

DISERTAČNÍ PRÁCE

PRÁVNÍ ASPEKTY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICCE

Knihovna UK PF



3125081729

MGR. PETR PLAVEC

Děkuji všem, kteří mi byli nápomocni při vypracování této práce. Dále děkuji svojí školitelce paní Doc. JUDr. Stanislavě Černé, CSc. za trpělivost, kterou měla v průběhu přípravy této práce.

Prohlašuji, že jsem tuto práci zpracoval samostatně, a že jsem vyznačil prameny k jejímu zpracování použité způsobem pro tuto práci obvyklým.

Praha, září 2007

Mgr. Petr Plavec

PRÁVNÍ ASPEKTY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICE

O B S A H :

1.	ÚVOD	1
2.	POJEM SEKURITIZACE	3
2.1.	TECHNIKA A PROCES SEKURITIZACE	5
2.1.1.	<i>Původce</i>	6
2.1.2.	<i>Podkladové pohledávky</i>	6
2.1.3.	<i>Společnost zvláštního určení</i>	8
2.1.4.	<i>Investoři</i>	9
2.2.	DALŠÍ POJMY A OSOBY V PROCESU SEKURITIZACE	9
2.2.1.	<i>Tranše</i>	10
2.2.2.	<i>Hedging</i>	11
2.2.3.	<i>Poskytovatel GIC</i>	12
2.2.4.	<i>Poskytovatel likvidity</i>	13
2.2.5.	<i>Poskytovatel zajištění</i>	13
2.2.6.	<i>Ratingové agentury</i>	14
2.2.7.	<i>Správce</i>	14
2.3.	PŘEVOD PODKLADOVÝCH POHLEDÁVEK	15
2.3.1.	<i>Hypoteční úvěry</i>	16
2.3.2.	<i>Kreditní karty a revolvingové úvěry</i>	16
2.4.	MEZINÁRODNÍ PRVEK	18
2.5.	RIZIKA SEKURITIZACE A JEJICH OCENĚNÍ	19
2.5.1.	<i>Riziko podkladového aktiva</i>	19
2.5.2.	<i>Strukturální riziko</i>	20
2.5.3.	<i>Právní a daňové riziko</i>	21
2.5.4.	<i>Riziko účastníka a třetí strany</i>	21
2.5.5.	<i>Riziko země původu emitenta</i>	21
2.5.6.	<i>Ocenění rizik</i>	22
3.	PRÁVNÍ ASPEKTY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICE	25
3.1.	POHLEDÁVKY VHODNÉ K SEKURITIZACI	25
3.1.1.	<i>Obecná charakteristika pohledávek</i>	25
3.1.2.	<i>Druhy pohledávek</i>	27
3.2.	PRÁVNÍ FORMA SPOLEČNOSTI ZVLÁŠTNÍHO URČENÍ	27
3.2.1.	<i>Obchodní společnosti</i>	29
3.2.2.	<i>Evropská společnost</i>	31
3.2.3.	<i>Zahraniční právnická osoba</i>	36
3.2.4.	<i>Sdružení právnických osob</i>	37

3.3.	LEGITIMNÍ PŘEVOD NA SPOLEČNOST ZVLÁŠTNÍHO URČENÍ.....	38
3.3.1.	<i>Postoupení pohledávek</i>	38
3.3.2.	<i>Převod práv a povinností</i>	45
3.3.3.	<i>Postoupení versus převod</i>	51
3.4.	OCHRANA TŘETÍCH OSOB.....	52
3.4.1.	<i>Ochrana akcionářů původce</i>	53
3.4.2.	<i>Ochrana věřitelů a investorů</i>	59
3.4.3.	<i>Ochrana dlužníků podkladových pohledávek</i>	70
3.5.	MOŽNÉ FORMY DLUHOVÝCH CENNÝCH PAPÍRŮ	76
3.5.1.	<i>Dluhopisy</i>	77
3.5.2.	<i>Směnky</i>	79
3.6.	ZAJIŠTĚNÍ V RÁMCI SEKURITIZACE	80
3.6.1.	<i>Zajištění z vlastních zdrojů</i>	81
3.6.2.	<i>Zajištění z cizích zdrojů</i>	82
3.6.3.	<i>Finanční zajištění</i>	83
4.	SEKURITIZACE V ZAHRANIČNÍCH PRÁVNÍCH ŘÁDECH ...	90
4.1.	SPOLKOVÁ REPUBLIKA NĚMECKO	90
4.1.1.	<i>Refinanční registr</i>	90
4.1.2.	<i>Registrace v refinančním registru</i>	91
4.1.3.	<i>Vedení refinančního registru</i>	92
4.1.4.	<i>Právní účinky registrace</i>	93
4.1.5.	<i>Sekuritizace s více původci</i>	94
4.1.6.	<i>Shrnutí</i>	95
4.2.	REPUBLIKA RAKOUSKO	96
4.2.1.	<i>Omezení smluvního zákazu postoupení pohledávek</i>	96
4.2.2.	<i>Poplatková povinnost</i>	97
4.3.	NĚKTERÉ DALŠÍ ZEMĚ EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ.....	97
5.	PŘÍNOSY SEKURITIZACE.....	99
5.1.	PŘÍNOSY PRO PŮVODCE.....	99
5.1.1.	<i>Minimalizace Rizika</i>	99
5.1.2.	<i>Získání financování</i>	100
5.1.3.	<i>Prodej Pohledávek</i>	103
5.2.	PŘÍNOSY PRO INVESTORY	104
5.2.1.	<i>Kapitálová investice</i>	104
5.2.2.	<i>Diverzifikace rizika</i>	105
5.2.3.	<i>Přístup k investici</i>	106
5.3.	SEKURITIZACE A KAPITÁLOVÝ TRH	107
6.	ZÁVĚR.....	113

1. ÚVOD

Tato disertační práce je zaměřena na výklad procesu pobíhajícího od sedmdesátých let zejména ve Spojených státech amerických a některých západoevropských zemích označovaného jako sekuritizace, a který v posledních letech pronikl i na území České republiky. První veřejně známá sekuritizace provedená českou obchodní společností proběhla v září roku 2003 a jejím hlavním účastníkem byla společnost Home Credit Finance.

Tato disertační práce mimo jiné objasňuje, co se pod pojmem sekuritizace rozumí a jaké jsou příčiny jejího vzniku a rozvoje. Hlavním tématem této disertační práce je rozbor možností a právních aspektů uplatnění sekuritizace v České republice se zaměřením zejména na soukromoprávní aspekty tohoto procesu.

Každá sekuritizační transakce se skládá, jak bude níže vysvětleno, z několika fází, přičemž každá z těchto fází se vyskytuje v mnoha podobách v závislosti na obchodních, legislativních a dalších podmínkách jednotlivého případu a právní úpravy v jednotlivých zemích. Cílem této disertační práce je popsat obecnou základní formu sekuritizace a poukázat na hlavní obecné charakteristiky této transakce. Dále se budu zabývat právními aspekty sekuritizace v České republice, zejména se zaměřením na hledání optimální podoby této transakce na základě legislativních podmínek českého právního řádu.

V textu bude sekuritizace nahlížena a zkoumána zejména ze soukromoprávního hlediska. Sekuritizace bude tedy zkoumána zejména z hlediska potenciálních věřitelů na kapitálovém trhu a podmínek jejího uskutečnění. Velmi významnou otázkou je však i otázka vlivu sekuritizace v oblasti veřejnoprávní regulace týkající se bankovního sektoru a kapitálového trhu. Centrální banky v mnoha zemích v posledních letech zpřísňují pravidla obezřetného podnikání bank, zejména co se týče kapitálové přiměřenosti. Sekuritizace je

nástrojem umožňujícím transformaci bilancí komerčních bank tak, aby tyto banky současně splňovaly požadavky obezřetného podnikání na ně kladené centrálními bankami a přitom byly schopny zvýšit efektivnost jimi používaného kapitálu.

Využití sekuritizace se však neomezuje pouze na bankovní sektor. Sekuritizace je nástrojem pro uvolnění prostředků průmyslových podniků vázaných v pohledávkách z obchodního styku a možností celkového zlepšení jejich účetních bilancí. Sekuritizace v neposlední řadě ovlivňuje i ostatní účastníky finančního systému jako celku (např. domácnosti).

Cílem této práce je podat výklad sekuritizace s jejími souvislostmi, příčinami a výhodami na základě poznatků teorie a praxe získaných v zahraničí.

