

UPOZORNĚNÍ

Tato osnova je určena výhradně pro studijní účely posluchačů předmětu Obchodní právo v případových studiích přednášeném na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v Praze a má sloužit pro jejich základní orientaci v dané problematice. Tato osnova nemůže být použita žádnou další osobou či za jiným účelem bez písemného souhlasu autora. Závěry a tvrzení, které se mohou objevit v této osnově nepředstavují žádná doporučení uskutečnit či neuskutečnit jakékoliv konkrétní faktické či právní kroky.

SEKURITIZACE (osnova)

1. POJEM

1.1 Definice.

Sekuritizace je proces, ve kterém je ze souboru objemově menších a zpravidla i méně likvidních aktiv produkujících známé nebo alespoň dostatečně přesně odhadnutelné cash flow (hypotéky, leasing, dluh na kreditních kartách, studentské půjčky, spotřebitelské půjčky, atp.) vytvořen obchodovatelný cenný papír. Proces sekuritizace spočívá v shromáždění aktiv s podobnou charakteristikou a emisi dluhového cenného papíru (emitovaného jen pro tento účel vytvořenou společností tzv. SPV – special purpose vehicle), jehož cash flow kopíruje cash flow podkladových aktiv a jehož výnos je zajištěn hodnotou či hotovostními toky podkladových aktiv.

V podstatě se tedy jedná o souhrn (pool) budoucích očekávaných peněžní toků. Pool příjmů z těchto aktiv je pak možné rozdělit podle seniority na jednotlivé tranše tak, že nejspodnější tranše byla nejrizikovější, a to jednoduše proto, že v případě neplacení (defaultu) dlužníků podkladových pohledávek byla nejdřív postihována tranše s nejnižší senioritou.

Oproti těmto očekávaným příjmům pak vydaly dluhové cenné papíry různé kvality – dluhopisy nejnižších tranší měly nejvyšší výnos a nejvyšší riziko, protože byly v případě defaultu původních dlužníků - lidově řečeno - první na ráně, naopak, dluhopisy nejvyšších tranší byly nezdědky kvality AAA, což bylo při klesajících výpůjčních potřebách americké vlády v 90. letech a rostoucím hladu po kvalitních cenných papírech nezanedbatelné. Jinými slovy, veškeré příjmy ze sekuritizovaných pohledávek jsou nejprve použity k úhradě nejseniornější tranše (např. cca 30% celkové emise sekuritizačních dluhových cenných papírů). Teprve po úplném uspokojení nejseniornější tranše se zbývající příjmy používají k úhradě tzv. mezaninové tranše (např. 50% celkové emise), a teprve poté, pokud nějaké příjmy ještě jsou, se zbytek použije k úhradě juniorní (též podřízené) tranše.

Co se následně s těmito dluhopisy (CDO, tzv. collateralized debt obligation, CLO – collateralized loan obligation atd.) může dít? Někdy tyto dluhopisy po tom, co je ratingové agentury ohodnotili (a u nevrchnějších tranší nezdědky jako AAA dluh, čili na stejné úrovni jako dluh americké vlády), skončí v portfoliích, zahraničních institucionálních investorů, hedge fondů či evropských bank – viz přenos krize

realitního trhu v USA na evropské banky (např. krach německé IKB Deutsche Industriebank). Jindy se stanou podkladem pro další kolo sekuritizace, kdy byly oproti příjmům z těchto dluhopisů vydány nové cenné papíry. Tím to samozřejmě ale končit zdaleka nemusí, takže klidně můžete nakoupit CDO kryté CDO kryté CDO kryté CDO....Vzniká tak potenciálně velice křehký a vysoce komplexní systém.

1.2 Historický vývoj.

- počátky spadají do 70. let, kdy v USA začínají první pokusy o strukturované financování portfolií hypotečních pohledávek
- po dlouhou dobu banky byly věřiteli a příslušné pohledávky držely po celou dobu jejich splatnosti. Tyto pohledávky byly financovány převážně z přijatých vkladů a občas jiných forem dluhů (úvěry od jiných bank, atp.).
- po druhé světové válce, banky již nebyly schopny držet krok s poptávkou po hypotékách. Banky hledaly způsoby jak zvýšit zdroje financování hypoték.
- Za účelem přilákání investorů přišli s konstrukcí odděleného investorského vehiklu, v rámci kterého by se pohledávky sdružovaly a oddělily by tak riziko banky od rizika samotných pohledávek.
- V únoru 1970 U.S. Government National Mortgage Association provedl transakci představující “hypoteční zástavní listy”.
- V roce 1985, sekuritizační techniky v rámci hypotečního trhu byly natolik otestované, že došlo k jejich aplikaci i na nehypoteční aktiva – úvěry na auta v objemu 60 mil. UDS (Marine Midland Bank).
- O rok později následovala první významná sekuritizace pohledávek z kreditních karet (objem 50 mil. USD).
- V průběhu 90. let objemy transakcí a celková obliba sekuritizace začaly výrazně růst. Začaly se zapojovat nové sektory – pojišťovny, zajišťovny, začaly probíhat sekuritizace budoucích finančních toků, atp.
- Odhaduje se, že v roce 2004 pouze v USA dosáhla hodnota sekuritizovaných aktiv 1,8 trillionů USD – 8% veškerých dluhů v USA a 33% veškerých hypotečních úvěrů.

