat pristojnega sodišča. Naloga upravitelja kritnega premoženja je upravljanje z kritnim premoženjem, da bo zadoščalo pokritju nastalih obveznosti<sup>144</sup>.

#### **4.3.5 Neodvisni cenilec - *Gutachter***

Nemški Pfandbriefgesetz v svojih normah ureja tudi cenilca premoženja. Cenilec mora biti od izdajatelja neodvisna oseba. Posedovati mora določena znanja, ki jamčijo, da je ugotovljena vrednost ustrezna<sup>145</sup>.

#### **4.3.6 Vlagatelji**

Trgovanje s hipotekarnimi obveznicami je v Nemčiji razširjeno. Značilnosti hipotekarne obveznice delajo ta finančni instrument zanimiv predvsem za institucionalne vlagatelje. Dobro organiziran in razvit sekundarni trg finančnih instrumentov (borza) je približal hipotekarno obveznico tudi fizičnim osebam. Na sekundarnem trgu vlagatelji trgujejo s posebno vrsto kritih obveznic, imenovanih Jumbopfandbriefe, ki so bile prvič izdane leta 1993. Vlagatelji so torej tako institucionalni (banke, zavarovalnice...) kot tudi fizične osebe<sup>146</sup>.

### **4.4 Razširjenost in ponudba hipotekarnih obveznic**

Hipotekarne obveznice (Hypothekendarfbriefe) investitorjem zagotavljajo visoko stopnjo varnosti, ki temelji na jasnih določbah zakona. Medtem ko so v začetku 90-ih obveznice javnega sektorja, kot rezultat visoke stopnje zbranih javnih sredstev za financiranje združitve Nemčij, predstavljale večji del nemškega trga obveznic, so krite obveznice in s tem tudi hipotekarne obveznice prevzele vodilno mesto ob koncu desetletja. Svetovna gospodarska kriza je zavrla izdajanje hipotekarnih obveznic, zakonodajalci, vlade in ECB pa poskušajo ponovno obuditi ta del finančnega trga<sup>147</sup>.

Še pred nekaj leti so bile hipotekarne obveznice med tujimi investitorji precej neprijljive, vsekakor pa se je situacija popolnoma spremenila. V primeru tradicionalnih Pfandbriefe, katerih pogoji izdaje so prikrojeni zahtevam posameznih

---

144 ECBC, Technical Issues Covered Bond Comparative Framework Questionnaire; VDP, 2009c.

145 Ibid.

146 VDP, 2009a.

147 Kraupner, 2002.

investitorjev, na njihovem primarnem trgu vlada visoka stopnja likvidnosti. Sekundarni trg pa označujejo pomanjkanje likvidnosti in transparentnosti ter relativno široka ponudba. Likvidnost na sekundarnem trgu postaja vse pomembnejša za investitorje, ki so se premaknili od tradicionalnega »kupi in obdrži« k bolj aktivnemu slogu upravljanja z dolžniškimi vrednostnimi papirji<sup>148</sup>.

Relativno pomanjkanje likvidnosti na trgu hipotekarnih in komunalnih obveznic, je bilo rešeno 26.5.1995 z izdajo Jumbo Pfandbriefe v obsegu 500 mio takratnih DEM. Visoko likviden tržni segment teh obveznic je sedaj že dobro vpeljan in ima določene standardne karakteristike. Jumbo Pfandbriefe, ki zagotavljajo likvidnost in transparentnost, vključujejo naslednje značilnosti<sup>149</sup>:

- minimalni obseg izdaje je 1 mrd EUR,
- fiksne obresti in posamično fiksen rok dospelosti,
- prisotnost vsaj treh borznih posrednikov
- ...

#### **4.4.1 Primarni trg obveznic**

Na primarnem trgu pride do prve prodaje obveznic. Izdajatelj ob izdaji hipotekarnih obveznic izda javno ponudbo vnaprej znanim kupcem obveznic. Zaenkrat se večino transakcij s hipotekarnimi obveznicami opravi na primarnem trgu. S hipotekarnimi obveznicami trgujejo predvsem banke med seboj ter institucionalni vlagatelji. V Nemčiji so navadne hipotekarne obveznice ponavadi obveznice na ime. Posebne vrste hipotekarnih obveznic, t.i. Jumbo Pfandbriefe pa se glasijo na prinosnika in so prisotne tudi na sekundarnem trgu<sup>150</sup>.

Po dolgotrajnem zatišju je v februarju 2009 zopet prišlo do izdaje krite obveznice Jumbo Pfandbrief. K temu je pripomogla akcija ECB, ki je zagotovila odkup kritih obveznic<sup>151</sup>.

#### **4.4.2 Sekundarni trg obveznic**

Sekundarni trg je organiziran v okviru Nemške borze. Na področju finančnih storitev je Nemčija ena izmed svetovnih velesil zato je tudi ponudba raznih finančnih instrumentov na nemški borzi velika. Glede na naraščanje vsote izdanih hipotekarnih obveznic bi lahko pričakovali tudi povečanje njihove prisotnosti na sekundarnem trgu.

Na sekundarnem poteka trgovanje s kritimi obveznicami, v okvir katerih spadajo tudi hipotekarne, preko sistema Eurex. Vanj so vključene številne krite obveznice, ki

---

148 VDP, 2009d.

149 VDP, 2009a.

150 [http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/tindex/en\\_market.htm](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/tindex/en_market.htm)

151 VDP, 2009b.

sestavljajo tudi indeks kritih obveznic eb.rexx Jum. Pfan. Index<sup>152</sup>. Sekundarni trg je v Nemčiji zelo dobro organiziran in kot tak omogoča visoko likvidnost finančnih instrumentov, vključno s hipotekarnimi obveznicami<sup>153</sup>.

