

ПРИМЕНА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈЕ У ФИНАНСИРАЊУ И ПРЕНОСУ РИЗИКА ЈАВНОГ СЕКТОРА НА ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

THE APPLICATION OF SECURITIZATION IN FINANCING AND TRANSFERRING RISK OF THE PUBLIC SECTOR TO THE FINANCIAL MARKET

Проф.др Ненад Вуњак

Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици, Суботица, Србија

Доц. др Вера Мировић

Департаман за финансије, банкарство, рачуноводство и ревизију,
Универзитет у Новом Саду, Економски факултет у Суботици, Суботица, Србија,
vera.mirovic@ef.uns.ac.rs

Милан Радаковић, мастер економиста

Резиме: Секјуритизација у јавном сектору омогућава прикупљање капитала и пренос ризика на финансијско тржиште. Раданализира могућност примене секјуритизације активе у јавном сектору Србије, како на нивоу државе и локалних органа тако и на нивоу јавних предузећа. Секјуритизација у јавном сектору подразумева емисију обвезница које као колатерал имају активу у власништву државе. Секјуритизација јавних прихода омогућава прикупљање капитала који држава може искористити за финансирање инфраструктурних пројеката, образовање, здравство, социјалну заштиту и др. Као колатерал се може користити постојећа актива, затим актива која ће настати у будућност, али колатерал може бити и наплатива и ненаплатива актива. Примењује се у високоразвијених земаља као и земаљама са мање развијеним финансијским тржиштима. Активу јавног сектора која се користи као колатерал чине: порези, приходи од игара на срећу, обавезна премија осигурања, социјално осигурање, кредити које је држава одобрила градовима и покрајинама, кредити одобрени јавним предузећима, приход од путарине, потраживања од интернационалних телефонских разговора, потраживања од извоза робе и др. Секјуритизација омогућава јавном сектору да пренесе ризик на инвеститоре, посебно када су у питању ненаплатива потраживања као што су кредити и пореска дуговања.

Кључне ријечи: секјуритизација активе јавног сектора, ненаплатива актива.

Abstract: Securitization in the public sector enables the collection of the capital and transfer of risk to the financial market. The paper analyzes the possibility of applying the securitization of assets in the public sector in Serbia, both at the level of the state and local authorities and at the level of public companies. Securitization in the public sector involves the issue of bonds whose collateral are assets owned by the state. Securitization of the public revenues leads to the capital that can be used to finance infrastructure projects, education, health, social welfare and the like. The collateral can be the existing assets, then the assets that will arise in the future, and collectible and uncollectible assets. It is applied in highly developed countries as well as in countries with less developed financial markets. The assets of the public sector that can be used as collateral includes taxes, income from gambling, compulsory insurance premiums, social insurance, loans which the state approved to the cities and provinces, loans granted to public companies, toll revenue, receivables from international telephone calls or receivables from export. Securitization allows the public sector to transfer risk to investors, especially when it comes to default payment such as loans and tax debts

Keywords: public sector asset securitization, non-performing asset.

I. УВОД

Секјуритизација јавног сектора (Public sector securitisations) подразумева емисију обвезница које као колатерал имају активу у власништву државе, државних агенција и локалних самоуправа. Јавни сектор може корисити различиту активу као извор финансирања. Као колатерал се може користити постојећа актива, актива која ће настати у будућности, као и наплатива и ненаплатива актива. Колатерал за емисију обвезница могу бити: (1.) кредити, (2.) порески приходи, (3.) потраживања од доприноса за социјално осигурање, (4.) приходи од путарина, (5.) приходи од игара на срећу, (6.) премија осигурања, (7.) потраживања од интернационалних телефонских разговора, (8.) потраживања од извоза, (9.) уговори државних предузећа са крајњим потрошачима, (10.) некретнине у власништву државе и др. Кредити које је држава одобрила градовима и покрајинама, као и кредити одобрени јавним предузећима, без обира да ли су наплативи или неплативи могу се користити као колатерал за емисију обвезница. Секјуритизација у јавном сектору треба до донесе бројне предности за државу. Пре свега секјуритизација омогућава да се:

- Оствари приход од секјуритизације који побољшава ликвидност и смањује задуженост,
- Побољшава deficit-to-GDP ratio, обзиром да се приход рачуна као приход државног буџета. Секјуритизација омогућава смањења буџетског дефицита,
- Прикупи капитал из новог извора финансирања. Прикупљени капитал држава може да користи за инфраструктурне пројекте, обрзовање, здравство, социјалну заштиту,
- Неликвидна и/или ненаплатива (јавна) актива претвори у ликвидне хартије од вредности,
- Државна предузећа финансирају преко секјуритизације,
- Пренесе ризик на инвеститоре, посебно ако су колатерал ненаплатива потраживања (кредити, порез и др.).
- Приватизацију државна имовина као имовина локалних самоуправа.