1.3 Charakteristiky.

- Jedna z forem strukturovaného financování

- zahrnuje převod aktiv (zpravidla pohledávek) na tzv. SPV, v některých případech zahrnuje pouze převod rizika spojeného s danými aktivy bez právního převodu samotných aktiv
- zahrnuje emisi dluhového cenného papíru (debt securities)
- výnosy z emitovaných cenných papírů jsou zajištěny hodnotou či hotovostními toky daných podkladových aktiv

2. DRUHY

2.1 Podle aktiv

- (a) *hypoteční úvěry (CMBS/RMBS)*
- (b) *spotřebitelské úvěry*
- (c) *úvěry na auta*
- (d) *leasingové pohledávky*
- (e) *NPL (non-performing loans)*
- (f) *Pohledávky z nájmu*
- (g) *Pohledávky z kreditních či debetních karet*
- (h) *Pohledávky z autorských práv*
- (i) *Budoucí peněžní toky*
- (j) *Jiné – prakticky jakékoliv aktivum, zajišťující budoucí peněžní tok*

2.2 Podle techniky

- (a) *True Sale* – právní převod podkladových aktiv – založeno na standardní smlouvě o postoupení pohledávek.
- (b) *Synthetic* – přenos rizika bez převodu podkladových aktiv – založeno na bázi finančního derivátu (typově půjde o tzv. kreditní swap), kdy kupující rizika se zaváže prodávajícímu (původci pohledávek), že mu k dnešnímu dni uhradí určitou částku odpovídající současné hodnotě očekávaných peněžních toků, jež by dané podkladové pohledávky měly vygenerovat (zpravidla při zohlednění určitého rizika defaultu formou diskontu). Naproti tomu se původce pohledávek kupujícímu rizika zaváže převádět veškeré peněžní příjmy vygenerované danými podkladovými pohledávkami.

2.3 Podle investorů

- (a) *Veřejná* – sekuritizační cenné papíry jsou nabízeny a kupovány na volném trhu s možností účasti široké veřejnosti
- (b) *Privátní* - sekuritizační cenné papíry jsou nabízeny a kupovány omezenou skupinou vybraných investorů
- (c) *Conduit* – sekuritizační cenné papíry jsou umístěny do (koupeny) tzv. konduitu, což je společnost zpravidla patřící do významné bankovní či investorské skupiny, jež se specializuje výhradně na nákup sekuritizačních a obdobných cenných papírů, přičemž množství, druh a složení cenných papírů v jeho portfoliu je diverzifikováno tak, aby pád určité sekuritizační transakce, či trhu konkrétních podkladových aktiv (např. pohledávek z hypotečních úvěrů) neohrozil conduit jako takový.

2.4 Podle počtu převodů

- (a) *Jednorázová* – pohledávky jsou postoupeny pouze jednou a pak následuje již období vymáhání
- (b) *opakující se* – v rámci této sekuritizace se rozlišuje (i) období revolvingové, kdy jsou neustále postupovány nové a nové pohledávky a veškeré příjmy z takto postoupených pohledávek jsou použity na nákup dalších pohledávek; a (ii) období amortizační, kdy naopak žádné pohledávky již postupovány nejsou a veškeré příjmy z pohledávek jsou využity k úhradě jistiny a úroků na emitovaných sekuritizačních cenných papírech