#### **4.4.3 Vpliv finančne krize na nemško Hypothekenfandbrief**

Kljub temu, da je zaradi finančne krize večkrat prišlo do resne grožnje preživetju hipotekarne obveznice, je na nemškem trgu obdržala svoj primat med instrumenti refinanciranja hipotekarnih posojil. K temu je pripomogel pristop brezkompromisnega zagovarjanja hipotekarne obveznice kot varne naložbe v turbulentnih časih. Moto: »kvaliteta pred kvantiteto« se je izkazal za motiv izdajateljev, ki so kljub izgubam na trgu obveznic obdržali zaupanje v ta instrument. Nagrada za potrpežljivost če ne celo trmo izdajateljev se je pričela kazati pred kratkim. Pokazalo se je, da so bile nemške hipotekarne obveznice zaradi finančne krize prizadete med zadnjimi in med prvimi, ki so ji ušle. Njihovo okrevanje se je začelo še pred objavo nakupnega načrta za krite obveznice Evropske centralne banke<sup>154</sup>. Očitno je postalo, da je institut Pfandbrief z odliko prestal težko preizkušnjo. Vloga hipotekarnih obveznic za refinanciranje hipotekarnih posojil se je v pogojih finančne krize celo povečala. To dejstvo potrjuje večanje števila bank, ki izdajajo hipotekarne obveznice<sup>155</sup>.

### **4.5 Statistika**

V poglavju o statistiki nameravamo prikazati podatke, ki govorijo o tem, kako je v Nemčiji hipotekarna obveznica razširjena. Najprej bomo za primerjavo s Slovenijo prikazali gibanje hipotekarnih posojil v Nemčiji. Sledil bo prikaz vsote izdanih hipotekarnih in vseh kritih obveznic po državah. Za ilustracijo in občutek koliko je hipotekarnih obveznic v masi kritih in v masi vseh obveznic bomo grafično prikazali še podatke po letih o tem<sup>156</sup>.

#### **4.5.1 Gibanje hipotekarnih posojil**

Temelj vsake izdaje hipotekarne obveznice je hipotekarno posojilo. Zaradi tega bomo prikazali tudi maso vseh odobrenih posojil v Nemčiji in nova odobrena hipotekarna posojila po letih.

---

152 <http://www.eurex-bonds.com/>

153 Kraupner, 2002.

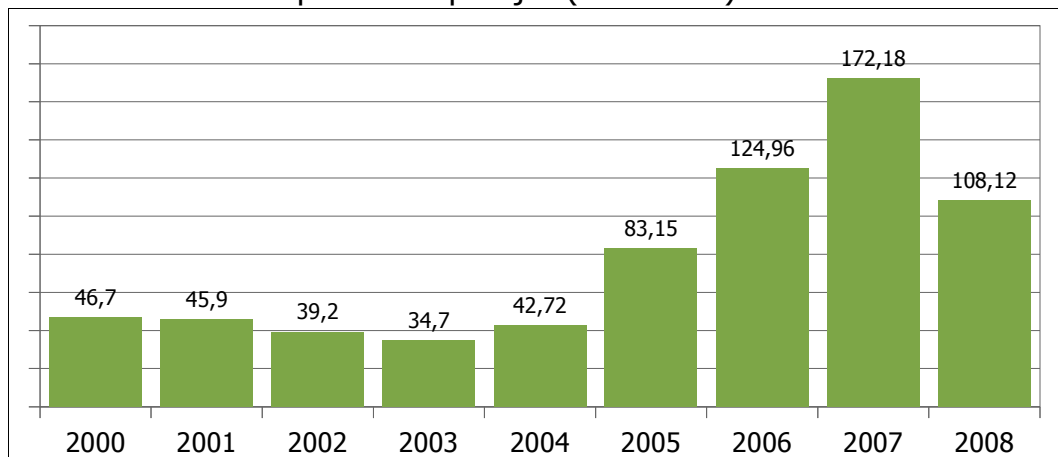
154 ECB je maja 2009 objavila načrt za odkup kritih obveznic v skupni vrednosti 60 mrd EUR.

155 VDP, 2009d.

156 Za pridobitev podatkov smo uporabili: ECB, 2009; EMF, Hypostat in VDP, 2009a; VDP, 2009b in VDP 2009d.

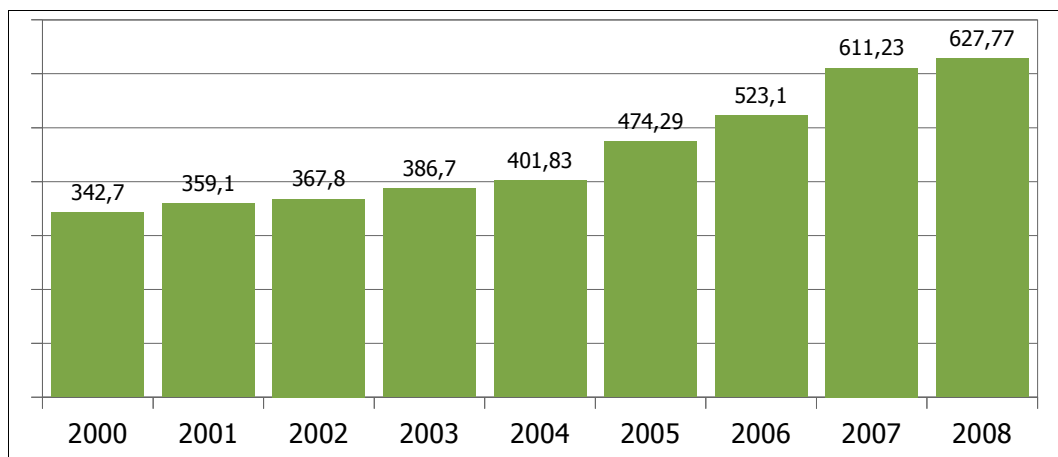


Slika 7: Novo odobrena hipotekarna posojila (v mio EUR)