Секјуритизација државне активе се такође врши преко труста (SPV) који купује активу и емитује обвезнице. Камата и главница се инвеститорима исплаћује искључиво на основу новчаног тока активе. Обвезнице најчешће имају највиши ранг ААА. Осим гаранација државе, осигуравајућих компанија и међународних институција примењује се и

емисија обвезница која је мањег волумена од вредности активе у пулу (overcollateralisation), као и емитовање обвезница у траншама. Углавном се емитују обвезнице са флукутирајућом стопом и често се врши исплата од једном (bullet repayment), у року доспећа. Најбрже растући сектор на европском тржишту структурираног финансирања је секјуритизација јавног сектора (public sector securitisation) (Flanagan 2004, стр 233.). Италија је највећи корисник овог облика секјуритизације, а актива која се користи су некретнине увласништву државе, ненаплативи кредити, ненаплативи доприноси за социјално осигурање, приходи од игара на срећу, обавезна премија осигурања и др. Секјуритизацију активе јавног сектора извршиле су осим Италије и Шпанија, Холандија, Португал, Белгија, Грчка, Аустрија, Финска. Користе је и Мексико, Бразил, Аргентина, Венецуела, Пакистан, Филипини, Кореја, Хонг Конг и др. Аустрија је извршила секјуритизацију кредита одобрених покрајинама, Финска је секјуритизовала кредите одобрене јавним предузећима, Грчка доприносе Европске уније и тикете од лутрије, Хонг Конг је секјуритизовао приход од путарине за тунеле и мостове. Србија може да користи секјуритизацију на нивоу државе и локалних самоуправа као и на нивоу јавних предузећа. Такође, Србија може да искористи секјуритизацију како би приватизовала јавна предузећа, као и државне непокретности.

II. АКТИВА ЈАВНОГ СЕКТОРА КОЈА СЕ КОРИСТИ ЗА СЕКЈУРИТИЗАЦИЈУ

Најчешће коришћена актива јавног сектора су потраживања од извоза, потраживања предузећа од државе и крајњих корисника, ненаплатива актива као што су кредити, порези и доприноси, затим будући порески приходи и непокретности.

A. Потраживања од извоза

Колатерал за емисију обвезница могу бити потраживања од извоза роба, најчешће природних ресурса. Извозна потраживања од природних ресурса могу бити значајан извор финансирања за земље које имају рудна богатства, као и изворе нафте и гаса. Потраживања од извоза државних предузећа су извор прикупљања капитала у Мексику, Венецуели, Бразилу, Аргентини Индији, САД и др. Pemex Exploracion y Produccion (PEP) и Petroleos de Venezuela S.A. (PDVSA) су државне компаније које врше секјуритизацију на основу извоза нафте. Мексичка компанија Pemex Exploracion y Produccion (PEP) продаје сирову нафту, а труст Pemex Finance Ltd преузима будућа потраживања од купаца и емитује обвезнице. Petroleos de Venezuela S.A.

(PDVSA) је 1998.године основала труст за секјуритизацију PDVSA Finance Limited, на Кајманским острвима. *Petróleos de Venezuela (PDVSA)* је прикупила 2.5 милијарде долара и 200 милиона евра од емисије ABS на основу извозних потраживања од нафте, у периоду од 1998. године до 2001. године. Обзром да је трансакција извршена преко офшор труста, обезнице су имале рејтинг већи о државе Венецуеле (Jobst A.A., 2006, стр.8). Бразилска компанија *Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras)* је такође емитовала обезнице у износу од 1.5 милијарди долара и 200 милиона евра на основу будућих потраживања од извоза нафте. Држава West Bengal у Индији је секјуритизовала будућа потраживања од нафте, дизела и течног нафтног гаса и прикупила је 322 милиона долара. Трансакција је извршена преко мерчант банке која је продужница State Bank of India. У САД, компанија Colowyo Coal Funding Corp. је секјуритизовала потраживања од продаје банкр на основу уговора о продаји између рудника Colowyo у Колораду и шест купаца: Tri-State Generation & Transmission Assoc., Salt River Project Agricultural Improvement and Power District, PacificCorp, Platte River Power Authority, Public Service Co. of Colorado и града Colorado Springs. Вредност емитованих обезница је 192,8 милиона долара, са роком доспећа 2016. године. У Аргентини, провинција *Tierra del Fuego* је емитовала обезнице колатерализоване са приходима на основу експлоатације нафта и гаса са њене територије. Обезнице су биле рангиране изнад рејтинга провинције, али ниже од рејтинга државе Аргентине. Трансакција је имала снажну оверколатерализацију (overcollateralized) и кредитно побољшање као што су рани амортизациони тригери и резервни рачун (Chalk, 2002, стр.18).

В. Кредити одобрени предузећима

Секјуритизација на основу кредита које су банке или држава одобриле привреди омогућава прикупљање капитала за нове кредитне аранжмане. Korean Export-Import Bank (КЕХИМ) је 1998.године извршила секјуритизацију *кредита које је одобрела компанијама које послују у иностранству*. Банка је секјуритизовала потраживања у вредности од 265 милиона долара. Старије ноте су имале ранг AAA, са каматом LIBOR+1.5%. Такође и Industrial Bank of Korea је 1999.године секјуритизовала потраживања од иностраних кредита у трансакцији вредности 106 милиона долара, а гаранцију је дала монолајн осигуравач Financial Security Assurance (FSA). Италија је извршила секјуритизацију *кредита за мала и средња*