2.5 Podle struktury

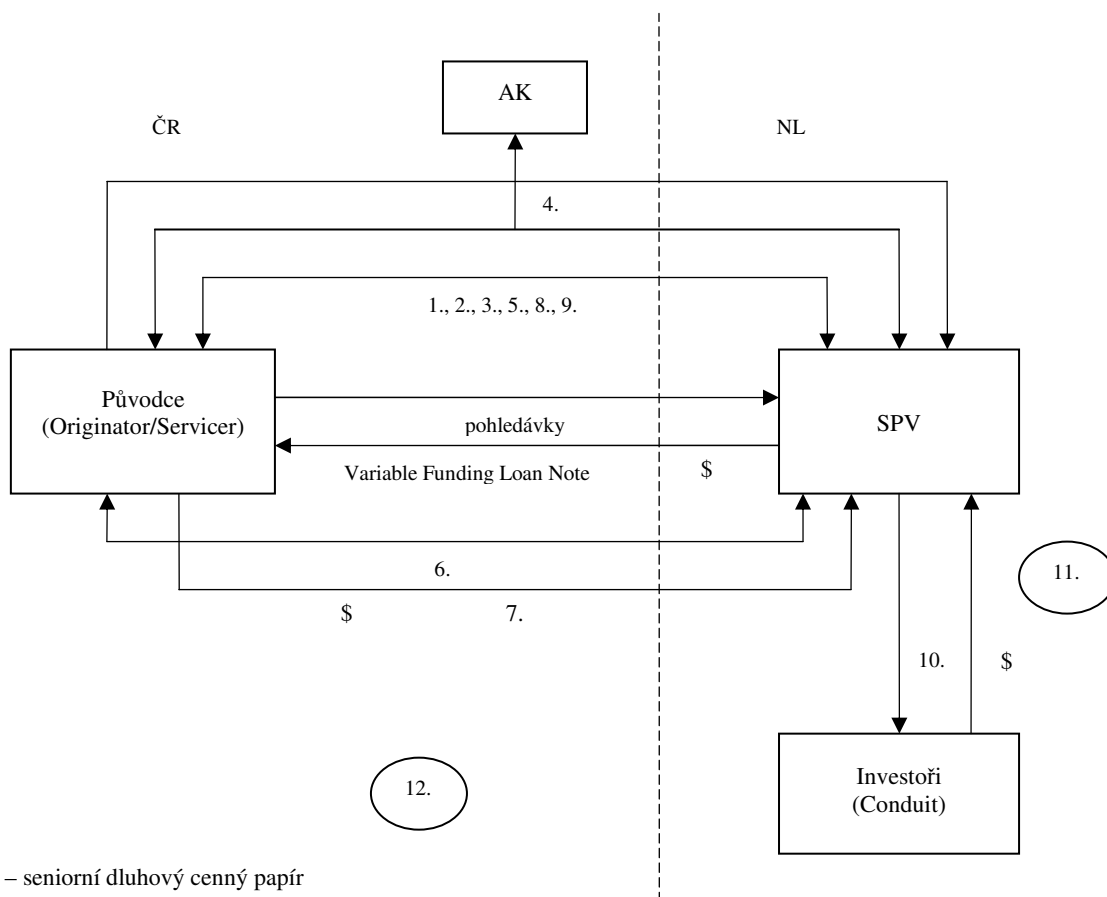
- (a) *Master trust* – zpravidla u kreditní karet, portfolio pohledávek je převedeno do trustu a trust emituje cenné papíry. Často budou existovat různé tranše s tím, že povětšinou původce bude pokračovat ve správě pohledávek. Problémy se vztahují k přesnému načasování výplat cenných papírů vs. maturita samotných pohledávek – revolving. Dalším rizikem je, že platby z pohledávek se můžou snížit – originator interest + early amortisation.
- (b) *Issuance trust* – nová struktura pro kreditní karty, nemá některá omezení jako master trust, požaduje tranšování
- (c) *Grantor trust* – automobilové úvěry a hypoteční úvěry. Pass through on pro rata basis.

- (c) *Owner trust* – více flexibility při alokaci jistiny a úroků na různé tranše cenných papírů, overcollateralisation.

2.6 Další kategorizace

- podle originatora, podle zajištění, zda tuzemská transakce či přeshraniční, zda přítomnost ratingových agentur, zda přítomnost monoline společnosti, podle počtu tranší, podle objemu, podle denominace a typu cenných papírů (hedging), zda kotovaná transakce, atp.

3. POPIS SEKURITIZAČNÍHO PROCESU



	Název dokumentu	Smluvní strany	Popis
1.	Smlouva o postoupení pohledávek	Původce, SPV	postoupení pohl. – true sale
2.	Servicing Agreement	Původce, SPV	správa pohledávek v SPV
3.	Administration Agreement	Původce, SPV	provádění výpočtů, zajištění technického chodu a

			administrace SPV
4.	Court Enforcement Agreement	Původce, SPV, Advok. kancelář	soudní vymáhání pohledávek
5.	Back-up servicing pohledávek	SPV a back-up servicer	Náhradní varianta pro správu pohledávek v SPV
6.	Variable Funding Loan Agreement	Původce, SPV	podklad pro podřízené financování SPV ze strany původce pohledávek
7.	Variable Funding Loan Note	SPV	emituje podřízený juniorní dluhový cenný papír, který kupuje původce
8.	Cash Management Agreement	Původce, SPV	Alokace peněžních toků v rámci struktury, základ pro emisi Note 1
9.	Supplement to the Cash Management Agreement	Původce, SPV	právní podklad pro emisi Note 1
10.	Note 1	SPV – emitent, investoři	Zajištění financování pro SPV
11.	Security Trust Deed	SPV, Trustee	Trust nad pohledávkami ve prospěch investorů – forma zabezpečení investice pro investory
12.	Master Definition Agreement	všechny strany	Obsahuje všechny používané definice

3.1 Generování pohledávek a financování podnikání

Původce pohledávek zprvu vlastní portfolio pohledávek způsobilých k sekuritizaci. Zpravidla se bude jednat o společnost se zájmem zajistit si financování, byť motivací pro sekuritizaci nemusí být primárně jen snaha o získání nových finančních prostředků k rozvoji podnikání (může např. jít o parametry úvěrové a kapitálové přiměřenosti v případě bank, které za účelem obezřetného podnikání musí diverzifikovat i portfolio svých dlužníků – postoupením pohledávek za těmito subjekty daná banka může

pokračovat v jejich úvěrování). Ve standardním modelu se může příslušná společnost financovat buď:

- (a) úvěrem od banky;
- (b) emisí dluhopisů či jiných dluhových cenných papírů (např. směnky);
- (c) emisí dalších akcií dané společnosti.