Na zgornji sliki vidimo rahel upad odobravanja novih hipotekarnih posojil od leta 2000 do leta 2003. Sledi strma rast od leta 2004 do 2007 in velik padec leta 2008. Padec odobritve hipotekarnih posojil leta 2008 je posledica finančne krize. Vidimo, da se je potencial za kritno premoženje v letu 2008 precej zmanjšal, drugače pa je beležil konstantno rast.

Slika 8: Hipotekarna posojila skupaj (v mio EUR)

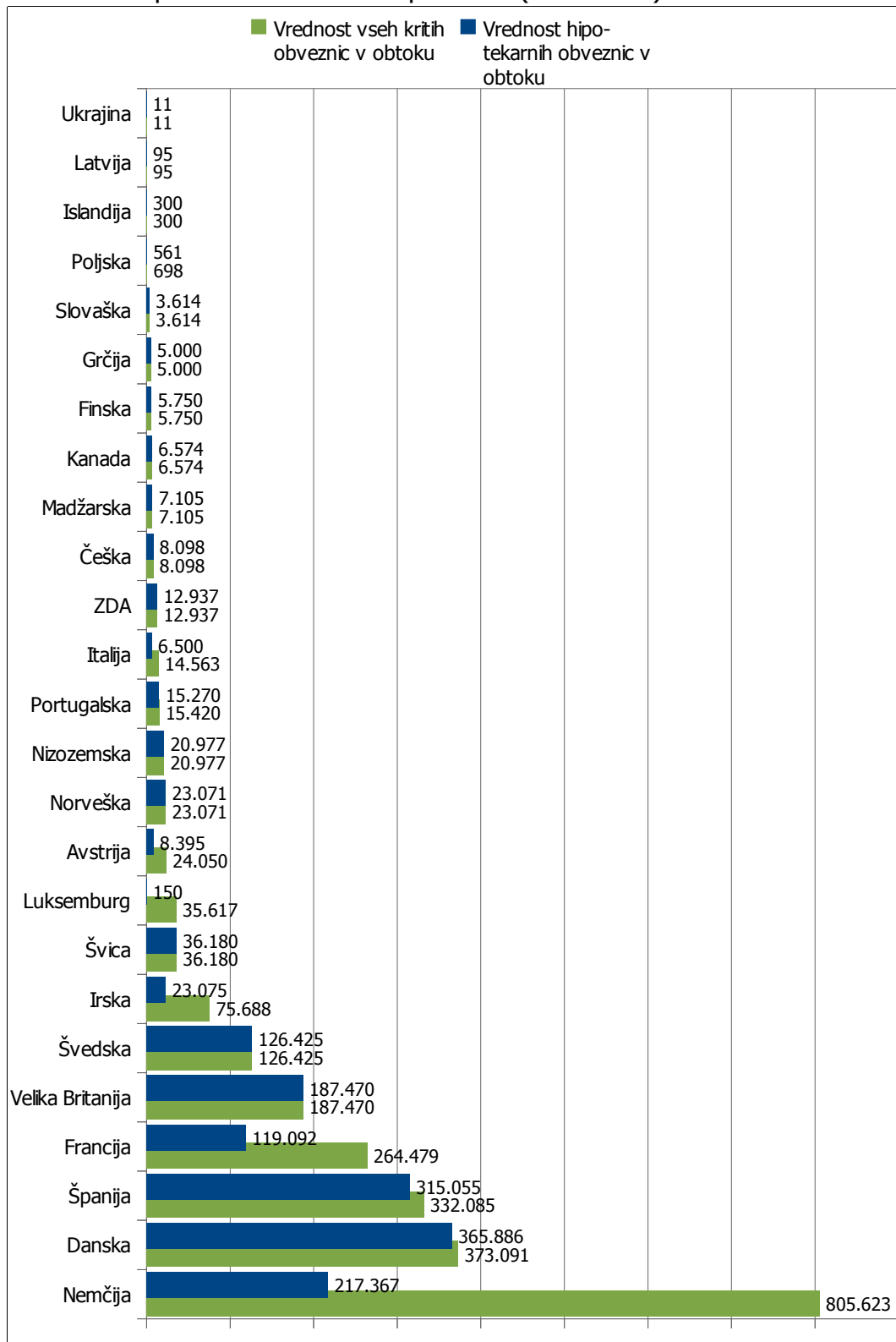


Na zgornji sliki smo prikazali maso vseh hipotekarnih posojil, ki jih vodijo banke v svojih knjigah. Masa hipotekarnih posojil beleži konstantno rast, s tem pa konstantno raste tudi masa potencialnega kritega premoženja.

#### 4.5.2 Krite in hipotekarne obveznice po svetu

Za potrditev dejstva, da je Nemški trg hipotekarnih obveznic eden izmed vodilnih in vodilni v smislu kritih obveznic na sploh, bomo spodaj prikazali maso izdanih hipotekarnih in kritih obveznic po državah.