предузећа и корпорације које је одобрила држава преко два министарства (Ministry of Education, University and Research и Ministry of Productive Activity). Министарства су одобравала кредите за истраживања и развој нових технологија, увођења нових производа и процеса. Труст Società di Cartolarizzazione Italiana Crediti (SCIC) је емитовао обезнице у две класе (A1 и A2). Аранжери трансакције су Banca IMI SpA, Lehman Brothers International (Europe) и Dresdner Kleinwort Wasserstein. Кредитно побошање за обезнице пружају: Banca d'Italia, Citibank, N.A. New York, Lehman Brothers Holdings Inc. и Banca IMI SpA. (Società di Cartolarizzazione Italiana Crediti a.r.l. (SCIC), Standard & Poor's, септембар 2004, стр.1). Банке или државне агенције које финансирају извознике могу да врше секјуритизацију кредита које су одобриле и колатерал могу бити извозна потраживања. Извозна потраживања чине новчани токови из иностранства у тврдим валутама и изолована су на посебном трусту ван државе оргинатора.

С. Потраживања и приходи предузећа

Секјуритизација активе је један од најзначајнијих извора финансирања корпорација.² Потраживања предузећа која се користе као колатерала за секјуритизацију су: потраживања од државе (ако се финансирају из буџета, лизинг аранжмани са државом), затим потраживања од корисника услуга (уговори са корисницима гаса, телефона, воде, струје,), приходи од продаје авионских крата, путарина, игре на средњи и др. Предузеће може да изврши секјуритизацију на основу прихода које добија из државног буџета. Indian Railway Finance Corporation Limited (IRFC) је државана компанија која улаже у инфраструктуру и има задатак да развија железницу у Индији. IRFC је власник активе, а држава преко Министарства за железницу плаћа лизинг за употребу активе (вагони и сл). Корпорација је 2005.године извршила секјуритизацију *потраживања од лизинг аранжмана* који има са државом (sovereign lease receivables). Citigroup је била аранжер трансакције, потраживања су секјуритизована од стране синдиката банака, ранг обезница је био AAA (Crisil – Индијска рејтинг агенција) са роком доспећа од 10 година. (Introduction- Indian Railway Finance Corporation Ltd., стр.9). Дакле, државно предузеће је секјуритизовало новчани ток који добија од државе. Труст KAL Japan ABS 1 Cauman Ltd. на кајманским острвима је емитовао обезнице у износу од 27 милијарди јена. Колатерал су *потраживања од авионских*

²Видети шире Вуџак Н, Мирковић В. „Секјуритизација активе као средство финансирања корпорација”, I Интернационални научни скуп ЕКОНБИЗ 2013., Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина

карата деноминирани у јенима које ће продати Korean Air Lines Co., Ltd за летове између Јапана и Корејце. Korea Development Bank (KDB) је омогућила безусловну и неопозиву кредитну линију која покрива пун износ камате и главнице, у циљу заштите интереса инвеститора. Филипинска авио компанија Philippine Airlines (PAL) је секјуритизовала 1997.године потраживања од продаје авионских карата за летове између Филипина и САД. Трансакција није била рангирана. У јуну 1998.године Philippine Airlines је поднела захтев за банкротом и обуставила је плаћања по основу обвезница. У септембру 1998. године када је компанија најавила да ће укинути иностране летове, инвеститори су све заштитили. Судском одлуком на основу захтева инвеститора конфисковани су авиони Philippine Airlines-а на територији САД. Суспензија летова је трајала месец дана, што није утицало на исплате инвеститорима је је trust имао довољно новчаних средстава као и средства на резервном рачуну (Chalk, 2002, стр.20). Rajasthan State Electricity Board³ (RSEB) је извршио секјуритизацију на основу потраживања од корисника електричне енергије. У портфолио су пренета потраживања од корисника са добром историјом плаћања. Trust Rajasthan State Industrial Development and Investment Corporation Ltd. (RIICO) је преузео потраживања и емитоване су обвезнице приватним пласманом. Инвеститори су заштићени обезвезом реоткупа потраживања од стране Rajasthan State Electricity Board, у случају да новчани ток од потраживања не буде довољан за исплате обавеза. *Потраживања од телефонских услуга* су такође колатерал за емисију обвезница. 1997.године Пакистан је емитовао обвезнице на основу будући потраживања од Pakistan Telecom-а (PTCL) у вредности од 250 милиона долара. Потраживања су осигурана тарифама које ће бити плаћене PTCL-у од стране иностраних телефонских компанија (MCI, AT&T, etc) за употребу телекомуникационе инфраструктуре PTCL-а. Интернационални купци се обавезују да ће плаћања вршити на посебна рачун на офшор trust. На овај начин трансакција се избегла ризик земље и ризик конвртбилности. Током трансакције са Пакистанским телекомом дошло је до проблема услед значајног смањења тарифа које је примао trust. У мају 1998.године Пакистан је блокирао све депозите банака у страним валутама, што је довело до значајних проблема за банке. Без обзира на проблеме секјуритизоване обвезнице и Пакистанског телекома нису биле угрожене. Трансакцији је

³ Rajasthan State Electricity Board је енергетски гигант који се састоји од 5 компанија за производњу и дистрибуцију електричне енергије у држави Раџастан у Индији.