2. POJEM SEKURITIZACE

Pojem sekuritizace, kterým se začal tento proces označovat, vzniknul stejně jako řada jiných pojmů z oblasti financí, bankovníctví a cenných papírů ve Spojených státech amerických. Existuje řada definic sekuritizace, na tomto místě však použiji jednu z nejobecnějších: „sekuritizace označuje proces, v jehož průběhu dochází k nahrazování tradičních způsobů získávání finančních prostředků pro podnikání (zejména bankovních úvěrů a půjček) novými formami zadlužení prostřednictvím emise cenných papírů (zejména dluhopisů, směnek a jim podobných instrumentů).¹

Jiná často používaná definice tohoto pojmu zaměřená zejména na proces sekuritizace uvádí: „sekuritizace je proces, v jehož průběhu úvěry, pohledávky či jiná finanční aktiva jsou společně shromážděna za účelem sjednocení jim odpovídajících peněžních toků. Peněžní toky generované těmito úvěry, pohledávkami či jiným finančními aktivy jsou pak následně využívány ke splácení cenných papírů vydaných na jejich základě. Tyto cenné papíry vydané v průběhu sekuritizace se označují jako „ABS“ (z anglického „asset-backed securities“).²

Krátce a výstižně lze pojem sekuritizace vyjádřit i následovně: „sekuritizace je proces, v jehož rámci se finanční aktiva mění v obchodovatelné cenné papíry“.

V českém právním řádu je definice pojmu sekuritizace

1 Frankel, T.: Securitization. Little, Brown and Company. 1991. str. 9.

2 European Securitisation; Ressource Guide, European Securitisation Forum, 1999, str. 1

obsažena v podzákoně - vyhlášce České národní banky č. 123/2007 Sb., ze dne 15. května 2007, o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, která v ustanovení § 2 odst. 4, písm. i) stanoví, že pro účely této vyhlášky se sekuritizací rozumí „transakce nebo systém transakcí, na jejichž základě je úvěrové riziko spojené s jednou či více expozicemi rozloženo do jednotlivých tranší s tím, že (1.) finanční toky této transakce či schématu transakcí závisí na kvalitě podkladových expozic a (2.) podřízenost tranší určuje rozložení ztrát po dobu platnosti transakcí či schématu transakcí.

Uvedená vyhláška České národní banky v ustanovení § 2 odst. 5 písm. c) a d) dále rozlišuje mezi syntetickou a tradiční sekuritizací, když stanoví, že: „syntetickou sekuritizací se rozumí sekuritizace, ve které je úvěrové riziko rozloženo do jednotlivých tranší pomocí úvěrových derivátů nebo záruk s tím, že expozice zůstávají aktivem původce, zatímco tradiční sekuritizací se rozumí sekuritizace, ve které dochází k ekonomickému i právnímu převodu expozic na jednotku pro speciální účel, která vydá cenné papíry s tím, že převod je doprovázen právním oddělením expozic od původce a platby investorům nejsou závazkem původce.

Pojem sekuritizace se dále používá i v dalších podzákoněch předpisech týkajících se bankovní regulace např. ve vyhlášce Ministerstva financí č. 501/2002 Sb., ze dne 6. listopadu 2002, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami a jinými finančními institucemi nebo v Úředním sdělení České národní banky č. 10/2004, ze dne 14. května 2004, k výpočtu kapitálové přiměřenosti a angažovanosti u investic do sekuritizovaných cenných papírů typu "asset-backed securities" a dále v oznámení Ministerstva financí č. FZ02/2003, České účetní standardy pro účetní jednotky, které účtují podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů (dále jen "České účetní standardy pro finanční instituce").

Sekuritizace patří do široké skupiny strukturovaného

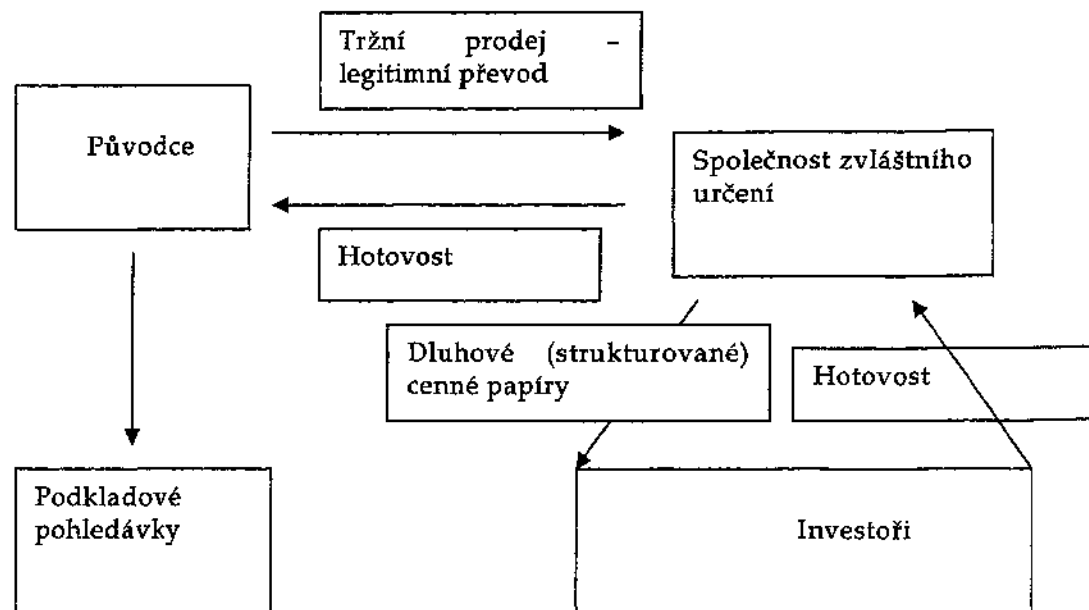
financování (nebo také strukturovaných transakcí), které na rozdíl od standardizovaných produktů vyžadují vždy individuální přístup k transakci a řešení daných problémů.

2.1. Technika a proces sekuritizace

Sekuritizace je proces, při kterém se finanční majetek (pohledávky) přemění na obchodovatelné dlužnické cenné papíry. Například pohledávky generované hypotečními úvěry lze přeměnit na hypoteční dluhopisy – to je základ sekuritizace. Tyto hypoteční dluhopisy poté mohou být samostatně obchodovány investory, kteří nemusí podstupovat předchozí proces, při kterém takové pohledávky z hypotečních smluv vznikají.

Sekuritizace ve své podstatě spojuje dvě oblasti finančních trhů, a to obchodování s pohledávkami a dále trh s dluhovými cennými papíry. Přičemž pod pojmem obchodování pohledávkami se rozumí trh s pohledávkami, zejména převody pohledávek jako např. postupování pohledávek za dlužníky z úvěrů apod. Pojem trh s dluhovými cennými papíry představuje finanční techniky využívající dluhové financování, dluhopisy, faktoring, forfaiting nebo swapy využívané k zajištění proti úrokovým a kurzovým rizikům.

Typickou strukturu procesu sekuritizace nejlépe vystihuje následující diagram:



2.1.1. Původce

Na levé straně diagramu se nachází původce (anglicky „originator“), který je osobou, u které vznikají podkladové pohledávky tvořící základ sekuritizace. Původcem může být například banka nebo jiná finanční instituce, která poskytuje půjčky. V takovém případě by podkladovými pohledávkami byly pohledávky banky (jiné finanční instituce) z úvěrových smluv vůči jejím klientům. Jednalo by se tudíž primárně o pohledávky na splacení jistiny a příslušného úroku. Původce vygeneroval portfolio takovýchto podkladových pohledávek a nyní by se rád těchto pohledávek zbavil.

2.1.2. Podkladové pohledávky

Základním problémem u jakéhokoli financování je zajištění návratnosti poskytnutých finančních prostředků, v případě strukturované transakce tedy řádného a včasného splacení dluhových cenných papírů investorům. Za tím účelem hodnotíme kvalitu podkladových aktiv, která jsou zdrojem plateb z dluhových cenných

papírů investorům. Bonita podkladových aktiv je závislá na několika faktorech: v první řadě jsou hodnoceni samotní primární dlužníci podkladových aktiv - pohledávek původních věřitelů, a to z hlediska zda-li jsou schopni a ochotni splatit svoje závazky řádně a včas; v menší míře je třeba se také zabývat samotným původním věřitelem podkladových aktiv, zejména s ohledem na platnost a vymahatelnost převodu podkladových aktiv na emitenta dluhových cenných papírů, případně vymahatelnost zajištění poskytnutého ve prospěch investorů do dluhových cenných papírů. V neposlední řadě bonitu podkladových aktiv ovlivňuje povaha těchto pohledávek jako zdroje plateb jistiny a úroků ze dluhových cenných papírů investorům.