Slika 9: Krite in hipotekarne obveznice po svetu (v mio EUR)

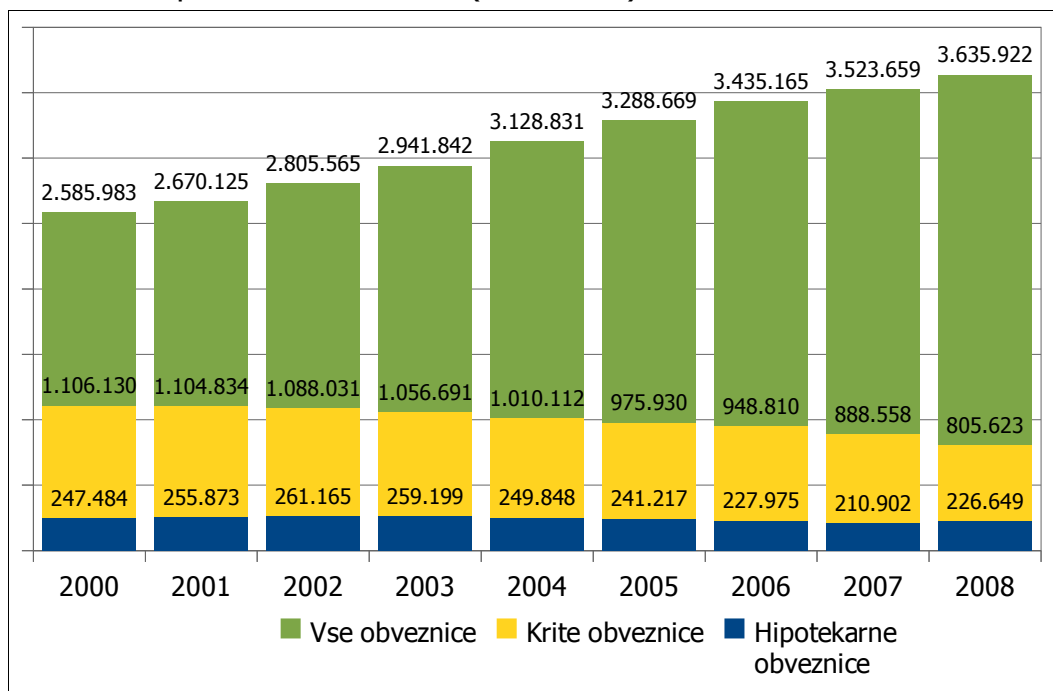


Iz prikaza je razvidno, da je Nemčija po vrednosti izdanih kritih obveznic daleč pred ostalimi. Po izdanih hipotekarnih obveznicah pa je na četrtem mestu, za Dansko in Španijo.

### 4.5.3 Delež hipotekarnih obveznic v Nemčiji

Na tem mestu se bomo še osredotočili na obveznice nasploh. Spodaj bomo prikazali kolikšen je delež hipotekarnih in kritih obveznic nasploh na področju zadolževanja z dolžniškimi vrednostnimi papirji v Nemčiji.

Slika 10: Delež hipotekarnih obveznic (v mio EUR)



Na zgornji sliki je razvidno, da je masa izdanih obveznic vseskozi naraščala. Krite obveznice na sploh so rahlo izgubljale svoj delež v masi obveznic. Hipotekarne obveznice pa so konstantne in skoraj ne spreminjajo svojega deleža med obveznicami.

## **5 POMEMBNEJŠE RAZLIKE IN PODOBNOSTI UREDITEV V SLOVENIJI IN NEMČIJI**

*V tem poglavju bomo na kratko primerjali poglobitve značilnosti nemškega in slovenskega modela hipotekarne obveznice.*

### **5.1 Model hipotekarne obveznice**

Zgoraj smo ugotovili, da oba preučevana modela hipotekarne obveznice temeljita na modelu univerzalnega bančništva. To pomeni, da lahko vsaka banka, ki pridobi posebno dovoljenje od nadzornega organa – regulatorja izdaja hipotekarne obveznice. Pred sprejetjem Pfandbriefgesetz-a v Nemčiji so lahko hipotekarne obveznice izdajale specializirane banke. Te niso prenehale obstajati, temveč še naprej izdajajo te vrednostne papirje. Lahko bi rekli, da v Nemčiji kljub temu, da je uzakonjen model univerzalnega bančništva, vzporedno v praksi deluje model specializiranega bančništva.

Obstajajo pa velike razlike med državama, ko govorimo o razvitosti in značilnostih finančnega trga. Nemškega in slovenskega trga finančnih instrumentov se praktično ne da primerjati. Tukaj se pokaže večji potencial nemškega trga za izdajo hipotekarnih obveznic. Prav tako je masa hipotekarnih kreditov v Sloveniji neprimerljivo manjša, posledično pa nudi manjši potencial za oblikovanje kritnega premoženja, ki je pogoj za izdajo hipotekarnih obveznic.

### **5.2 Zakonodaja**

V obeh državah je zakonodaja dokaj nova. V Nemčiji je začel zakon veljati junija 2005, v Sloveniji pa marca 2006. Poudariti pa je treba, da ima institut hipotekarne obveznice v Nemčiji dolgo tradicijo, saj so bili zakonski temelji za ta institut postavljeni že leta 1900 v Sloveniji pa je zakonodaja iz leta 2006 prva zakonodaja. To se na nek način pokaže v praksi. V Nemčiji so instituti dodobra preizkušeni tudi v praksi, kar je pripeljalo do tega, da je zakonska ureditev dobro integrirana tudi v trg finančnih instrumentov in v sistem hipotekarnega bančništva v Nemčiji. V Sloveniji bo verjetno preteklo še kar nekaj časa preden bo ZHKO zaživel v praksi in preden bodo doseženi cilji, ki so bili postavljeni pred sprejetjem tega zakona.