смањен рејтинг, али је он и даље био виши од рејтинга државе Пакистан (Chalk 2002,стр.25). Мексико је 1987.године емитовао обвезнице на основу будућих потраживања од интернационалних телефонских разговора државне компаније Telefonos de Mexico S.A. de C.V. Држава и локални органи власти могу прикупити капитал на основу секјуритизације *прихода од путарина*. Чикаго је извршио прву приватизацију прихода од путарина у САД, на основу путарина преко моста Chicago Skyway. 2005. године Skyway Concession Company, LLC (SCC) је добила право наплате путарина у периоду од 99 година, а град Чикаго је добио 1,83 милијарде долара. Индијана је такође продала право на путарине истој компанији за 4,7 милијарди долара. Секјуритизација будућих прихода од путарина корисити се у Мексику, Јапану, Кини, Хонг Конгу и Дубаију. Влада Дубаија је прикупила 800 милиона долара на основу секјуритизације прихода путарине за аутопут. Trust је емитовао обвезнице у вредности од 800 милиона долара. Hong Kong је прикупио 771 милион долара од секјуритизације *прихода од путарине* која се плаћа за мостове и тунеле. Емитент је trust Hong Kong Link 2004 Ltd. 2001. године Италија је извршила секјуритизацију на основу *будућих прихода државне путарије* у периоду од 5 година. SPV⁴ у власништву два холандска фонда је купио право на нето будуће приходе компанија Lotto и Super Enalotto и емитовао је обвезнице ранга AAA. Framtiden, муниципална хипотекарна компанија у власништву града Гетебурга (Шведска) је извршила секјуритизација *стамбених хипотекарних кредита* 2001.године. Trust Framtiden Residential Housing Finance је емитовао обвезнице рејтинга AAA. Заштита за инвеститоре је, осим веће вредности залог од вредности обвезница (overcollateralization) и валутни своп и своп каматне стопе.

D. Ненаплатива актива

Ненаплативи кредит (nonperforming loan, NPL) је кредит код кога оригинални план исплате није поштован. (Serpico, 2004, стр. 306) Реч је о кредитима који су тренутно ненаплативи, али се очекује да ће у будућем периоду бити наплаћене целокупна камата, главница као и пенали услед кашњења. Држава може да секјуритизује кредите које је одобрила јавним предузећима, док државне банке могу секјуритизовати ненаплативе хипотекарне и све друге кредите. Оригинатор продајом ненаплативих потраживања побољшава ликвидност. Дакле, ова трансакција повећава ликвидност банкарског сектора. Такође, институције секундарног хипотекарног

⁴ Име trustа је Societa per la Cartolarizzazione dei Crediti e dei Proventi Pubblici a Responsabilita Limitata

тржишта могу да помогну банкама да изврше секјуритизацију ненаплативих хипотекарних кредита. International Finance Corporation (IFC) је обезбедила кредитно побољшање за колумбијску компанију Titularizadora Colombiana, која је извршила прву секјуритизацију *ненаплативих кредита*. Titularizadora Colombiana је емитовала 67 милиона долара старијих обвезница обезбеђених хипотеком (MBS) на основу пула ненаплативих кредита две колумбијске банке Banco Conavi и Banco AvVillas. Трансакција је извршена са два труста. Први је емитовао три класе обвезница (А,Б,Ц) на основу ненаплативих кредита банака Banco Conavi и Banco AvVillas. Обвезнице класе А је купио други труст и на основу њих је емитовао две транше обвезница (А1 и А2). Емитоване су у јуну 2004. године са роковима доспећа од 5 и 7 година. Ранг обе транше је ААА на основу гаранције International Finance Corporation (IFC)

⁵ Korea Asset Management Corporation (КАМСО) је државна агенција које је основана са циљем да омогући банкама да се ослободе ненаплативих кредита. КАМСО је основан 1962. године као продужница Korea Development Bank (KDB), са циљем да преузима ненаплативе кредите ове банке. Данас КАМСО купује *ненаплативе кредите* и управља и продаје конфисковану имовину. КАМСО не купује све кредите, већ након анализе истог доноси одлуку о куповини. КАМСО преузима и продаје кредите: појединачном продајом, продајом пула кредита, аукцијом, секјуритизацијом и емисијом ABS-а, применом Joint venture и куповином уз могућност реоткупа од стране оригинатора (Recourse and cancellation). Посебно интересантна је примена joint venture-а код решавања проблема ненаплативих кредитира. КАМСО (продавац кредита) и инвеститор оснивају Joint Venture SPV, на тај начин да оба оснивача имају по 50% власништва у SPV-у. КАМСО продаје кредите SPV-у и добија 50% вредности кредита у новцу, а 50% у емитованим ABS. Инвеститор даје SPV-у 50% од вредности кредита у новцу и 50% вредности добија од SPV-а у емитованим ABS. Дакле ова трансакција је омогућила КАМСО-у да добије 50% од вредности ненаплативих кредита у новцу (Korean Experience of Securitization and NPL Disposition, Korea Asset Management Corporation, стр.18).