Prvním rizikem spojeným s převedenými pohledávkami jsou opožděné platby primárních dlužníků podkladových aktiv. Z finančního hlediska je možné toto riziko zajistit dostatečnou velikostí transakce (počtem jednotlivých podkladových aktiv) tak, aby platby ze dluhových cenných papírů vzhledem k diskontu mezi jejich hodnotou a hodnotou podkladových aktiv nebyly ohroženy. Další možností je poskytnutí zajištění transakce např. úvěrem, který by byl použit ke krytí neprovedených plateb. Poskytovatelem tohoto úvěru může být jak původní věřitel, tak nezávislá třetí strana (obvykle banka).

Druhým rizikem je možnost rozsáhlejšího než předpokládaného nesplácení podkladových pohledávek ze strany primárních dlužníků. Toto riziko je opět ovlivňováno celou řadou faktorů: insolventnost a celková špatná platební morálka primárních dlužníků podkladových aktiv (např. riziko koncentrace dlužníků, tj. riziko, že velké množství převáděných pohledávek je soustředěno u malé skupiny dlužníků a jimi majetkově či jinak kontrolovaných subjektů; insolventnost takto významného primárního dlužníka může významně ovlivnit stav celé transakce), možnost odporu nebo jiné obrany proti vymáhání pohledávek ze podkladových aktiv v případě úpadku původního věřitele či primárních dlužníků apod. Řešením je i zde dostatečná velikost transakce (množství jednotlivých pohledávek) společně s analýzou koncentrace dlužníků tak, aby platby ze dluhových cenných papírů nebyly ohroženy. Samozřejmě je třeba klást

důraz na právní zajištění cele transakce, počínaje přípravnou fází (tzv. due diligence zejména u původního věřitele podkladových aktiv), přípravou dokumentace a realizací převodu podkladových aktiv či zajištění.

Významným faktorem je povaha převáděných pohledávek. Jedná-li se o pohledávky za prodaným zbožím nebo poskytnutými službami, je nebezpečí, že tyto pohledávky budou zpochybněny, poměrně malé (u zboží např. námitky faktických a právních vad zboží). Investor bude v tomto případě schopen poměrně přesně stanovit velikost rizika nesplácení řádně a včas na základě historické platební disciplíny. Jiná ovšem může být situace u poplatků za franchizing³.

Při převodu portfolia pohledávek, které budou zajišťovat úhradu jistiny a úroků z dluhových cenných papírů ve vlastnictví investorů z původního věřitele na emitenta dluhových cenných papírů, je nezbytné zajistit, aby jakékoli finanční obtíže (včetně případného konkursu) původního věřitele neovlivnily splácení dluhových cenných papírů, a aby převod portfolia podkladových pohledávek od původce na emitenta dluhových cenných papírů, tj. společnost zvláštního určení, nemohl být jakkoli zpochybněn (námitky primárních dlužníků proti novým věřitelům apod.). Rozboru této problematiky bude věnována detailnější pozornost v souvislosti s právním prostředím v České republice v další části této disertační práce.

2.1.3. *Společnost zvláštního určení*

Původce převádí riziko a výnos z podkladových pohledávek na

3 Blíže Schwarcz, S.: Structured Finance. Practising Law Institute. 1990, str. 9 a naši.

společnost zvláštního určení (anglicky „special purpose vehicle“ nebo „SPV“). Převodem podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení původce současně dosáhne i oddělení svého rizika a odpovědnosti vznikající na základě podkladových pohledávek.

2.1.4. Investoři

Další osobou, resp. osobami, které jsou v schématu zakresleny, jsou investoři. Investoři nakupují na trhu dluhové cenné papíry vydané společností zvláštního určení. Z dále uvedených důvodů jsou dluhopisy vydávané společností zvláštního určení zpravidla vydávány v několika tranších.

Prostředky získané společností zvláštního určení z prodeje dluhových cenných papírů použije společnost zvláštního určení k uhrazení kupní ceny původci za portfolio podkladových pohledávek. Výnosy generované podkladovými pohledávkami společnost zvláštního určení využije ke splacení jí vydaných cenných papírů.

Základním předpokladem pro úspěšný proces sekuritizace je kvalita portfolia podkladových pohledávek. Je třeba si uvědomit, že kvalita tohoto portfolia je pro investory dokonce důležitější než kvalita společnosti zvláštního určení vydávající dluhové cenné papíry nebo kvalita původce, který pohledávky původně vytvořil. V důsledku toho společnost zvláštního určení, která byla vytvořena pouze pro účely této transakce, nemá žádný vlastní kapitál a jediným zdrojem jejího financování jsou pouze jí vydané dluhopisy s dostatečně dlouhou dobou splatnosti.

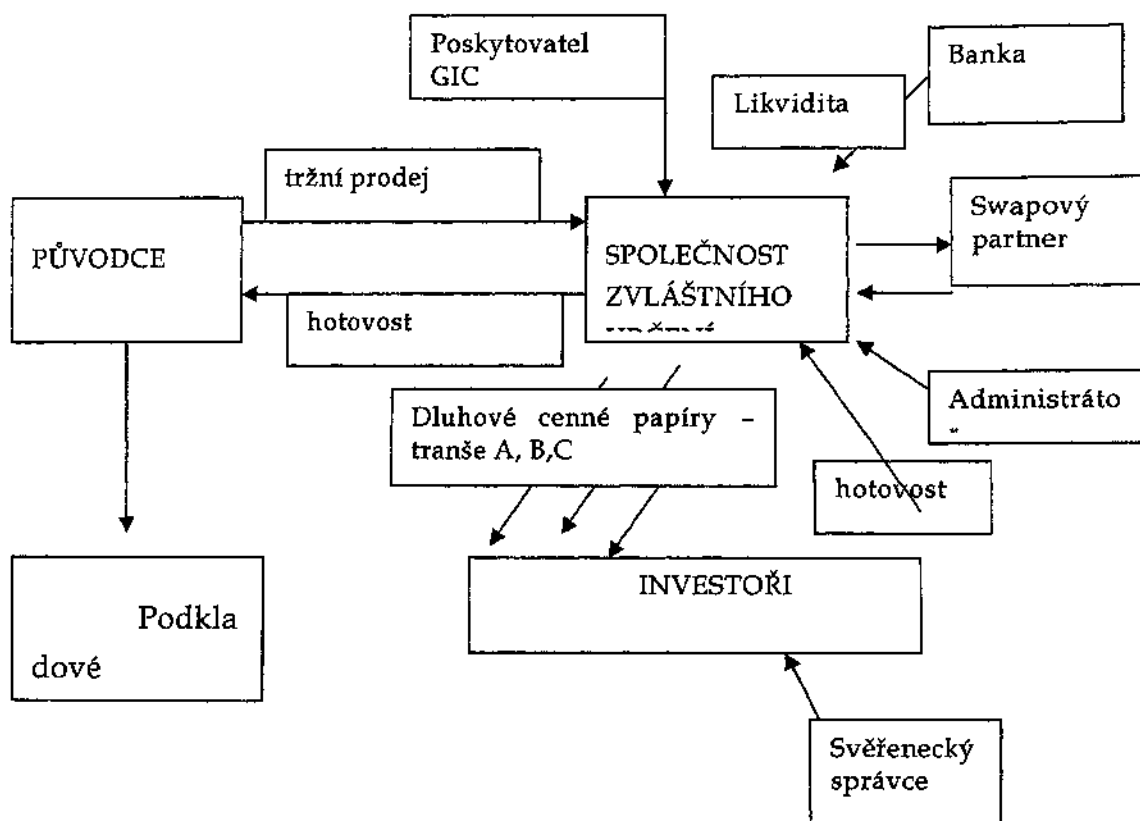
Shora uvedený diagram zobrazuje pouze základní schéma procesu sekuritizace. Tento proces se postupně dále vyvíjí a obměňuje podle potřeb daného obchodního případu.