Sekuritizace tak poskytuje alternativu tomuto financování. Jelikož struktura, celkové nastavení sekuritizační transakce, jakožto i nalezení potenciálních investorů bývá zpravidla poměrně komplikované, velmi často v transakcích vystupují investiční poradci – tzv. Aranžéři dané transakce. Tito aranžéři pak ve spolupráci s dalšími poradci (právními, daňovými) a ve spolupráci s původcem pohledávek nastavují danou strukturu a parametry sekuritizace, jakožto i pomáhají při oslovování investorů.

3.2 Financování v rámci sekuritizační struktury – Postoupení Pohledávek na SPV

Pohledávky, které daná společnost vlastní produkují peněžní toky – příjmy. Tyto peněžní toky však budou splatné teprve až v budoucnosti. Pokud by se dané společnosti podařilo tyto pohledávky prodat již dnes, mohla by ihned zpeněžit tyto budoucí peněžní toky, na které by za normálních okolností musela čekat do jejich splatnosti s nejistým výhledem ve vztahu k jejich plnému vymožení.

V rámci sekuritizace dochází k postoupení dostatečně velkého a homogenního portfolia pohledávek na společnost s jediným účelem (nákup pohledávek a profinancování tohoto nákupu) – tzv. **Special Purpose Vehicle (SPV)**. Pohledávky jsou postupovány takovým způsobem, že původce pohledávek ztrácí jakýkoliv právní vztah a vliv na tyto pohledávky a vlastnický titul SPV k těmto pohledávkám nemůže být zpochybněn či napadnut ani např. v konkursní situaci původce pohledávek (nastaveno tak, aby se co nejvíce omezilo riziko návratu již postoupených pohledávek do konkursní podstaty původce pohledávek) – **True Sale**.

Samotné SPV je pak tzv. **Bankruptcy remote** – odolné vůči úpadku. Důvodem je skutečnost, že nevyvíjí žádnou podnikatelskou či jinou aktivitu, která by jej mohla zadlužit – jediné závazky, které daná společnost zpravidla mívá jsou (i) závazky daňové (v jurisdikcích jako je např. Holandsko se dá v těchto případech s finančním úřadem sjednat dopředu konkrétní výše daňové povinnosti dané společnosti, a tudíž je dopředu transparentně známá výše odvodové povinnosti. Sekuritizační struktura je pak nastavena tak, že v rámci alokace plateb se počítá i s touto přesnou částkou určenou na daně); (ii) závazky vůči ostatním sekuritizačním členům – správa pohledávek, atp. (zde se zpravidla do smluvní dokumentace zakotvuje ustanovení o „**limited recourse**” – strany akceptují, že jejich pohledávky jsou omezeny hodnotou aktiv, resp. Příjmů,

kteří SPV obdrží, a též tzv. “**non-petition clause**” – ustanovení, kdy se strany zavazují, že se nebudou vzájemně žalovat či podávat na sebe návrhy na konkurs), (iii) závazky vůči věřitelům sekuritizačních cenných papírů. Aktivita SPV jsou proto vždy omezené pouze na činnosti související s nákupem a profinancováním pohledávek.

3.3 Emise sekuritizačních cenných papírů

Aby SPV bylo schopné zaplatit kupní cenu za pohledávky, vydává dluhové cenné papíry, které si kupují investoři. Hodnota, resp. **výnos těchto sekuritizačních cenných papírů je zajištěn portfoliem pohledávek**, jež byly postoupeny na SPV. Jinými slovy, riziko, že nedojde k plné úhradě daných cenných papírů je přímo navázáno na to, zda příslušné portfolio pohledávek bude schopné vygenerovat příslušné množství peněžních toků. Investora tak nezajímá kredibilita SPV nebo původce pohledávek (jak by tomu bylo např. u klasické emise dluhopisů), investor se vyloženě zabývá pouze otázkou, zda dané portfolio pohledávek je natolik kvalitní, že bude peněžní toky, které generuje postačí k úhradě jeho cenných papírů. Této analýze napomáhají **ratingové agentury**, které jsou detailně zapojeny do procesu sekuritizace již od samého strukturování a které posléze přiřadí emitovaným cenným papírům určitou ratingovou hodnotu, jež vyjadřuje pravděpodobnost splacení daných cenných papírů. To se děje na základě detailní analýzy příslušného podkladového portfolia, z jehož peněžních toků se dané cenné papíry splatí.

Pokud transakce je strukturována tak, že využívá některý z trustových modelů, příslušné **portfolio pohledávek je drženo v trustu ve prospěch investorů**, kteří nakoupili sekuritizační cenné papíry, jejichž výnos je zajištěn příslušnými pohledávkami.

Dané cenné papíry mohou být strukturovány jako cenné papíry s fixním výnosem či s výnosem pohyblivým navázaným např. na některou mezibankovní úrokovou sazbu (PRIBOR, LIBOR, atp.).