КАМСО врши секјуритизацију ненаплативих кредита применом два труста. Први труст који је у Кореји, преузима ненаплативе кредите и емитује више транши обвезнице. Други, офшор

труст је најчешће лоциран на Кајманским острвима. Купује старије транше обвезница од кореанског труста и на основу тих обвезница емитује нове транше обвезница које купују интернационални инвеститори.

Е. Секјуритизација пореских и других прихода

Секјуритизација пореских прихода (Securitizations of Tax Revenues) омогућава држави и локалним самоуправама да прикупе капитал а да колатерал буду порески приходи (порез на имовину, порез на доходан, порез на пренос апсолутних права и др.). Без обзира на облик пореза, приход од њих је стабилан и наплатив. У случају да порески обвезник не плаћа порез, дуг се повећава за износ камате и пенала, док се уколико је потребно врши и конфисковање имовине ради наплате пореског дуга. Секјуритизација пореских прихода може да се врши на нивоу државе, али и локалне самоуправе. Ранг обвезница зависи од структуре и нивоа колатерала. У типичној секјуритизацији пореских права износ емитованих обвезница је мањи од номиналне вредности пореских потраживања (око 70 %). Локална самоуправа задржава и субординирану класу обвезница. Субординација омогућава инвеститорима приоритет у исплати. Уколико се прикупи износ већи од потребног за исплату инвеститора, вишак средстава прослеђује локалној самоуправи. Порески обвезници плаћања врше на посебно отворен рачун труста у банци. Jersey City је 1993.године, је секјуритизовао *ненаплаћен порез на имовину*. Основан је труст који је купио неизмирене пореске обавезе у вредности од 44 милиона долара и емитовао је обвезнице приватном пласманом у вредности од 30 милиона долара. Део новчаних средства, 25 милиона долара, је добио Jersey City за пореска права. Град је добио и субординиране обвезнице. Када порези буду наплаћени (главница, камата, пенали) прво се исплаћују обавезе према купцима обвезница. Вредност реалне имовине за коју је формирна пореска залога је 300 милиона долара Ако се прикупи више новчаних средстава на основу пореза него што је потребно за исплату инвеститора, вишак добија Jersey City. Ако се не прикупи довољно средстава за исплату обвезница, тада инвеститори могу да покрену заплену и продају имовине пореских дужника. Донедавно су само велике локалне самоуправе су могле да врше секјуритизацију на основу пореске залог. Решење за мање локалне самоуправе може бити удруживање потраживања која секјуритизују. У САД су емитоване секјуритизоване обвезнице у вредности од 69 милиона долара на основу пула са ненаплаћеним порезом више од 300 самоуправа. Пул су чиниле стамбене и

⁵ Видети шире на www.ifc.org/structuredfinance.

комерцијалне имовине са пореском залогом из Њујорка, Флориде и Конектиката (Tigue, 1996., стр.4.). 2003.године Португал је секјуритизовао фискална потраживања и потраживања од социјалног осигурања (Explorer трансакција). Аранжер трансакције Explorer је била Citigroup Inc., а труст SAGRES STC, S.A. је емитовао обвезнице и приходима од продаје је купио портфолио са нанаплаћеним фискалним и социјалним потраживањима. Moody's Investors Service је обвезницама доделио ранг AAA, док је Португала имао нижи рејтинг Aa2. 2005.године Краљевина Белгија је извршила секјуритизацију. Емитовањем обвезница (ABS) прикупљен је капитал за куповину портфолија са неплаћеним порезима. На рачун код PosteFinanciere S.A. held уплаћивана су новчана средства. Држава се обавезала да изврши потребна плаћања уколико Poste Financiere S.A. не прикупи довољно за исплату инвеститора. На овај начин је остварен рејтинг обвезница AAA (Белгија је имала највиши ранг, док PosteFinanciere S.A није била рангирана у трансакцији) (Augustinavičius, стр.10). Држава и муниципалне власти у Мексику су секјуритизовали *будуће пореске приходе* од пореза на лична примања. Држава Веракруз (Veracruz) је емитовала обвезнице на основу будућих пореских прихода од пореза на лична примања 2003. године. Секјуритизација пореских прихода се врши помоћу труста. Држава преноси на труст права на пореске приходе у одређеном временском периоду (20, 30 година). Држава се обавезује да неће мењати пореске стопе. Држава или муниципалне власти емитују дуговни инструмент преко труста. Само труст има обавезе према купцима обвезница, а не држава или муниципалне власти. 1997.године аргентинска провинција Tucuman емитовала је 200 милиона долара у нотама са роком доспећа 2004.године, колатерал су *будући порески приходи* провинције (35% месечних пореских прихода). Кредитно побољшање је остварено помоћу резервног рачуна (Chalk, 2002., стр.18). Италијанска агенција за социјално осигурање Istituto Nazionale per la Previdenza Sociale (INPS), је 1999. године емитовала ноте са флукутирујућом стопомна основу нанаплаћених доприноси за социјално осигурање. Обвезнице су обавеза агенције, а не државе Италије и ранг обвезница (AAA) је био већи од ранга државе Италије (AA).