2.2. Další pojmy a osoby v procesu sekuritizace

V průběhu sekuritizace se rovněž vyskytují i další osoby, které mají v jejím průběhu své důležité postavení. Diagram sekuritizace

uvedený na stránce v oddíle 2.1 této práce znázorňuje pouze základní principy sekuritizace. Jak se tato technika postupně vyvíjela, zapojovali se do ní další osoby s různými funkcemi, o kterých bude pojednáno níže.

Pro zjednodušení výkladu opět použijme nám již dobře známý diagram doplněný o nové postavy.



2.2.1. Tranše

Dluhové cenné papíry vydávané společností zvláštního určení mohou být vydávány v několika tranších. Důvodem pro to je poskytnutí různé míry rizika, výnosu a splatnosti dluhových cenných papírů investorům.

Jestliže dojde k prodlení se splácením podkladových

pohledávek, nebo se objeví jiné skutečnosti, které budou mít negativní vliv na výnos dluhových cenných papírů (např. i legislativní změny v daňových zákonech), je takový pokles absorbován jednotlivými tranšemi dluhopisů postupně, a to podle jejich splatnosti od nejkratší po nejdlejší. Dluhové cenné papíry s delší dobou splatnosti mají dokonce lepší pozici, než měl původce ve vztahu k celému portfoliu podkladových pohledávek. Díky struktuře tranší může být například ztráta do výše 10% absorbována první tranší, ztráta do výše 30% druhou tranší atd.

Držitelům tranší s kratší dobou splatnosti je vyšší míra rizika kompenzována vyšším výnosem dané tranše. V mnoha případech však osobou investující do první (nejrizikovější) tranše bývá sám původce. Vzhledem k tomu, že původce má ty nejlepší informace o pokladových pohledávkách, je jeho investice do první tranše považována za znak důvěryhodnosti a bonity podkladových pohledávek. Investicí do „vlastních“ pohledávek prostřednictvím dluhových cenných papírů vydávaných společností zvláštního určení, tak původce zvyšuje důvěryhodnost dluhových cenných papírů. Některé z ratingových agentur dokonce přímo vyžadují, aby se původce stal držitelem dluhových cenných papírů první tranše s nejkratší dobou splatnosti.

V této souvislosti je důležité si uvědomit, že pokud původce vloží do sekuritizace portfolio o hodnotě 100 mil. EUR a přitom sám upíše první tranši dluhových cenných papírů, jejichž maximální ztráta může být 10 mil. EUR, pak de facto prodal majetek v hodnotě 90 mil. EUR s tím, že podstupuje riziko v maximální výši 10 mil. EUR. Původce svoji maximální ztrátu ve výši 100 mil. EUR omezil na 10 mil. EUR. Na druhou stranu však jím vlastněné dluhové cenné papíry první tranše jsou velmi rizikovým cenným papírem, protože ačkoliv mají hodnotu pouze 10 mil. EUR, koncentrují v sobě riziko z portfolia o hodnotě 100 mil. EUR.

2.2.2. *Hedging*

Často se stává, že pohledávky tvořící podkladové portfolio mají

různorodé podmínky a to i přesto, že jsou všechny založeny na stejném smluvním typu. Původce se totiž většinou snaží sekuritizovat velké množství pohledávek, z nichž má každá jiného dlužníka, jinou míru rizika i různou splatnost. Například pohledávky z hypotečních úvěrů mohou dlužníkům umožňovat různou volbu ohledně možnosti či nemožnosti předčasného splacení, úročení, úrokových období, apod. Na druhé straně existuje více méně jednotně strukturovaná emise dluhových cenných papírů, a proto vzniká potřeba tyto peněžní toky z podkladových pohledávek co nejvíce uzpůsobit podmínkám dluhových cenných papírů. Za tímto účelem se v sekuritizaci využívá různých forem hedgingu.

Obejít se v sekuritizaci bez hedgingu je, jak popsáno výše, prakticky nemožné. Podkladové pohledávky téměř jistě budou mít různou úrokovou míru, některé mohou mít například pevnou úrokovou míru, jiné pohyblivou. Stejně tak se (průměrná) úroková míra podkladových pohledávek nebude shodovat s úrokovou mírou dluhových cenných papírů. Pro transakci se proto využívají úrokové swapy, tj. finanční deriváty.

2.2.3. *Poskytovatel GIC*

Dalším rizikem, kterému musí společnost zvláštního určení jako emitent dluhových cenných papírů čelit, je riziko předčasného splacení podkladových pohledávek dlužníky. Pokud by totiž dlužníci podkladové pohledávky předčasně splatili, hrozí, že společnost zvláštního určení bude nucena obdržené prostředky investovat do aktiv s nižším úročením, než byly podkladové pohledávky, a tím se dostat do problému se splacením dluhových cenných papírů.

GIC je zkratkou z anglického názvu smlouvy „Guaranteed Investment Contract“ tedy „smlouva o zaručené investici“. Na jejím základě se poskytovatel GIC zavazuje poskytnout stabilní a konstantní míru návratnosti vložených prostředků.

2.2.4. *Poskytovatel likvidity*

Poskytovatel likvidity je osobou, která poskytuje záložní úvěr, který může být společností zvláštního určení čerpán v případě nutnosti řešení menších potíží s cash flow prostředků z podkladových pohledávek. Úkolem poskytovatele likvidity je zajistit společnosti zvláštního určení peněžní prostředky k splacení dluhových cenných papírů i v případě, že se dlužníci podkladových pohledávek dočasně dostanou do prodlení se splácením svých závazků a společnost zvláštního určení by jinak neměla dostatek prostředků na úhradu úroku z dlužných cenných papírů.

2.2.5. *Poskytovatel zajištění*

Podle podmínek konkrétní transakce a zejména charakteru podkladových pohledávek může vyvstat potřeba podpořit transakci jedním nebo i více druhy zajištění, tak aby mohlo být dosaženo potřebného ohodnocení kreditního rizika dluhových cenných papírů vydávaných společností zvláštního určení. Zajištění může být poskytováno jak z vlastních zdrojů tak i nezávislou třetí osobou - poskytovatelem zajištění.

Zajištěním transakce z vlastních zdrojů se rozumí buď poskytnutí zajištění ze strany původce nebo vytvoření zajištění přímo z pokladových aktiv vkládaných do sekuritizace. O zajištění z vlastních zdrojů se jedná například v případě poskytnutí záruky až do určité výše nebo zástavy ze strany původce za řádné splacení dluhových cenných papírů společností zvláštního určení nebo vydávání dluhových cenných papírů v jednotlivých tranších (viz část 2.2.1 této práce), přičemž jednotlivé tranše jsou si vzájemně podřízené co do práva na jejich splacení.

Zajištění transakce z cizích zdrojů se děje prostřednictvím poskytnutí zajištění závazků společnosti zvláštního určení nezávislou třetí osobou (nejčastěji bankou). Za poskytnutí zajištění je poskytovateli vyplácena původcem nebo společností zvláštního určení

úplata.

2.2.6. *Ratingové agentury*

Jestliže dluhové cenné papíry vydávané společností zvláštního určení (která sama nemá žádný jiný majetek ani podnikatelskou činnost) získají investiční rating, rozšíří se tím podstatně okruh možných investorů do takových dluhových cenných papírů.

Podle některých právních předpisů upravujících v různých jurisdikcích podnikání některých regulovaných subjektů jako například pojišťoven, subjektů kolektivního investování, penzijních fondů apod., mohou tyto subjekty investovat jim svěřené prostředky pouze do vymezených druhů aktiv. Mezi povolená aktiva často patří i cenné papíry ohodnocené ratingovými agenturami v investičním stupni. Proto se sekuritizace bez ratingových agentur obejde jen stěží. Výjimku tvoří transakce zaměřené na investory vyhledávající vysokou míru zisku (a s tím spojeného rizika), kteří nemusí rating vyžadovat.

Úlohou ratingových agentur je detailní analýza ekonomického a právního rizika vyplývajícího pro investory z dluhových cenných papírů. Ověřovací proces by měl zejména prověřit, zda existuje riziko, že se prostředky z pokladových pohledávek nedostanou k investorům, že je zajištěna likvidita a zajištění dluhových cenných papírů proti úrokovému či jinému riziku formou hedgingu a existuje reálný plán toku finančních prostředků od dlužníků podkladových pohledávek do společnosti zvláštního určení a ze společnosti zvláštního určení investorům do dluhových cenných papírů.