3.4 Zajištění a zatraktivnění sekuritizačních cenných papírů pro investory

(a) *ručitel* – typicky za určitou odměnu, která se hradí ze sekuritizačních peněžních toků poskytuje ručení ve prospěch investorů, že jistina a/nebo úroky z daných cenných papírů budou uhrazeny; ručitel může být (i) mateřská společnost původce pohledávek, (ii) třetí nezávislý subjekt (iii) **monolinová pojišťovna** – speciální instituce specializující se na tento typ zajištění/pojištění.

(b) *Tranšování a Originator Interest* – emitované cenné papíry jsou rozděleny do několika tranší s tím, že výnosy pohledávek se nejprve použijí k úhradě závazků na cenných papírech nejseniornější tranše a pak až na ostatní – viz

výklad výše. Investice do seniorní tranše je pak nejbezpečnější, ale též nese nejmenší úrokový výnos. Často je juniorní tranše kupována původcem pohledávek – tím se zaručuje tzv. **originator interest** – pro investory je to dobrá známka, jednak se našel investor, který je ochoten nést největší riziko, což umožňuje, aby ostatní investoři měli riziko snížené, a jednak původce pohledávek zůstává ekonomicky s pohledávkami spojen a je v jeho zájmu, aby se vymohlo co nejvíce příjmů z těchto pohledávek – tj. nehrozí přístup „po nás potopa“;

- (c) *Rezervní účet* – jedná se o účet rezervy, na který se vždy převádí peněžní prostředky z pohledávek jako první tak, aby po celou dobu transakce byly tyto prostředky k dispozici k řešení případných nedoplatků – viz výklad o alokaci peněžních prostředků níže;
- (d) tzv. *Spread Account* – jde o účet, na kterém se po dobu trvání sekuritizační transakce hromadí peněžní toky, které příslušné pohledávky vygenerovaly a které po úhradě sekuritizačních závazků SPV zůstaly navíc;
- (e) *Přezajištění* – postoupení více pohledávek než kolik činí závazky z emitovaných cenných papírů – nákup prostřednictvím emise cenných papírů kupovaných původcem pohledávek (originator interest);
- (f) *Back-up servicing* – viz níže.

3.5 Servicing – Správa a Vymáhání Pohledávek

Správa a vymáhání pohledávek (tzv. **servicing**) je z pohledu investorů klíčovým prvkem každé sekuritizace – návratnost investice do sekuritizačních cenných papírů přímo souvisí s množstvím vymožených peněžních prostředků na pohledávkách. Servicing je zpravidla prováděn původcem pohledávek – původce jednak má příslušné technické zabezpečení, jednak má již nastavené vztahy s klienty (dlužníky) a jednak je logisticky nejsnazší pokud pro klienta (dlužníka) se z hlediska jeho dosavadních platebních návyků nic nezmění.

Jak zmíněno výše, servicer je velmi důležitá osoba v dané struktuře – svým jednáním přímo ovlivňuje výnosnost portfolia pohledávek, které slouží k úhradě závazků z emitovaných cenných papírů. Příslušná dokumentace zpravidla nastavuje obecné pravidlo, že servicer má vymáhat dané pohledávky jako by bylo jeho vlastní – servicer tedy má poměrně značnou míru diskrece z hlediska odkladu splatnosti, odpisu pohledávek, uplatnění sankcí atd. Na druhou stranu, příslušná dokumentace nastavuje zpravidla velmi detailně a přísně kritéria pro případné předčasné ukončení celé sekuritizace pokud celková výnosnost portfolia klesne pod určité ukazatele či

parametry, nebo pokud servicer začne vykazovat negativní známky naznačující např. hrozící úpadek atp.

3.6 Rozdělování plateb – Payment Waterfall

Příjmy z pohledávek, jež byly v rámci sekuritizace postoupeny na SPV se musí určitým způsobem rozdělovat tak, aby došlo k pokrytí všech závazků SPV. Rozdělování provádí tzv. **Cash Manager** na základě jasně stanovených pravidel v sekuritizační dokumentaci. Alokaci plateb se říká **payment waterfall**.

Příjmy se zpravidla dělí hned na tři složky – (i) splátky na jistinu postoupených pohledávek, a (ii) splátky na úroky a poplatky daných pohledávek, (iii) neidentifikované platby.

Sekuritizační dokumentace pak nastaví jasné pořadí využití příslušných částek, přičemž splátky jistiny zpravidla bývají alokovány následovně:

- (a) úhrada závazků z jistiny cenných papírů v seniorní tranši;
- (b) úhrada závazky z jistiny cenných papírů v mezanině tranši;
- (c) úhrada závazky z jistiny cenných papírů v juniorní tranši;
- (d) pokud ještě něco zbyde, potom je tato částka převedena buď na spread account, nebo se převedou přímo původci pohledávek jako tzv. odložená část kupní ceny.

Ve vztahu ke splátkám úroků a poplatků z daných pohledávek, tyto bývají alokovány následovně:

- (a) na rezervní účet až do stanovené výše;
- (b) mandatorní platby – platby daní, odměna servicerovi, odměna cash managerovi, platby bankovních poplatků, platby auditorům a jiným poradcům SPV, další zákonné platby a poplatky, platby za účelem zachování nezbytných povolení, atp.
- (c) platby úroků na dluhových cenných papírech seniorní tranše;
- (d) platby úroků na dluhových cenných papírech mezaninové tranše;

- (e) platby úroků na dluhových cenných papírech juniorní tranše;
- (f) pokud ještě něco zbyde, potom je tato částka převedena buď na spread account, nebo se převedou přímo původci pohledávek jako tzv. odložená část kupní ceny.