#### **5.2.1 Organiziranost predpisov in struktura zakona**

Slovenski Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici je nastal na podlagi nemškega vzora. Konceptualno sta si obe ureditvi zelo podobni, obe sta namreč nastali zaradi upoštevanja novih usmeritev svetovnega trga denarja in kapitala. Kljub temu pa je nekaj očitnih razlik med ureditvama hipotekarne obveznice.

V Sloveniji ZHKO kritih obveznic ne ureja celovito. V njem je primarno urejena hipotekarna obveznica, še nekateri drugi predpisi pa urejajo izdajanje hipotekarni in komunalnih obveznic. Pravila, ki veljajo za hipotekarne obveznice se smiselno uporabljajo tudi za komunalne obveznice, ki je druga izmed dveh zakonsko urejenih vrst kritih obveznic pri nas.

V Nemškem Pfandbriefgesetz-u so urejene štiri vrste kritih obveznic. Določbe so organizirane tako, da je najprej področje urejeno na splošno nato pa vsaka vrsta obveznice posebej. V nemškem zakonu so urejene:

- komunalna obveznica,
- hipotekarna obveznica,
- ladijska obveznica in
- letalska obveznica.

Slovenski zakon je glede materije bolj podroben v temelju je, glede na število členov, obsežnejši. V ZHKO so natančno urejena pravila glede elementov varnosti hipotekarne obveznice. Nasprotno je v nemški zakonodaji večje število podzakonskih predpisov, ki vsak posebej ureja določena vprašanja glede kritnega registra, vrednotenja nepremičnin, idr.

Skupno obema ureditvama je med drugim tudi noveliranje zakona, katerih noveli sta bili sprejeti v letu 2009.

### **5.2.2 Kriteriji za pridobitev dovoljenja za izdajo hipotekarnih obveznic**

Oba zakona sta po svoji naravi zelo natančna in stroga, saj zagotavljata varnost vlagateljev v krite obveznice. Kar se tiče kriterijev, ki jih mora izpolnjevati izdajatelj sta si zelo podobna. Razlikujeta se le v nekaterih podrobnostih. V Nemčiji mora izdajatelj poleg pogojev iz Pfandbriefgesetz-a izpolnjevati še pogoje iz zakona, ki ureja kreditiranje<sup>157</sup>. V Sloveniji je zakon po katerem morajo banke izpolnjevati osnovne pogoje zakon o bančništvu.

Poglavitna razlika obeh ureditev je predvsem višina osnovnega kapitala izdajatelja. V Sloveniji je minimalni osnovni kapital izdajatelja omejen na 5 mio evrov, v Nemčiji na 25 mio evrov. Drugi, kriteriji, ki se nanašajo predvsem na zagotavljanje primerne varnosti naložbe, so zaradi zgledovanja slovenske zakonodaje po nemški zelo podobne.

### **5.2.3 Postopek izdaje**

Postopek izdaje hipotekarne obveznice je skoraj identičen. Potencialni izdajatelj mora najprej dobiti dovoljenje za izdajo pri pristojnem organu. Po pridobitvi dovoljenja je

---

157 KWG – nemški bančni zakon

izdajatelj pri izdaji hipotekarne obveznice uporabiti predpisano obličnost hipotekarnih obveznic, ki pa se razlikujeta v nekaterih podrobnostih. V Nemčiji je za razliko od Slovenije možno izdajati tudi hipotekarne obveznice na ime. Tovrstne hipotekarne obveznice se navadno izdajo v skupni vrednosti pod 500.000 Evri. Posebna vrsta kritih obveznic in s tem tudi hipotekarnih obveznic, ki se imenujejo »Jumbopfandbriefe« se izdajajo na prinosnika, njihova skupna emisijska vrednost pa presega 500.000 Evrov, kar je določeno s posebnimi predpisi. Jumbopfandbriefe so likvidnejše in privlačnejše širšemu krogu vlagateljev, saj kotirajo tudi na nemških borzah.

#### **5.2.4 Sestava kritnega premoženja**

Nemška in slovenska ureditev podobno urejata sestavo kritnega premoženja hipotekarnih obveznic. Najprej določata poreklo in vrsto hipotekarnih kreditov, ki lahko sestavljajo kritno premoženje. Slovenska pravna ureditev izrecno opredeli vrste hipotekarnih kreditov, ki so primerni za vključitev v kritno premoženje medtem, ko nemška zakonodaja tega ne določa.

### **5.3 Subjekti**

Subjekti navedeni v obeh zakonodajah so vsebinsko enaki. Razlikujejo se le po poimenovanjih glede na jezikovno različnost. V obeh zakonodajah lahko torej najdemo subjekte, katerih naloge so identične. Glede na vloge, ki jih imajo določeni subjekti jih po obeh ureditvah lahko poimenujemo kot:

- regulator – izdaja dovoljenja in nadzoruje procese,
- izdajatelj – univerzalne banke v Nemčiji in Sloveniji,
- skrbnik kritnega registra – strokovnjak na področju računovodstva za verodostojno vodenje evidenc o kritnem premoženju,
- neodvisni cenilec – v obeh ureditvah pomemben subjekt, ki ovrednoti nepremičnino, ki je podlaga za hipotekarni kredit,
- upravitelj kritnega premoženja – od stečajnega upravitelja neodvisni subjekt, ki skrbi za poplačilo izdanih kritih obveznic v primeru stečaja izdajatelja.