Rating by měl dále ohodnotit možnost či pravděpodobnost rizika prodlení se splácením podkladových pohledávek a tím způsobené ztráty investorům.

2.2.7. *Správce*

Vzhledem k tomu, že společnost zvláštního určení je pouhou (prázdou) schránkou, která není materiálně ani organizačně schopna

zajišťovat správu portfolia podkladových pohledávek, je zapotřebí jmenovat správce (angl. „administrator“ popř. „servicer“) podkladových pohledávek.

Nejčastěji se role správce podkladových pohledávek ujímá přímo původce, neboť ten má z titulu svého podnikání, při kterém podkladové pohledávky vznikly, nejlepší znalost portfolia i odpovídající nástroje pro jeho správu jako např. výběr a vymáhání dlužných částek na účet společnosti zvláštního určení.

2.3. Převod podkladových pohledávek

Základním kamenem sekuritizace je, jak bylo popsáno výše, postoupení (převod) podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení. K tomu, aby mohla být sekuritizace úspěšně dokončena a aby řádně zajišťovala investorům jejich výnos, je zapotřebí, aby postoupení podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení bylo v souladu s právem, nezpochybnitelné a nezvratné. Musí proto proběhnout za takových podmínek, které příslušný právní řád považuje za legitimní.

V angličtině se tento pojem vyjadřuje jako „true sale“. Pro účely této práce budu dále v textu používat pojmu „legitimní převod“. Naplnění podmínek legitimního převodu v sobě implicitně zahrnuje i ochranu věřitelů a akcionářů (společníků) původce před vyvedením majetku původce bez poskytnutí odpovídajícího protiplnění v českém prostředí nazývaném „tunelováním“.

Legitimní převod je nezbytný k tomu, aby podkladové pohledávky byly řádně převedeny z původce na společnost zvláštního určení a původce, akcionáři/společníci původce či jeho věřitelé se nemohli následně domáhat navrácení podkladových pohledávek zpět původci. Pokud by totiž taková situace nastala, znamenalo by to pro investory ztrátu jejich investice, neboť ta je závislá právě na příjmech společnosti zvláštního určení z podkladových pohledávek. V případě, že by se podkladové pohledávky převedly zpět na společnost

zvláštního určení, neměla by společnost zvláštního určení prostředky na řádné a úplné splacení jí vydaných dluhových cenných papírů.

Technika a podmínky legitimního převodu se liší v závislosti na druhu připravované sekuritizace. Podmínkami legitimního převodu a riziky vyplývajícími z toho, že by tyto podmínky naplněny nebyly, se budu zabývat v této práci.

2.3.1. *Hypoteční úvěry*

Sekuritizace počala s residenčními hypotečními úvěry. Důvodem proto byla jednak skutečnost, že ohledně residenčních hypoték, tj. pohledávek z úvěrových smluv sloužících k financování koupě nemovitosti zajištěných zástavním právem k nemovitosti, existují dlouhodobé soubory dat ukazující, že míra prodlení s jejich splácením je relativně malá. Residenční hypotéky dále poskytují stabilní a dlouhodobý výnos a jsou poměrně snadno standardizovatelné.

Jak uskutečnit převod výnosů z hypotečních úvěrů z původce (tedy banky) na společnost zvláštního určení? Nejjednodušším způsobem je převod pohledávky na splacení hypotečního úvěru formou postoupení pohledávky. Navíc se často používá (pokud to příslušný právní řád umožňuje) i možnosti, aby původce nadále spravoval pohledávku z hypotečního úvěru a ve vztahu k dlužníkovi původce nadále vystupoval jako věřitel.

2.3.2. *Kreditní karty a revolvingové úvěry*

Postupem času se jako podkladové pohledávky začaly využívat nejen hypoteční úvěry, ale i pohledávky z kreditních karet a revolvingových úvěrů. Na rozdíl od sekuritizace hypotečních úvěrů se však při sekuritizaci kreditních karet a revolvingových úvěrů vyskytuje celá řada problému spojená s tím, že pohledávky z kreditních karet mohou být spláceny v předem neurčitelných splátkách a v neurčitelnou dobu, kreditní riziko dlužníka se může v

průběhu doby měnit.

Navíc se v průběhu doby mohou vyskytnout další nové pohledávky původce za dlužníkem vzniklé na základě kreditní karty nebo revolvingového úvěru. Pokud by tedy společnost zvláštního určení měla průběžně nabývat veškeré vznikající pohledávky a platit za ně původci úplatu, vyžadovalo by to, aby společnost zvláštního určení měla k dispozici pružné financování k „nákupu“ těchto nově vznikajících pohledávek. S ohledem na základní strukturu sekuritizace toho však není možno dosáhnout, neboť prostředky k financování získává společnost zvláštního určení emisí dluhových cenných papírů, která potřebnou pružnost nemůže zajistit.

Řešením shora popsané situace je, že na společnost zvláštního určení se převedou pouze ty podkladové pohledávky, které splňují předem daná kritéria. Smlouva o převodu podkladových pohledávek přitom bývá strukturována tím způsobem, že na společnost zvláštního určení přecházejí všechny podkladové pohledávky daného druhu a ty, které daná kritéria nespĺňují, se posléze vrací zpět na původce. Důvodem pro toto uspořádání je snaha omezit riziko konkurzu původce a nakládání s jeho majetkem v této souvislosti.

Oproti osobám znázorněným a popsaným v diagramu uvedeném výše v kapitole 2.1 této práce se v této formě sekuritizace často objevuje nový prvek, kterým je zřízení trustu. Trust je zřizován společností zvláštního určení za účelem rozdělení podkladových pohledávek (a zejména výnosů z nich) na ty, které mají být ve prospěch původce a které mají být ve prospěch společnosti zvláštního určení. V trustu tak dochází tak de-facto k rozdělení portfolia podkladových pohledávek.

Většina používaných schémat sekuritizace je strukturována na dobu určitou. Přičemž v první fázi nazývané revolvingová fáze je investorům vyplácen pouze přirostlý úrok, zatímco jistina splacená dlužníky je vracena zpět do portfolia a slouží k nákupu nových podkladových pohledávek společností zvláštního určení. V druhé fázi

pak dochází k využití výnosů z podkladového portfolia k úplnému splacení jistiny.

Výnosy společnosti zvláštního určení a původce v trustu jsou společné a nejsou alokovány oproti specifickým pohledávkám. V opačném případě by docházelo ke zvýšení rizika, že takové uspořádání bude posuzováno spíše jako zajištěné financování formou poskytnutí finančních prostředků protihodnotou za konkrétní pohledávky z kreditních karet, a nikoliv jako legitimní převod.

Důležitým znakem těchto struktur je, že úvěrové riziko je ponecháno na původci. Dochází tím k významnému posunu oproti základnímu pojetí modelu sekuritizace. Namísto odtržení portfolia podkladových pohledávek za účelem zajištění podkladu pro emisi dluhových cenných papírů společností zvláštního určení se totiž jedná o využití části podnikání generujícího jistý druh podkladových pohledávek a zpětného financování tohoto podnikání skrze kapitálový trh.

Kromě toho investoři upisující dluhové cenné papíry podstupují riziko spočívající v průběžném vytváření podkladových pohledávek, spíše, než by spoléhali na pevné a předem dané portfolio pokladových pohledávek převedených na společnost zvláštního určení.

2.4. Mezinárodní prvek

Jak již bylo uvedeno výše v této práci v rámci sekuritizace dochází často k využití zahraničních osob zejména v postavení společnosti zvláštního určení. Hlavním důvodem pro jejich začlenění do struktury transakce bývají povětšinou otázky zdanění peněžních toků a příjmů plynoucích pro společnost zvláštního určení a investory do dluhových cenných papírů v rámci sekuritizace.

Z důvodu ochrany právního postavení investorů do dluhových cenných papírů i dlužníků pokladových pohledávek se však příliš

nevyužívají typické daňové ráje ale pouze ze země s příznivým daňovým zatížením v rámci Evropských společenství. Velmi často se proto využívají společnosti řídicí se právem Nizozemského království nebo kyperským právem.

2.5. Rizika sekuritizace a jejich ocenění

Ocenění dluhového cenného papíru emitovaného společností zvláštního určení je klíčovou aktivitou při realizaci jeho emise. V rámci stanovení emisního kurzu dluhového cenného papíru, případně úroku plynoucího z dluhopisu, je rozhodující kvantifikace rizika spojeného s takovým cenným papírem, respektive ohodnocení bonity emitenta takového cenného papíru.