F. Секјуритизација на основу непокретности

Држава може применом секјуритизације приватизовати непокретности које јој не требају. Италијанска влада је извршила секјуритизацију на основу непокретности. Држава је 2002. продала некретности трусту

Società Cartolarizzazione Immobili Pubblici Srl. (SCIP). Преко програма SCIP1 и SCIP2 продато је преко 90.000 стамбених јединица које су биле у власништву институција социјалне заштите и државе. Труст Società Cartolarizzazione Immobili Pubblici Srl који је увласништву два Холандска фонда је купио портфолио зграда и емитовао обвезнице. Други програм приватизације је подразумевао оснивање државног фонда у циљу приватизације државне имовине. Фонд FIP (Fondo Immobili Pubblici) је први државни фонд који послује са некретностима и треба да омогући приватизацију и секјуритизацију државне имовине. Децембра 2004. године FIP је постао власник портфолија који су чиниле 394 зграде коју су користили министарства, државне агенције и институције социјалне заштите. Истовремено, FIP је на основу лизинг аранжмана остваривао месечни приход од државних органа који користе некретности. Лизинг је стабилан извор прихода за фонд, али и гаранција инвеститорима. Фонд је за куповину портфолија са некретности добио и кредити прикупио је капитал емисијом две класе акција.⁶

III. ПРЕНОС РИЗИКА ЈАВНОГ СЕКТОРА

Јавни сектор је изложен ризику наплате потраживања. Посебно значајна је секјуритизација нанаплативе активе. Омогућава да се преко труста прикупи капитал на основу потраживања која нису тренутно у целости наплатива. Такође, секјуритизација омогућава пренос ризика на инвеститоре. Без обзира шта је колатерал за емисију обвезница, емитује се увек више различитих транши (класа). Транше се међусобно разликују према ризику и приходу који доносе имаоцима. За државу и државне институције (агенције, осигуравајуће куће) је значајан пренос ризика услед природних катастрофа, што се врши емисијом тзв. CAT обвезница. Значајни су и временски деривати, посебно у пољопривреди.

Временски деривати (weather derivatives) су финансијски инструменти који пружају заштиту услед промене временских услова (киша, температура, ветар). Када се одређени временски услови десе купац деривата добија новчану накнаду. Највише се користе у енергетском сектору у САД и Европи, док се за пољопривреду примењују у Африци, Азији и Аустралији. Најзначајнији учесници на тржишту временских деривата су осигуравајуће и реосигуравајуће компаније, банке, трговци енергијом и хед фондови. Пољопривредници у Србији се могу заштити

⁶ Видети шире на Fondo Immobili Pubblici, http://www.fondoimmobilipubblici.it/fondo_fip.php?lang=en

оваквим финансијским инструментима. Србија је изложена губицима у пољопривреди које настају услед временских непогода, пре свега суше и града. Могућност примене секјуритизације активе би омогућило да држава и осигуравајуће куће пренесу ризик на финансијско тржиште. Самим тим, повећало би се интересовање осигуравача за пољопривреду. Ризик не треба да сноси држава, већ финансијско тржиште. Секјуритизација се врши на основу пула потраживања од осигурања и реосигурања (Insurance securitization). Ризик се препакује у хартије од вредности које купују инвеститори. Емитовањем *CAT (catastrophe bonds) обвезница* осигуравач (или реосигуравач) смањује ризик портфолија. Уколико се осигурани догађај деси, инвеститори сnose губитак. У зависности од висине губитака, зависиће и исплата камате и главнице инвеститорима. Уколико се осигурани догађај не деси, инвеститори ће бити исплаћени у потпуности. *CAT bonds* се користе за заштиту од ризика повезаних са временским непогодама (ураган, земљотрес и др.) Ови финансијски инструменти у веома значајни за осигуравајуће компаније јер могу да смање изложеност ризику и да га пренесу на тржиште капитала. Секјуритизација омогућава да се ризик у трансферише ван земље, уколико *CAT обвезнице* купују инострани инвеститори. Мексико је 2006. године емитовао *CAT bonds* како би се омогућила *заштита од земљотреса*. Слична шема може да се користи за заштиту од поплава. Пољопривредници желе да се заштите од ризика (суше, поплаве, и др.) који им угрожава производњу (засади, стока и др.) и купују полису осигурања. Преносе ризик на осигуравајуће куће. Са друге стране и осигуравачи желе да се заштите од ризика који могу настати у пољопривреди. Ризик се препакује у *CAT обвезнице* и преноси на финансијско тржиште. Осигуравач (реосигуравач) наплаћује премију од пољопривредника који су се осигурали. Премију прослеђује *SPV-у*, који емитује обвезнице.

IV. АКТИВА ЈАВНОГ СЕКТОРА У СРБИЈИ

Србија је једна од ретких земаља у Свету која не примењује секјуритизацију активе. Јавни сектор у Србији осим државе и државних институција чине и јавна предузећа. Предузећа могу бити власништво државе, покрајина и градова. Већина ових предузећа су у 100% власништву државе, док у мањем броју њих држава дели власништво са приватним сектором, становништвом или државним компанијама из иностранства. Секјуритизација омогућава и приватизацију предузећа и непокретности у власништву државе.