### **5.4 Razvitost ponudbe**

Glede razvitosti ponudbe so si razmere v Nemčiji in Sloveniji diametralno nasprotne. Nemčija kot svetovna finančna velesila v svetovnem merilu prednjači na področju kritih in hipotekarnih obveznic. V Sloveniji niti približno ne moremo govoriti o razvitosti ponudbe finančnih ustanov, ki bi bila primerljiva s ponudbo nemških finančnih inštitucij.

#### **5.4.1 Hipotekarno bančništvo**

Na ravni izdajateljev je potrebno v Sloveniji še mnogo postoriti. Nobena izmed v Sloveniji registriranih bank se še ni odločila za vložitev zahteve za izdajo dovoljenja za izdajanje hipotekarnih obveznic. V Nemčiji so banke, ki izdajajo hipotekarne obveznice celo povezane v posebno pravno osebo, ki skrbi za pospeševanje in olajševanje prisotnosti na finančnem trgu. V Sloveniji je težko pričakovati porast hipotekarnih posojil, ki so že tako relativno v manjšem številu. V Nemčiji je rast počasnejša, zaradi svetovne gospodarske in finančne krize je število odobrenih posojil tudi padlo.

#### **5.4.2 Trg kapitala**

Ko govorimo o primerjavi trga kapitala, mislimo predvsem na borzo vrednostnih papirjev. V Sloveniji deluje zgolj ena borza vrednostnih papirjev (Ljubljanska Borza), ki tudi ni tako zanimiva za tuje vlagatelje. Majhen trg kapitala namreč za svojo likvidnost potrebuje predvsem za tuje vlagatelje zanimive produkte in vrednostne papirje. Nemška borza pa je ena izmed večjih trgov kapitala in nasploh eno izmed svetovnih vozlišč poslovnih financ. Nemčija kot ena izmed vodilnih svetovnih gospodarskih velesil ima obsežen trg kapitala. Zaradi tega so finančni instrumenti, ki kotirajo na nemški borzi privlačni za domače in tuje vlagatelje, kar še povečuje njihovo likvidnost. Ker je sekundarni trg izredno pomemben za nadaljevanje kroženja hipotekarnih obveznic in zagotavljanje njihove likvidnosti je mogoče ustrežnejše, če izdana hipotekarna obveznica kotira na katerem tujem finančnem trgu, saj je slovenski (pre)majhen.

## SKLEP

Za konec raziskave lahko rečemo, da smo izpolnili zastavljene cilje. Za poglobitni cilj naše raziskave smo si postavili ugotovitvi ali je slovenska ureditev hipotekarne obveznice primerna in primerljiva z nemško. Menimo, da smo z raziskavo prikazali, da je slovenska ureditev primerljiva z nemško ni pa v celoti primerna oziroma ne ustreza slovenskim bankam. Do ugotovitve o primerljivosti slovenske ureditve smo prišli na podlagi primerjave zakonskih ureditev obeh držav. Glede primernosti, kot drugega cilja raziskave se moramo opredeliti, da so nas dejstva ugotovljena z raziskavo in dejstvo, da se potencialni izdajatelji hipotekarnih obveznic še niso odločili za izdajo hipotekarnih obveznic pripeljala do mnenja, da slovenska ureditev ni v celoti primerna. Z novelo ZHKO je sicer prišlo do zmanjšanja administrativnih ovir za izdajo. Glede na značilnosti slovenskega hipotekarnega bančništva in nepremičninskega trga pa še ni prepričala potencialnih izdajateljev. Na področju hipotekarnega bančništva bi se lahko s svojim delovanjem za pomemben katalizator izkazala SID banka.

V raziskavi smo postavili trditev, da bi za slovenske razmere bil ustrežnejši model centralne izdajateljske enote in njena podrobnejša ureditev s posebnim zakonom. Ocenjujemo sicer, da bo v prihodnosti, kljub delno pomanjkljivi zakonodaji, prišlo do izdaje hipotekarnih obveznic. Predvsem zaradi določbe 16. člena ZHKO, ki dovoljuje tudi odkup hipotekarnih posojil in dopušča izdajo obveznic tudi na podlagi tovrstnih kreditov. Spoznanja iz diplomskega dela so nas pripeljala tudi do ugotovitve, da je zakonodajalec oziroma predlagatelj zakona predolgo pripravljaval predlog zakona. Izdan je bil v rahlo neprimernem času, ko je finančni trg v ZDA pretresala vrsta afer v zvezi s hipotekarnim bančništvom. Na uporabo ZHKO v praksi ima negativen vpliv torej tudi svetovna gospodarska kriza mimo katere iz objektivnih razlogov ne moremo.

Naslednja točka fokusa naše raziskave je bila preučitev povezanosti s stanovanjskim področjem. Ugotovili smo, da je lahko vpliv hipotekarnih obveznic na stanovanjsko področje zelo velik. Ugotovitve smo podkrepili s statistiko na tem področju in ugotovitvami glede vpliva uveljavljenosti hipotekarnih obveznic na ceno posojil za nakup stanovanj. Na tem mestu je zopet potrebno omeniti popačenje trga nepremičnin in stanovanjskih posojil, ki jih je povzročila gospodarska kriza, oziroma zaradi katerih je prišlo do gospodarske krize. Kljub tankemu ledu po katerem hodijo banke, zaradi preveč pogumnega odobravanja posojil in splošnega nezaupanja do finančnih instrumentov, ki imajo za svoj temelj hipoteke, se zaupanje v hipotekarne obveznice počasi vrača. Zaupanje se vrača na podlagi ustrezne zakonske ureditve in ukrepa ECB, ki je usmerjen v odkup hipotekarnih in drugih kritih obveznic.