V případě strukturovaných transakcí tomu není jinak, s tím rozdílem, že emitentem dluhového cenného papíru je společnost zvláštního určení, která nemá žádnou historii a kromě portfolia podkladových pohledávek nemá ani jiný hmotný či nehmotný majetek.

Riziko spojené se dluhovým cenným papírem lze rozdělit do pěti základních kategorií popsanych níže.

2.5.1. *Riziko podkladového aktiva*

Riziko podkladového aktiva je rizikem spojeným s bonitou primárních dlužníků podkladových aktiv, např. vlastníků nemovitostí, uživatelů automobilů v nájmu, ale i bank či průmyslových podniků.

Hodnocení tohoto rizika se skládá ze tří základních složek: jednak je prověřován samotný emitent dluhového cenného papíru (společnost zvláštního určení), a dále administrátor emise (tj. osoba zajišťující správu emise např. výplatu výnosu apod.), jsou hodnocena historická data ohledně platební schopnosti a plnění závazků emitenta a administrátora jako indikátory budoucího vývoje a nakonec jsou prověřovány specifické charakteristiky podkladových aktiv.

2.5.2. Strukturální riziko

Strukturální riziko je riziko spojené se strukturou použité formy sekuritizace, tj. zejména s možností pozdního či nikoli řádného plnění ve prospěch investorů z titulu nefungování mechanismu zprostředkujícího platby od primárních dlužníků ve prospěch investorů. Druh transakce a charakter podkladových aktiv mají také zásadní vliv na ocenění dluhových cenných papírů. Pro účely ocenění se transakce v zásadě člení do dvou skupin:

1. Transakce bez zajištění, jejichž ocenění vychází z tržní hodnoty portfolia pokladových pohledávek nebo z ocenění budoucího cash flow z nich plynoucího.

2. Transakce s úplným zajištěním třetí stranou ve formě ručení či jiného závazku třetí strany plnit ve prospěch investorů v případě neplnění společnosti zvláštního určení coby emitenta dluhových cenných papírů, tj. obvykle v případě neplnění primárních dlužníků podkladových aktiv. Rating takové strukturované transakce v rozhodující míře závisí na zhodnocení rizika třetí strany poskytující zajištění plnění ze dluhových cenných papírů ve prospěch investorů (např. vymahatelnost závazků zajišťující třetí strany, termíny a podmínky plnění za strany ručitele apod.).

Hodnocení strukturálního rizika obsahuje prověřování a hodnocení rizik, která jsou spojená se zvolenou strukturou zprostředkování plateb primárních dlužníků podkladových aktiv směrem k investorům, tj. držitelům dluhových cenných papírů, které jsou zajištěny (nikoliv však ve smyslu právním jako zajištění pohledávky, ale jako zdroj financování pohledávky z emitovaného cenného papíru) podkladovými aktivy.

Hodnocení tohoto rizika je charakteristické pro strukturované emise (oproti hodnocení např. rizika podkladových aktiv, které může často být standardním hodnocením úvěrových rizik) a mezi základní faktory tohoto hodnocení patří způsob stanovení podílu investorů na výnosu a ztrátě z transakce, zajištění výplaty výnosu z aktiv

investorům, možnost reinvestování získaných prostředků a omezení stanovená pro takoveto reinvestice, a zejména existence či neexistence tzv. credit enhancement, tj. zvýšení bonity transakce, které může být provedeno jak z vnitřních zdrojů (např. hodnota podkladových aktiv převyšuje hodnotu emise strukturovaných cenných papírů, dodatečné zajištění apod.), tak ze zdrojů vnějších (např. bankovní záruky a jiná ručení třetích stran, pojištění apod.).

2.5.3. *Právní a daňové riziko*

Právní riziko, případně daňová rizika jsou rizika vyplývající ze zpochybnění legitimního převodu, typu zajištění dluhových cenných papírů, tj. věcných či jiných zajišťovacích práv ke strukturovaným aktivům, zejména s ohledem na nároky třetích stran a vymahatelnost těchto zajišťovacích instrumentů.

Právní rizika spojená se strukturovanou transakcí spočívají ve dvou základních oblastech: za prvé je to povaha zajištění investorů do strukturovaných cenných papírů ve vztahu ke strukturovaným aktivům a za druhé dopady případné platební neschopnosti emitenta a ostatních účastníků strukturované transakce na investory (včetně případného konkursu). V další části této disertační práce bude hodnocení a zajištění tohoto rizika taktéž zmíněno.

2.5.4. *Riziko účastníka a třetí strany*

Pojem účastník či třetí strana zahrnuje primární dlužníky portfolia podkladových pohledávek, administrátora emise, poskytovatele dodatečného zajištění. Analýza tohoto rizika zahrnuje jednak hodnocení pravděpodobnosti výskytu prodlení ze strany účastníka a jednak hodnocení dopadů tohoto neplnění na investory držící dluhové cenné papíry.

2.5.5. *Riziko země původu emitenta*

V případě mezinárodních transakcí, které jsou s ohledem na daňovou optimalizaci peněžních toků v rámci sekuritizace poměrně

běžné, se vyskytuje též riziko země původu emitenta.

Toto hodnocení je významné zejména z toho důvodu, že hodnocení země původu emitenta je výchozím bodem či minimem pro hodnocení rizika transakce a dluhového cenného papíru.

2.5.6. *Ocenění rizik*

Ocenění rizik spojených s procesem sekuritizace je otázka finanční a pro účely této disertační práce se jí proto budeme zabývat pouze okrajově. Např. agentura Moody's v případě ocenění vycházejícího ze současné hodnoty budoucích cash flow hodnotí částku a termíny plateb plynoucích investorům a charakteristiky podkladových aktiv s ohledem na neplnění primárních dlužníků. Oproti tomu ocenění pro případ tržní ceny portfolia podkladových pohledávek v rozhodující míře závisí na likvidační hodnotě podkladových aktiv (tj. ceně získatelné jejich prodejem).

Hodnocení rizik spojených se strukturovanou transakcí za účelem stanovení emisní ceny strukturovaných cenných papírů úzce souvisí se stanovením výnosu ze strukturovaného cenného papíru v průběhu jeho splatnosti.

Typickou ukázkou je stanovení výnosu u hypotečních zástavních listů. Investice do hypoték představují pro investora mimo jiné nutnost akceptovat a hodnotit rizika s takovou investicí spojená, tj. riziko případného neplnění, nedostatku likvidity, riziko změny cen nemovitostí a riziko předčasného splacení. Je proto výhodnější investovat do instrumentů, kde jsou tato rizika diverzifikovaná a pravděpodobnost výskytu situace neplnění ze strany primárních dlužníků nebo věřitelů podkladových aktiv omezená. Seskupení hypotečních úvěrů obdobných charakteristik a na jejich základě vydávání hypotečních zástavních listů poskytuje investorům takovou příležitost.

Ke stanovení výnosu z hypotečních zástavních listů je ve Spojených státech amerických jako základní užívána metoda tzv.

výnosu pro konstantní peněžní tok (static cash flow yield). Výhodou této metody je její relativní jednoduchost - jediným předpokladem, který je třeba, je předpoklad o budoucím peněžním toku z hypotečního zástavního listu. Tento předpokládaný peněžní tok je stanoven s mírou předčasného splacení, která je stanovena pro danou úrokovou míru na trhu bez předpokladu její změny. Výnos pro konstantní peněžní tok pak definujeme, jako úrokovou míru, s níž diskontujeme budoucí peněžní tok z cenného papíru tak, aby byl svojí současnou hodnotou roven tržní ceně (včetně naběhlého úroku). Z toho plyne, že možnost předčasného splacení hypotečního úvěru je pro cenné papíry zajištěné hypotékami základním problémem.

Ve Spojených státech bylo empiricky pozorováno, že s přibližováním se k datu splatnosti hypotečního úvěru se zvyšuje míra předčasně splacených úvěrů. Na rozvinutém americkém trhu jsou stanoveny odhady těchto měr a v individuálních transakcích slouží ke stanovení předpokládaného peněžního toku z cenného papíru zajištěného hypotékami.