3.7 Splacení emitovaných cenných papírů

Na rozdíl od standardních dluhopisů, většina sekuritizačních cenných papírů je tzv. amortizována, tj. je splacena nikoliv najednou při splatnosti, nýbrž postupně v rozmezí poměrně dlouhé doby, často trvající i několik let.

Existují však i struktury, kde dochází k jednorázové platbě – ta je zajištěna tím, že emitent průběžně hromadí přijaté splátky až do dne splatnosti daných cenných papírů.

4. **VÝHODY A NEVÝHODY – SMYSL SEKURITIZACE**

4.1 Výhody pro Originatora (Původce pohledávek)

- (a) *Levnější forma financování a otevření dalších příležitostí*

Sekuritizace je proces, v rámci kterého společnost, která sama má nízký rating, ale generuje pohledávky, jež mají vysokou kvalitu, může oslovit investory s tím, že tito investoři budou ochotni poskytnout financování při zohlednění nikoliv rizika dané společnosti, ale pouze rizika daných pohledávek. Tímto způsobem pak společnost fakticky dosahuje nižších nákladů na své financování než kdyby si vzala úvěr, v rámci kterého by financující banky hodnotily právě jen rating samotné společnosti.

V českém prostředí se ukázalo, že úspěšně provedená sekuritizační transakce má s tímto efektem spojený ještě sekundární účinek, a to otevření dalších příležitostí. Banky a jiní investoři, kteří vidí, že určitá společnost je schopna plnit velmi přísná kritéria na reporting a správu portfolia pohledávek, které každá sekuritizace provází, vnímají takovou společnost velmi pozitivně a implicitně se tím rozšiřuje okruh možných alternativ dalšího financování a potažmo se i dané financování zlevňuje.

- (b) *Diverzifikace financování*
- (c) *Dlouhodobý zdroj financování*

(d) *Snižuje rozdíly mezi strukturou aktiv a pasiv*

Sekuritizace lze nastrukturovat tak, aby vykryla požadavky na financování aktivního portfolia pohledávek.

(e) *Snižuje požadavky na kapitálovou přiměřenost*

U regulovaných subjektů sekuritizace založená na bázi prodeje aktiv (true sale) vede k „vyčištění“ bilance, a tudíž i k uvolnění kapitálů, který byl zadržován z důvodů regulatorních předpisů, přičemž si však společnost stále zachovává podstatnou část výnosů generovaných na daných pohledávkách. Zvyšuje kritéria pro čerpání úvěrů.

(f) *Přenos rizika (úvěrové, likviditní, riziko předplacení, koncentrace aktiv)*

Sekuritizace je spojená s převodem aktiv, nebo alespoň s převodem jejich rizika – viz rozšíření americké hypoteční krize do světa a krach např. IKB Deutsche Industriebank. Hypoteční úvěry byly seskupeny do portfolií, jež následně byly sekuritizovány a prodány do celého světa.

(g) *Mimobilanční financování*

Tím, že v rámci sekuritizace dochází k převodu aktiv z bilance společnosti, uvolňuje se jí prostor pro další rozvoj obchodu. Je možné se zbavit málo likvidních aktiv a získat za ně okamžitou protihodnotu.

(h) *Výnosy*

- neočekávaně realizované výnosy z prodeje balíku pohledávek, na jejichž výnosy by se muselo normálně čekat do splatnosti pohledávek samotných

(i) *Zohleditelnost budoucích finančních toků*

- převod pohledávek za kupní cenu fakticky oceňuje hodnotu budoucích toků společnosti

(j) *Zvýšení likvidity*

- prodej pohledávek poskytuje společnosti okamžitý cash flow (předfinancování), které by společnost jinak neměla

4.2 Nevýhody pro Originátora (Původce pohledávek)

(a) *Může dojít ke snížení kvality drženého portfolia pohledávek*

- sekuritizace pohledávek nejvyšší kvality vede k selekci pohledávek a způsobuje, že společnost nejlepší pohledávky vyvádí mimo bilanci a ponechává si méně kvalitní pohledávky

(b) *Náklady a potřeba dostatečné velikosti portfolia*

- počáteční náklady jsou zpravidla vysoké, sekuritizace se rentují až cca od 100 mil. EUR v pohledávkách a delším časovém horizontu, v rámci kterého se dané náklady rozprostřou. Díky této vlastnosti sekuritizace není rentabilní pro menší a středně velké objemy pohledávek

4.3 Výhody pro investory

(a) *Příležitost k vyššímu výnosu při modifikované riziku*

Sekuritizační produkty zpravidla mívají vyšší výnos než stejně ratované nestrukturované produkty (např. státní dluhopisy ratované A+, budou zpravidla nést nižší výnos než sekuritizační dluhový cenný papír se stejným ratingem), navíc sekuritizační cenné papíry jsou zajištěny cash flow, či aktivy samotnými, což u standardních instrumentů nebývá až takovou praxí

(b) *Příležitost k investici do specifického portfolia aktiv vysoké kvality (zpravidla zajištěné či podpořené kredibilitou)*

Sekuritizace tím, že umožňuje vytvořit vysoce kvalitní cenný papír s vysokým ratingem, poskytuje investorům s nízkou schopností nést riziko (pojišťovny, penzijní fondy, atp.) učinit investici do aktiv, do nichž by jinak investovat nemohli (např. spotřebitelské půjčky, hypotéky, atp.).