Kar se tiče nemške ureditve lahko rečemo, da hodita nemški trg hipotekarnih obveznic in zakonska ureditev z roko v roki. Nedavne spremembe zakona, kljub zaostritvam pogojev za izdajo, niso negativno vplivale na izdajo hipotekarnih obveznic. K novi izdaji obveznic je pripomogel tudi program ECB. Pomemben del nemškega trga finančnih instrumentov namreč obsegajo krite obveznice in med njimi tudi hipotekarna obveznica. Po opravljeni raziskavi smo mnenja, da bi oziroma bo, izdaja hipotekarne obveznice ugodno vplivala na trg nepremičnin v Sloveniji.



## **BIBLIOGRAFIJA**

### **Literatura**

Držanič Jasmin, Kakšne spremembe naj bi prinesle hipotekarne obveznice, v: Bančni Vestnik, letnik: 53, številka 5, Ljubljana 2004, str. 28-31

Frank Matjaž, Razvitost hipotekarnega bančništva doma in po svetu (1), v: Bančni Vestnik, letnik: 56, številka 4, Ljubljana 2007a, str. 6-10

Frank Matjaž, Razvitost hipotekarnega bančništva doma in po svetu (2), v: Bančni Vestnik, letnik: 56, številka 5, Ljubljana 2007b, str. 19-23

Josipović Tatjana, Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednostnih papira s pokričem u hipotekarnim tražbinama, v: Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, letnik: 56, posebna številka (2006), Zagreb 2006, str. 281-314

Kacafura Vasja, Hipotekarno bančništvo na osnovi modela hipotekarne obveznice: diplomsko delo, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2005, <[www.cek.ef.uni-lj.si/u\\_diplome/kacafura1903.pdf](http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/kacafura1903.pdf)> (13.1.2010)

Kocbek Marijan, Hipotekarne obveznice, v: Pravna praksa, letnik 1992, številka 251, GV založba, Ljubljana 1992, str. 3  
<<http://www.iusinfo.si/baze/lite/b/p615/1992/lite77750253tt1121200761.htm>>  
(13.1.2010)

Krajšek Urška, Senica Robert, Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici, v: Pravna praksa, letnik 2006, številka 46, GV založba, Ljubljana 2006, str. 12,  
<<http://www.iusinfo.si/baze/lite/b/p615/2006/lite77738055t794722260.htm>>  
(13.1.2010)

Kraupner Simona, Trg kapitala v Nemčiji: diplomsko delo, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2002, <[www.cek.ef.uni-lj.si/u\\_diplome/kraupner268.pdf](http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/kraupner268.pdf)> (13.1.2010)

Kruhar Simona, Posojil, ko se zastavi nepremičnina, ki se šele kupuje, je na našem trgu le za vzorec – Pojem, ki v podzavesti odvrča, v: Poslovni dnevnik - petek, 24.05.2002, <[http://www.dnevnik.si/tiskane\\_izdaje/dnevnik/23856](http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/23856)> (13.1.2010)

Kunšek Mojca, S spremembami ZHKO do večjih pooblastil ATVP, <<http://www.findinfo.si/DnevneVsebine/Aktualno.aspx?id=9291>> (13.1.2010)

Renzo G. Avesani, Antonio García Pascual, Elina Ribakova, The Use of Mortgage Covered Bonds – IMF Working Paper, International Monetary Fund 2007, WP/07/20, januar 2007, <<http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp0720.pdf?abstractid=961094&mirid=1>> (13.1.2010)

Ribič Mirjana, Za dolgoročno kreditiranje gradnje potrebujemo hipotekarno bančništvo, v: Poslovni dnevnik - petek, 26.07.2002, <[http://www.dnevnik.si/tiskane\\_izdaje/dnevnik/28081](http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/28081)> (13.1.2010)

Stöcker Otmar, Questions on German Covered Bond Legislation, Pfandbrief Act – Pfandbriefgesetz, VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken. 13.9.2006, <[http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/8F895185BD0FF268C12571E9004B9D6E/\\$FILE/ECBC%20-%20questionnaire%20on%20covered%20bonds%20-%20Germany.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/8F895185BD0FF268C12571E9004B9D6E/$FILE/ECBC%20-%20questionnaire%20on%20covered%20bonds%20-%20Germany.pdf?OpenElement)> (13.1.2010)

Urbas Uroš, Hipotekarne obveznice bodo pocenile nepremičninska posojila, v: Finance 6.6.02, <<http://www.finance.si/25616>> (13.1.2010)

Vagaja Aleksandra, Pravih hipotekarnih posojil pri nas še ni, v: Finance 188/2003, 30.9.03, <<http://www.finance.si/57653>> (13.1.2010)

Vuksanović Igor, Problematika hipotekarnih obveznic s pravnega vidika, v: Bančni Vestnik, letnik: 56, številka 5, Ljubljana 2007, str. 38-42

Weiss Monika, Bajuk želi vzpostavil domači trg hipotekarnih obveznic, v: Finance 165/2008, 28.8.08, <<http://www.finance.si/221682>> (13.1.2010)

Weiss Monika, Sovdat Petra, Načrtno blokiranje hipotekarnih obveznic, v: Finance 122/2008, 27.6.08, <<http://www.finance.si/216918>> (13.1.2010)

Žgavec Simon, Listinjenje, v: Pravna praksa, letnik 2008, številka 41, Ljubljana 2008a, str. 14, <<http://www.iusinfo.si/baze/lite/b/p615/2008/lite77727223tt1389489609.htm>> (13.1.2010)