Poté co je stanoven předpokládaný peněžní tok, lze stanovit úrokovou míru, při níž je současná hodnota peněžního toku rovna tržní ceně. Při této kalkulaci je rozhodující, kdy dochází k výplatám úroku z cenného papíru. V případě amerických hypotečních cenných papírů dochází k výplatám měsíčně, což oproti standardním dluhopisům vypláceným půlročně dává investorům do hypotečních cenných papírů možnost častějších reinvestic vyplacených úroků a také možnost dosáhnout většího výnosu z těchto reinvestic. Proto při stanovení výnosu hypotečního zástavního listu je nutno přihlídnout k této skutečnosti a stanovit srovnatelnou bázi pro hodnocení hypotečního zástavního listu a standardního dluhopisu (k tomu je používán tzv. ekvivalent výnosu z dluhopisu).

Výše uvedený způsob stanovení výnosu u jednoho z možných strukturovaných cenných papírů je jen jedním z mnoha a dlužno říci, že tím nejjednodušším, u něj je však patrné, že právní podmínky strukturované transakce (v tomto případě např. možnost předčasného

splacení hypotečních úvěrů a potažmo hypotečních zástavních listů) hrají zásadní roli pro stanovení ceny případně výnosu strukturovaného cenného papíru.

3. PRÁVNÍ ASPEKTY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICCE

Tato část disertační práce je realizací základního záměru této práce, a to rozboru možností a právních aspektů uplatnění sekuritizace v České republice.

Zprvu je tato část věnována výkladu charakteristiky pohledávek vhodných k sekuritizaci. Dále je proveden rozbor subjektů použitelných ve funkci společnosti zvláštního určení a rozbor způsobů převodu podkladových pohledávek z původce na společnost zvláštního určení.

V dalších částech jsou zkoumány další charakteristiky sekuritizace v domácích podmínkách, zejména zajištění ochrany třetích osob, důsledky úpadku. Krátce se budu věnovat i formám strukturovaných cenných papírů vhodných pro účely sekuritizace podle právního řádu České republiky a formy zajištění závazků z dluhových cenných papírů vydávaných společnostmi zvláštního určení.

3.1. Pohledávky vhodné k sekuritizaci

Prvním problémem, který je třeba vyřešit v souvislosti s uplatněním sekuritizace v České republice, je otázka existence či neexistence aktiv (pohledávek) vhodných k sekuritizaci.

3.1.1. *Obecná charakteristika pohledávek*

Obecné vymezení požadavků kladených na pohledávky, které jsou považovány za vhodné k sekuritizaci, je následující:

1. portfolio podkladových pohledávek by mělo mít do značné míry předvídatelné cash-flow, tj. budoucí peněžní tok z těchto pohledávek plynoucí pro společnost zvláštního určení, tak aby společnost zvláštního určení mohla řádně a včas splácet jí vydané dluhové cenné papíry a z nich plynoucí úrok;

2. portfolio podkladových pohledávek by dále mělo mít empiricky ověřenou stabilní nízkou míru prodlení s řádným a včasným splácením podkladových pohledávek ze strany dlužníků těchto pohledávek, stejně jako nízkou míru výskytu jiných situací, kdy dlužníci neplní jiné závazky plynoucí z těchto pohledávek;

3. výnos z tohoto portfolia podkladových pohledávek by měl být vyšší než výnos z dluhových cenných papírů emitovaných na jejich základě společností zvláštního určení. Vzhledem k tomu, že dluhové cenné papíry emitované společností zvláštního určení musí mít výnos srovnatelný (nebo výhodnější) s ostatními produkty kapitálového trhu této formy, vyplývá z toho, že podkladové pohledávky by měly mít alespoň stejnou nebo vyšší míru výnosu než prosté dluhové cenné papíry dostupné na trhu;

4. mělo by dojít k úplnému a konečnému splacení jistiny těchto podkladových pohledávek ke dni konečné splatnosti dluhových cenných papírů, přičemž průměrná splatnost podkladových pohledávek zahrnutých do portfolia by měla přesahovat jeden rok;

5. portfolio podkladových pohledávek by mělo být charakteristické velkým množstvím geograficky i demograficky odlišných dlužníků z těchto pohledávek, což umožní diverzifikaci rizika; a

6. portfolio podkladových pohledávek by mělo mít vysokou realizační cenu v případě neplnění ze strany dlužníků těchto aktiv.⁴

Je třeba však mít na paměti, že tento výčet požadavků kladených na vlastnosti a charakter portfolia podkladových pohledávek je podmíněn podobou konkrétní formy sekuritizace.

⁴ Zweig, P.: The Asset Securitization Handbook. Down-Jones Irvin. 1989, sr. 333.

Bez ohledu na výše uvedené požadavky řada autorů dokonce soudí, že je možné sekuritizovat prakticky jakákoli aktiva (pohledávky). V obecné rovině totiž strukturovatelnost pohledávek a jejich využití pro účely sekuritizace v zásadě závisí pouze na velikosti úvěrových rizik spojených s těmito pohledávkami. Úvěrová rizika spojená s podkladovými pohledávkami pak závisí na úvěrových rizicích původních věřitelů podkladových pohledávek a na kvalitě zajištění podkladových pohledávek.

3.1.2. *Druhy pohledávek*

Z výše uvedeného vyplývá, že k sekuritizaci je vhodné využít zejména pohledávky, které jsou si vzájemně co nejvíce podobné a při jejichž sjednávání vychází původce ze stejných smluvních podmínek a znění smluvní dokumentace. Práce s portfoliem takových pohledávek, které může čítat i tisíce položek, je pak mnohem komplexnější a portfolio se dá lépe zpracovat i ohodnotit. Nakládání s takovým množstvím pohledávek přitom není v českém kontextu nic výjimečného, stačí si pouze připomenout restrukturalizaci českého bankovníctví, při níž tisíce klasifikovaných bankovních úvěrů jak fyzickým tak právnickým osobám byly postupovány např. na Českou konsolidační agenturu a posléze na soukromé investory. Rovněž v rámci těchto převodů musely být řešeny právní otázky obdobné těm, se kterými je zapotřebí se vypořádat při strukturování procesu sekuritizace.

K účelům sekuritizace lze například využít pohledávek vznikajících z leasingových smluv, spotřebních půjček, dále z hypotečních úvěrů, kreditních karet či jiných bankovních a finančních produktů.

3.2. **Právní forma společnosti zvláštního určení**

Tento oddíl pojednává o tom, které ze subjektů, jímž právní řád v České republice přiznává právní subjektivitu, je možné využít pro účely sekuritizace, a to pro vytvoření společnosti zvláštního určení,

kteřá bude plnit funkci emitenta dluhových cenných papírů, tj. třetí osoby odlišné od původního věřitele podkladových aktiv, na kterou budou tyto pohledávky původním věřitelem převedeny a která emituje strukturované cenné papíry.

Velice důležitým rysem společnosti zvláštního určení je požadavek jejího úplného majetkového a personálního oddělení od společnosti původce. Společnost zvláštního určení nesmí být považována za součást koncernu původce zejména ze tří důvodů (a) v případě úpadku původce by se společnost zvláštního určení mohla stát součástí konkurzní podstaty původce, (b) oddělení společnosti zvláštního určení od původce výrazně posiluje postavení investorů do dluhových cenných papírů a (c) pokud by společnost zvláštního určení byla součástí koncernu úpadce došlo by k deformaci ekonomického efektu sekuritizace pro původce. Oddělení společnosti zvláštního určení od původce má navíc i velký význam pro posouzení legitimacy převodu podkladových pohledávek (viz dále v části 3.3 této práce).

Termín „společnost zvláštního určení“ vychází z anglického označení „special purpose vehicle“ (často se také používá anglické zkratky „SPV“) a vystihuje účel založení této společnosti. Společnost zvláštního určení je totiž zakládána výlučně z důvodu uskutečnění a umožnění procesu sekuritizace (nebo jiné transakce pro kterou je určena). Společnost zvláštního určení často nemá žádný jiný majetek než je portfolio podkladových pohledávek převedených na ní původcem.

Z možností, které nabízí tuzemský právní řád, budou zřejmě nejvhodnější některé z obchodních společností upravených zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen "obchodní zákoník"). Z tohoto důvodu se budeme nejprve zabývat právě těmito obchodními společnostmi. Není ani vyloučeno, aby se emitentem dluhových cenných papírů stala evropská společnost, o jejímž uspořádání bude rovněž pojednáno. Dále se budu zabývat spíše teoretickou možností využití sdružení právnických osob podle ustanovení zákona č. 40/1964 Sb., občanského zákoníku, ve znění

pozdějších předpisů (dále jen "občanský zákoník"). Jako společnost zvláštního určení je rovněž možno využít společnosti založené podle zahraničního právního řádu.