(c) *Diverzifikace portfolia*

Sekuritizační cenné papíry zpravidla nemají stejnou korelaci jako ostatní dluhové cenné papíry (nejsou navázány na platební schopnost emitenta, nýbrž na výkonnost podkladového portfolia, atd.)

(d) *Izolace úvěrového rizika mateřské společnosti*

Tato vlastnost umožňuje sekuritizačním cenným papírům dosáhnout vyššího ratingu než kterým má originátor (původce pohledávek, nebo též mateřská

společnost) – důvodem je, že se sleduje jiný typ rizika. Malá banka bude zpravidla považována za více rizikovou než portfolio hypotečních úvěrů, které poskytne svým klientům.

4.4 Rizika pro investory

(a) *Riziko likvidity – Riziko Defaultu*

Default - neschopnost dlužníka splácet splatné úroky a pohledávky včas. V případě sekuritizací lze o defaultu hovořit, zejména v případech, kdy selhává vymáhání a správa pohledávek. Sekuritizace zpravidla mívají různé tranše cenných papírů s různým ratingem a s tím souvisejícím různým pořadím uspokojování v případě, že výtěžek vymáhání pohledávek nepostačuje k úhradě všech tranší.

(b) *Riziko předplacení, předčasné amortizace*

V případech specifikovaných v příslušné dokumentaci může dojít k tzv. Předčasné amortizaci – jedná se zpravidla o nedostatečné zajištění cash flow od podkladových dlužníků, nedostatečný excess spread, navýšení poměru případů nesplácení pohledávek ze strany dlužníků, snížení zajištění, úpadek servicera nebo garantora, atp.

(c) *Měnové a úrokové riziko*

Sekuritizace zpravidla operují s cennými papíry s fixním výnosem, což pochopitelně může znamenat problémy v případě, kdy tržní úrokové míry se začnou měnit (hypoteční úvěry bývají citlivější na změny úrokových sazeb než úvěry na auta, spotřebitelské úvěry, kreditní karty, atp.). Dále též nutno poznamenat, že měna emitovaných cenných papírů nemusí být stejná jako měna podkladových aktiv, a tudíž přichází i do úvahy měnové/kurzové riziko.

(d) *Morální hazard*

Investoři zpravidla spoléhají na transakční manažery, aby správně ocenili hodnotu dané sekuritizace a podkladových aktiv. Pokud je odměna manažerů navázána na vyšší express spread, nebo na výkonnost portfolia jako takového, můžou být manažeři motivováni ke zkreslování údajů, resp. může vznikat konflikt zájmů.

(e) *Riziko správy pohledávek*

Výtěžnost pohledávek je odvislá od práce, kterou odvede servicer. Pokud tato práce není dostatečně kvalitní, nebo serviser se dostane do problémů (např. do úpadku), zpravidla se sjednává tzv. Back-up servicer.

5. JAK POSTUPOVAT PŘI SEKURITIZACI

5.1 Před zahájením sekuritizace

- právní audit podkladové dokumentace k pohledávkám (ustanovení o zákazu postoupení pohledávek, zákazu nakládání s pohledávkami, započtení, negativní závazky, předčasná splatnost a předplacení, důvěrnost, rozhodné právo);
- právní audit dluhové dokumentace – zaměření na ustanovení zakazující postoupení pohledávek, zákaz převodu všech či většiny aktiv společnosti, zákaz jiného financování, atp.;
- analýza, identifikace problémů a doporučení na úpravy;
- standardizace dokumentace;
- třeba zvážit přesný typ a strukturu transakce i s ohledem na právní úpravu, právní prostředí, předchozí precedentní transakce, daňové konsekvence, cílové investory, objem transakce, výši očekávaných nákladů, cenu transakce atp.
- otázka zda pouze lokální či mezinárodní sekuritizaci (více investorů, možnost zvolit příznivější právní a daňové prostředí, více transparentnosti)

5.2 V rámci přípravy transakce

- Strukturova dokumentace:
 - (i) Sale Agreement – právní titul pro true sale pohledávek na SPV, upravuje strukturu kupní ceny (první část ve výši nominální hodnoty pohledávky k datu postoupení, odložená část kupní ceny umožňující využití přebytku prostředků, které zůstaly v SPV);
 - (ii) Servicing Agreement - upravuje správu a vymáhání pohledávek;
 - (iii) Cash Allocation Agreement – upravuje alokaci peněžních toků v rámci struktury;