Србија може да користи секјуритизацију на нивоу државе, покрајина, градова и на нивоу државних предузећа. Србија може да искористи секјуритизацију *извозних потраживања* по основу рудног богатства. *Рударско-топионичарски басен Бор* (РТБ Бор) може да извози бакар, цинк и олово. *Железара Смедерево* је пре 10 година била највећи српски извозник. Такође, извозна потраживања се могу искористити у енергетском сектору и извозу вишка електричне енергије, затим код извоза пољопривредних производа и др.

Државни кредити. Колатерал могу бити субвенционисани кредити (нпр. пољопривреда), кредити које је одбрио Фонд за развој Републике Србије и Агенција за осигурање и финансирање извоза републике Србије а.д. *Фонд за развој Републике Србије* може секјуритизовати одобрене наплативе и ненаплативе е кредити и на тај начин прикупити капитал за финансирање привреде кроз одбравање нових кредита. Фонд одобрава кредити: за одржавање текуће ликвидности, кредити за почетнике, инвестиционе кредити, кредити за предузетнике и кредити за трајна и обртна средства. Србија може да оснује агенцију која би откупљивала ненаплативе кредити одобрене привреди и становништву, по узору на корејски *КАМКО*. Такође, услов за откуп кредита од банкарског сектора треба да буде да новчана средства морају да пласирају у виду кредита привреди. *Агенција за осигурање и финансирање извоза републике Србије а.д.* врши осигурање извоза, факторинг послове, краткорочно кредитирање и даје гаранције. Агенција врши директно кредитирање, суфинансирање са пословном банком извозника и рефинансирање кредита преко пословне банке извозника. Агенција на основу потраживања може емитовати обвезнице и тако прикупити капитал у циљу кредитирања српског извоза. Непокретности у власништву државе. *Републичка дирекција за имовину Републике Србије* води јединствену евиденцију непокретности у јавној својини и евиденцију одређених покретних ствари у својини Републике Србије. *Дирекција за управљање одузетом имовином* у оквиру Министарства правде, располаже и управља одузетом имовином. Иако се у Србији од 1995. године води јединствена евиденција државних некретнина, до данас није направљена коначна листа имовине. Држава поседује зграде, станове, куће, пословни простор, пољопривредно и грађевинско земљиште, шуме и др. Републичка дирекција за имовину је до сада пописала преко 500.000 непокретности чија се вредност провешује напреко 6 милијарди евра. Државна ревизорска институција указује да је државна имовина неколико пута вреднија од званичних процена.

Држава може да секјуритизује *приходе јавних предузећа*. Обвезнице могу бити емитоване на основу путарина (Путеви Србије), уговора са крајњим корисницима (Електропривреда Србије, Србијагас, Телеком Србија) и потраживања локалних комуналних предузећа. Очигледно је да Република Србија располаже имовином велике вредности. *Непокретности* се могу искористити као колатерал за секјуритизацију. Две су могућности: секјуритизација без приватизације и секјуритизација са приватизацијом државне имовине. *Непокретности* треба пренети наitrust. Сви корисници државне имовине потписују месечну ренту за коришћење исте.

ТАБЕЛА Актива јавног сектора у Србији

Потраживања од извоза	<ul style="list-style-type: none"> • Рударско-топионичарски басен Бор РТБ • Железара Смедерево • Енергетски сектор • Пољопривреда
Кредити одобрени привреди	<ul style="list-style-type: none"> • Фонд за развој Републике Србије • Агенција за осигурање и финансирање извоза републике Србије а.д
Потраживања и приходи јавних предузећа	<ul style="list-style-type: none"> • Путеви Србије • Електропривреда Србије • Србијагас • Телеком Србија • Комунална предузећа
Државна имовина	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Непокретности</i>
Приходи државе и локалне самоуправе	<ul style="list-style-type: none"> • Садашњи и будући • Ненаплативи
Приходи које предузећа добијају од државе	<ul style="list-style-type: none"> • Приходи који су стабилни
Пренос ризика	<ul style="list-style-type: none"> • Ненаплатива актива • Временске непогоде
Пројектно финансирање	<ul style="list-style-type: none"> • Гасовод

Trust може емитовати обвезнице и прикупити капитал, при чему би имовина у trustу остала државна. Друга могућност је да фонд емитује акције и да се имовина на тај начин приватизује. Обзиром да су локалне самоуправе власници јавних предузећа из комуналне делатности приватизација се може вршити основањем фондова који су у власништву локалних самоуправа. Такође, сва јавна предузећа одређене локалне самоуправе могу да формирају холдинг, који ће емитовати акције. Државни приходи у виду *пореза*, *наплативих* и *ненаплативих*, могу бити основа за прикупљање капитала. могу бити секјуритизовани. Локалне самоуправе у Србији одређују износ пореза и наплаћују исти. Емисијом обвезница може се прикупити капитал за спортске центре, школе и обданишта, мостове, комуналну инфраструктуру, градски превоз и др. Слично

моделу финансирања индијске железнице, државна предузећа у Србији која добијају *периодичну помоћ од државе* за покривање губитака, могу исту искористити за емитовне обвезнице. Секјуритизација омогућава прикупљање капитала за финансирање пројеката од националног значаја. Финансирање гасовода кроз Србију може да се изврши емитовањем обвезница на основу будућег новчаног тока након изградње гасовода. Новчана средства од продаје обвезница могу се искористити за изградњу гасовода. Приход који ће Србија остваривати у будућности након завршетка гасовода користиће се за исплату инвеститора. Колатерал за обвезнице могу бити новчана средства која ће Србија наплаћивати за транспорт гаса кроз гасовод, као и уговори Србијагаса и локалних предузећа за дистрибуцију гаса са корисницима на територији Србије.