Žgavec Simon, Listinjenje v slovenskem pravnem prostoru: diplomska naloga, Univerza v Ljubljani, Ljubljana 2008b, <[www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=3708](http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=3708)> (13.1.2010)

## **Viri**

Banka Slovenije, Bilten Banke Slovenije 2009, november leto 18 št. 11, <<http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=3695>> (13.1.2010)

Banka Slovenije, Letno poročilo Banke Slovenije 2006, <<http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=2575>> (13.1.2010)

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Stabsstelle Presse- und Öffentlichkeitsarbeit - BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2008, Bonn in Frankfurt am Main 2009,

<[http://www.bafin.de/nn\\_722758/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2008/jb\\_\\_2008\\_\\_gesamt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb\\_2008\\_gesamt.pdf](http://www.bafin.de/nn_722758/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2008/jb__2008__gesamt,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_2008_gesamt.pdf)> (13.1.2010)

Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands – VÖB, Deutscher Pfandbrief 2006 Aktuelle Entwicklungen und internationaler Vergleich, <[http://www.voeb.de/download/publikation\\_pfundbrief2006-de.pdf](http://www.voeb.de/download/publikation_pfundbrief2006-de.pdf)> (13.1.2010)

Državni zbor RS, Zapisnik nadaljevanja 13. seje, z dne 1. februar 2006, <<http://www.dz-rs.si/index.php?id=97&cs=1&mandate=4&o=50&unid=SZ4|2C5730108A9D7D75C1257110003D252A&showdoc=1>> (13.1.2010)

European Central Bank – ECB, ECB monthly bulletin, avgust 2009 <<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb20098en.pdf>> (13.1.2010)

European Covered Bond Council – ECBC, Fact book 2009, <<http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=313>> (13.1.2010)

European Covered Bond Council – ECBC, spletna stran o nemški ureditvi hipotekarne obveznice, <<http://www.ecbc.eu/framework/freeCompare#top>> (13.1.2010)

European Covered Bond Council – ECBC, Technical Issues Covered Bond Comparative Framework Questionnaire, <<http://www.ecbc.eu/framework/countryList>> (13.1.2010)

European Mortgage Federation – EMF, Hypostat – A review of Europe's mortgage and housing markets, <<http://www.hypo.org/Objects/6/Files/Hypostat%202008%20-%20light%20version.pdf>> (13.1.2010)

Lexikon von Juraforum.de, Hypothekenspfandbrief, <<http://www.juraforum.de/lexikon/Hypothekenspfandbrief>> (13.1.2010)

Nagovor ministra Bajuka, <[http://www.mf.gov.si/slov/mediji/govori/govor\\_16\\_07\\_07\\_1.pdf\\_\\_Viri](http://www.mf.gov.si/slov/mediji/govori/govor_16_07_07_1.pdf__Viri)> (13.1.2010)

Poročilo k predlogu zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO): druga obravnava: EPA 530 – IV, v: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, letnik 32, številka 8 str. 3-37

Predlog zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO): prva obravnava: EPA 530 – IV, v: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije. Letnik 31, številka 105, str. 3-23

Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO-A) prva obravnava EVA: 2009-1611-0036, <[http://www2.gov.si/zak/Pre\\_Zak.nsf/1c8241634a270658c125661600299c7d/65005f](http://www2.gov.si/zak/Pre_Zak.nsf/1c8241634a270658c125661600299c7d/65005f)>

42a317c932c12575ad002860f1?OpenDocument&ExpandSection=1> (13.1.2010)

Telefonski razgovori s slovenskimi bankami, opravljeni v decembru 2009 in januarju 2010.

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, The Pfandbrief – Facts and Figures about Europe's Covered Bond Benchmark – 14th edition, Berlin 2009a.

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Annual report 2008, Berlin 2009b, <[http://www.pfandbrief.de/d/bcenter.nsf/0/99A93B50A14C60E2C12575B70046D779/\\$FILE/EN\\_vdp-JB2008.pdf](http://www.pfandbrief.de/d/bcenter.nsf/0/99A93B50A14C60E2C12575B70046D779/$FILE/EN_vdp-JB2008.pdf)> (13.1.2010)

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Der Pfandbrief – wichtige Fragen und Antworten, Berlin 2009c

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Real Estate Banking 2009/2010 Facts and Figures, Berlin 2009d, <[http://www.pfandbrief.de/d/bcenter.nsf/0/01BB6BC65BC89A5BC1257646003A1261/\\$FILE/EN\\_IFB.2009-2010.pdf](http://www.pfandbrief.de/d/bcenter.nsf/0/01BB6BC65BC89A5BC1257646003A1261/$FILE/EN_IFB.2009-2010.pdf)> (13.1.2010)

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Pfandbriefgesetz, Berlin 2005

VDP – Verband Deutscher Pfandbriefbanken, The Pfandbrief – a premium product, Berlin 2008, <[http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/F52DC4796A6CA786C12573FE0039CDB6/\\$FILE/PfandbriefPremiumProduct.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.org/d/internet.nsf/0/F52DC4796A6CA786C12573FE0039CDB6/$FILE/PfandbriefPremiumProduct.pdf?OpenElement)> (13.1.2010)

MF – novinarsko središče, Vlada sprejela predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici, <[http://www.mf.gov.si/slov/mediji/2009/2009-04-30\\_1.htm](http://www.mf.gov.si/slov/mediji/2009/2009-04-30_1.htm)> (13.1.2010)

Zakon o bančništvu (Zban-1), Uradni list RS, št. 131/2006

Zakon o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO), Uradni list RS, št. 17/2006

Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o hipotekarni in komunalni obveznici (ZHKO-A), Uradni list RS, št. 58/2009