- (iv) Credit Enhancement Documentation –zakotvuje dodatečné zajištění investic investorů; např. Security Trust Deed – právní základ trustu ve prospěch investorů zajišťující, že výnosy z pohledávek budou využity k úhradě jejich pohledávek z cenných papírů
 - (v) Emisní dokumenty – právní titul ke vzniku a emisi příslušných cenných papírů;
 - (vi) Offering documents (prospekt, smlouvy o úpisu, atp) – právní základ a pravidla nabídky a úpisu cenných papírů;
 - (vii) Další.
- Vyřešit otázky a problémy identifikované v úvodním rozboru;
 - Příprava, negociace a podpis dokumentace (načasování);
 - Právní stanoviska (true sale, korporátní, platnost a vymahatelnost, atd.)
 - Daňová stanoviska (potvrzení daňového režimu)
 - Ratingová hodnocení

6. PRÁVNÍ OTÁZKY

- v ČR neexistuje žádná speciální právní úprava sekuritizace (nejvíce se tomu blíží hypoteční zástavní listy – zákon o dluhopisech, nicméně nezakládá sekuritizační strukturu, pouze zakládá právní prostředí pro dluhopis, jehož výnos je zajištěný hypotečním úvěrem, potažmo zástavou nemovitosti)
- klíčová otázka – **true sale** (převod aktiv bez možnosti napadení a zneplatnění převodu, a to i v režimu konkursu)
 - o postoupení budoucích pohledávek vs. Postoupení existujících pohledávek

§524 a násl. OZ – postoupení budoucích pohledávek je dle komentářů v principu možné, AVŠAK za předpokladu dostatečného vymezení a identifikace takových budoucích pohledávek. Jelikož není v současné době zcela zřejmé, co se „dostatečným vymezením a identifikací“ má rozumět, přistupuje se k postupování pouze existujících pohledávek, a to i na denní bázi;

§526 OZ – důležitá otázka je otázka **oznámení postoupení** dlužníkovi, toto je třeba v dokumentaci přesně vyřešit, neboť v tichá cesse je z hlediska sekuritizace spojena s rizikem, že dlužníci budou platit i nadále původci

pohledávek a nikoliv SPV, budou v jiném režimu z hlediska možnosti vznášet námitky, vymáhat pohledávky, případně možnosti započíst, atp. Je třeba nastavit dokumentaci tak, aby pamatovala na všechny možné alternativy a měla pro ně nastavený uspokojivým mechanismus řešení.

§527 OZ – je naprosto klíčové vypořádat se ustanoveními o **odpovědnosti za postoupené pohledávky** a jejich kvalitu a parametry. Ve velkých portfoliích může docházet k postoupení pohledávek, které nejsou vymahatelné, o kterých jsou vedeny chybné údaje např. co do jejich výše, a nebo dokonce i k postoupení pohledávek, které vůbec nevznikly, resp. již zanikly. Všechny tyto případy je opět nezbytné v dokumentaci popsat a nastavit principy pro jejich řešení v souladu s příslušnou právní úpravou.

- tzv. **claw back provisions** – ustanovení konkursního práva, která umožňují zneplatnit převod, který již nastal (zejm. §231 – 234 zákona č. 182/2006, insolvenční zákon)
- strukturace kupní ceny – viz výše
- tzv. **commingling risk** – platební účet u původce pohledávek, riziko zahrnují do konkursní podstaty
- bankruptcy remote SPV (otázky typy kde umístit, jak provozovat, daňové otázky – stálá provozovna, závislý agent)
- osobní údaje (správa pohledávek)
 - ÚOOÚ – postavení úřadu a jeho kompetence §28 a násl. zákona 101/2000 Sb. O ochraně osobních údajů
 - Přenos osobních údajů přes hranice - §27 zákona 101/2000 Sb. O ochraně osobních údajů
 - Plnění požadavků všech národních právních řádů – při postoupení pohledávek do zahraničí je třeba ošetřit ochranu osobních údajů i v této jurisdikci
 - Správa pohledávek – je třeba zajistit, aby správce pohledávek (servicer) měl právní možnost využívat osobní údaje dlužníků postoupených pohledávek a tyto zpracovávat – viz omezení a povinnosti při zpracování osobních údajů §5 a násl. zákona 101/2000 Sb. O ochraně osobních údajů

- ochrana spotřebitele (§ 52 a násl. OZ upravující problematiku sjednávání a obsahu spotřebitelských smluv, dále zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, rovněž zákon č. 321/2001 Sb., o některých podmínkách sjednávání spotřebitelského úvěru)
 - právo předčasně splatit pohledávku bez sankcí
 - právo vznést námitky
 - právo zápočtu pohledávky proti nároku na vrácení koupeného zboží
- bankovní tajemství (21/1992 Sb., zákon o bankách)
 - důvěrné jsou všechny informace týkající se bankovních transakcí
 - v případě koupě pohledávek, není zvláštní souhlas potřeba
 - zákonný outsourcing
 - servicing může vyžadovat živnostenské oprávnění
- správa pohledávek
 - správu pohledávek i nadále vykonává původce pohledávek
 - dokumentace pro správu pohledávek
 - přímé vymáhání prostřednictvím právníků
 - daňové aspekty servicingu
- back-up servicing
 - kde najít (konkurent?)
 - jiné možnosti