V. ЗАКЉУЧАК

Секјуритизација јавног сектора би омогућила држави да: (1.) диверзификује изворе финансирања, (2.) прикупи капитал на основу веома велике активе јавног сектора, (3.) смањи фискални дефицит, (4.) смањи зависност јавних предузећа од државног буџета, (5.) емитује обвезнице преко trustа, при чему обвезнице нису државни дуг, (6.) пренесе ризик на инвеститоре, (7.) реши проблем неликвидне активе и (8.) изгради капиталне објекте. Федералне државе, локални органи власти, државне агенције и државна предузећа у земљама у транзицији секјуритизују јавну наплативу и ненаплативу активу. Колатерал за емисију обвезница могу бити кредити, порески приходи, потраживања од доприноси за социјално осигурање, приход од путарине, приход од игара на срећу, обавезна премија осигурања, потраживања од интернационалних телефонских разговора, потраживања од извоза, уговори државних предузећа са крајњим потрошачима, некретнине у власништву државе и др. Кредити које је држава или државне агенције одобрила градовима, покрајинама као и кредити одобрени јавним предузећима без обзира да ли су наплативи или неплативи могу се користити као колатерал за емисију обвезница. Такође, секјуритизација омогућава приватизацију државне имовине. Након финансијске кризе из 2008. године теже је доћи до капитала јер су извори из иностранства ограничени и скупи. Србији су нови извори финансирања неопходни и треба да искористи велику и разноврсну активу коју поседује. Такође неопходно је продати државне непокретности које државни органи не користе (нпр. имовина војске Србије). Проблем је недостатак законског оквира за секјуритизацију, иако

постоји предлог закона о секјуритизацији потраживања још од 2008. године. Осим закона, проблем је катастар непокретности, национализована имовине, велики и стално растући губици појединих јавних предузећа, спорост рада судова и др. Србија може да користи секјуртизацију на нивоу државе и локалних самоуправа, као и на нивоу и јавних предузећа. Актива која се може искористити су потраживања од извоза (рудна богатства, пољопривреда и др.), кредити одобрени привреди (Фонд за развој Републике Србије, Агенција за осигурање и финансирање извоза републике Србије а.д), потраживања и приходи јавних предузећа (путарине, комуналне услуге, електрична енергија, гас, телефонске услуге). Приходи државе и локалне самоуправа без обзира да ли су садашњи и будући и да ли су наплативи и ненаплативи могу бити колатерал за емисију. Државна имовина коју чине различите непокретности може бити извор прикупљања капитал. Такође, емитовање више транши обвезница омогућава пренос ризика на финансијско тржиште, као и заштиту од ризика природних непогода (поплаве, суша и др.)

<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/10793.pdf>

- [10] Serpico A., Cataldo A., Quipildor H., Nonperforming Loan Securitisation and Moody's Rating Methodology, chapter 18 in „The Handbook of European Structured Financial Products”, 2004, John Wiley & Sons, Inc.
- [11] Società di Cartolarizzazione Italiana Crediti a.r.l. (SCIC), Standard & Poor's, September 2004., http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/programmi_cartolarizzazione/programmi_cartolarizzazione/S-PI.pdf
- [12] Tigue P., „Tax lien securitization: putting nonperforming assets to work”, Government Finance Review, June 1996, www.bloxtrade.com/wp-content/uploads/2013/03/Tax-lien-securitization-article.pdf
- [13] Вуњак Н, Мировић В. „Секјуритизација активе као средство финансирања корпорација”, I Интернационални научни скуп ЕКОНБИЗ 2013., Универзитет у Источном Сарајеву, Факултет пословне економије Бијељина

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Augustinavičius V., „Securitization Of Sovereign's Tax Revenue – A Fund Raising Solution In Adversemarket Situations” cityoflondonalu.mniforum2014.files.wordpress.com/2014/12/article-tax-securitizationfinalnovember14.pdf
- [2] Chalk A. N., „The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines”, IMF Working Paper 2002., International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02106.pdf>
- [3] Flanagan C., Reardon E., Tan D., European Public Sector Securitizations 2002. Chapter 12 in „The Handbook of European Structured Financial Products”, 2004. John Wiley & Sons, Inc.
- [4] Fondo Immobili Pubblici www.fondoimmobilipubblici.it/fondo_fip.php
- [5] International Finance Corporation www.ifc.org
- [6] Introduction- Indian Railway Finance Corporation Ltd., <http://irfc.nic.in/writereaddata/mainlinkFile/File405.pdf>
- [7] Jobst A.A., „Sovereign Securitization in Emerging Markets”, Journal of Structured Finance (2006), Vol. 12, No. 3, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929568.
- [8] Korean Experience of Securitization and NPL Disposition, Korea Asset Management Corporation, www.oecd.org
- [9] Scope of Securitisation and Indian Experience,