3.2.1. *Obchodní společnosti*

Z obchodních společností upravených obchodním zákoníkem považují za vhodné k použití v rámci strukturované transakce společnost s ručením omezeným a akciovou společnost, a to z důvodu jejich kapitálového původu (tzn. ručení společníků je omezeno výší jejich nesplacených kapitálových vkladů do základního kapitálu těchto společností). Z hlediska zakladatelů (tj. původce) je totiž třeba zajistit, aby obchodní společnost nepodléhala případné konsolidaci původce. Pouze tehdy je totiž realizován základní záměr sekuritizace tedy uskutečnit převod portfolia podkladových pohledávek z původního věřitele na třetí osobu (společnost zvláštního určení coby emitenta strukturovaných cenných papírů).

Při založení jak společnosti akciové, tak společnosti s ručením omezeným požaduje obchodní zákoník a související předpisy splnění zákonem stanovených náležitostí. Především je třeba uzavřít společenskou smlouvu nebo zakladatelskou listinu (pokud společnost zakládá jediný zakladatel, což bude u sekuritizace zřejmě častější případ, neboť zakladatelem bude sám původce), s náležitostmi stanovenými v příslušných ustanoveních obchodního zákoníku.

Zákonem stanovená minimální výše základního kapitálu činí u společnosti s ručením omezeným 200.000,- Kč a u akciové společnosti 2.000.000,- Kč. Ustanovení § 59 obchodního zákoníku umožňují vytvořit základní kapitál peněžitými i nepeněžitými vklady. Nepeněžitými vklady mohou být jen penězi ocenitelné hodnoty, které může společnost hospodářsky využít. Při splnění těchto a dalších obchodním zákoníkem stanovených podmínek lze uvažovat též o vkladu portfolia převáděných pohledávek původního věřitele formou nepeněžitého vkladu do základního kapitálu společnosti zvláštního určení. Této možnosti se budu věnovat dále v této práci při rozboru

právních možností legitimního převodu portfolia podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení (viz. kapitola 3.3 této práce).

Použití akciové společnosti jako společnosti zvláštního určení klade další procesní nároky na zakladatele. Podle obchodního zákoníku musí mít akciová společnost alespoň tři členy představenstva nebo v případě, že má jediného akcionáře jednoho člena představenstva a tříčlennou dozorčí radu. Společnost s ručením omezeným je v tomto ohledu flexibilnější: jmenování dozorčí rady je fakultativní a postačuje jediný jednatel jako statutární orgán společnosti. Obě společnosti vznikají zápisem do obchodního rejstříku vedeného krajským soudem příslušným dle sídla společnosti.

V obou případech je třeba také vyřešit otázku předcházející založení těchto společností, a to předmět podnikání (činnosti) společnosti zvláštního určení. V souladu s ustanoveními zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů (dále jen "živnostenský zákon"), je totiž nezbytné před vznikem společnosti zakládané za účelem podnikání získat živnostenské oprávnění nebo dle souvisejících předpisů jiné oprávnění k podnikání. Je však nejisté, zda společnost zvláštního určení, jejíž jedinou činností bude nákup portfolia podkladových pohledávek, emise dluhových cenných papírů, přijímání plateb dlužníků podkladových pohledávek a splácení dluhových cenných papírů a úroků z nich plynoucích, bude či nebude podnikat ve smyslu ustanovení § 2 obchodního zákoníku, a pokud ano, jaké podnikatelské oprávnění bude k její činnosti zapotřebí.

Z funkce, kterou společnost zvláštního určení má v procesu sekuritizace je zřejmé, že její činnost de facto podnikáním nebude. Společnost zvláštního určení plní věcně funkce jakéhosi plátce výnosů z portfolia podkladových pohledávek a investoři do dluhových cenných papírů jí vydávaných by jistě nesouhlasili s tím, aby se společnost zvláštního určení kromě této funkce angažovala i v jiných aktivitách. Docházelo by tím totiž ke zvyšování rizika její ztráty a

následné platební neschopnosti.

Podle citovaného ustanovení § 2 obchodního zákoníku se podnikáním rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Společnost zvláštního určení splňuje alespoň čtyři z pěti charakteristických znaků podnikání, tj. (a) bude soustavně vyvíjet činnost spočívající ve správě portfolia podkladových pohledávek a splácat emitované dluhové cenné papíry, (b) tuto činnost bude provádět samostatně (c) vlastním jménem a (d) na vlastní odpovědnost.

Je diskutabilní, zda bude společnost zvláštního určení svoji činnost vykonávat za účelem dosažení zisku. Z činnosti společnosti zvláštního určení totiž vyplývá, že jejím cílem dosažení zisku není. V tomto případě lze využít ustanovení § 56 odst. 1 věta třetí obchodního zákoníku, které umožňuje založení společnosti s ručením omezením a akciové společnosti i za jiným účelem nežli k podnikání (obchodní zákoník potom hovoří o předmětu činnosti a nikoliv o předmětu podnikání).

3.2.2. *Evropská společnost*

Základní otázky týkající se evropské společnosti jsou upraveny v nařízení Rady ES č. 2157/2001, o statutu evropské společnosti (dále jen „nařízení o evropské společnosti“), které však ponechává řadu otázek k řešení národnímu právu členských států. Vedle toho byla přijata směrnice Rady ES č. 2001/86/ES (dále jen „směrnice o evropské společnosti“), kterou se doplňuje statut evropské společnosti s ohledem na zapojení zaměstnanců. V návaznosti na nařízení a k provedení směrnice byl českými zákonodárci přijat zákon č. 627/2004 Sb., o evropské společnosti (dále jen „zákon o evropské společnosti“).

Právní poměry evropské společnosti tedy normativně upravuje nařízení o evropské společnosti a zákon o evropské společnosti, a subsidiárně pak národní úprava v obchodním zákoníku. Je nutné

podotknout, že značný normativní význam mají i stanovy každé jednotlivé evropské společnosti. V případě, že nařízení o evropské společnosti připouští úpravu některých otázek stanovami, má tato úprava přednost před národním právem členských států. V ostatním se stanovy použijí v rozsahu zákonných dispozic národního práva.

Organizační struktura evropské společnosti je založena buď na dualistickém nebo monistickém modelu. Zakladatelé společnosti si tedy mohou zvolit způsob jejího organizačního uspořádání, a to takový, který je obdobný tuzemské úpravě akciové společnosti s představenstvem jako výkonným a statutárním orgánem a dozorčí radou s kontrolní působností, nebo způsob, který převažuje v anglosaských právních systémech, Francii a Itálii, jenž je založen na principu správy jediným orgánem - správní radou či radou ředitelů s exekutivní i dozorčí funkcí. Vrcholným orgánem v obou modelech je valná hromada.

Základem pro dualistický model, upravený v čl. 39 - 42 nařízení o evropské společnosti, se stala německá právní úprava, ve které je představenstvo, resp. jeho členové voleni a odvoláváni dozorčí radou. Nařízení o evropské společnosti předpokládá, že členy řídicího orgánu (představenstva) evropské společnosti volí a odvolává dozorčí rada. Členské státy jsou však oprávněni připustit volbu a odvolání členů představenstva valnou hromadou. Možnost svěření této působnosti valné hromadě ve stanovách společnosti je zakotvena v ustanovení § 23 zákona o evropské společnosti. Jestliže tak stanovy neurčí, uplatní se systém předpokládaný v nařízení o evropské společnosti.

Co se týče dualistického modelu, platí pro evropskou společnost v zásadě úprava české akciové společnosti zakotvená v obchodním zákoníku.

Stejně tak jako v tuzemské právní úpravě je v dualistickém modelu představenstvo pojato nejen jako statutární, ale také jako řídicí orgán zabezpečující obchodní vedení společnosti. Z čl. 39 odst. 2

nařízení o evropské společnosti vyplývá, že řídicí orgán odpovídá za řízení evropské společnosti. Lze tedy dovodit, že nikdo nemůže dávat představenstvu pokyny týkající se řízení společnosti, jestliže to nařízení o evropské společnosti přímo nedovoluje. Existují dva případy, kdy to je možné - nařízení o evropské společnosti dovoluje, aby určité druhy jednání byly schváleny dozorčí radou (čl. 48), nebo to plyne z koncernového práva, které je aplikovatelné na evropskou společnost.

Podle čl. 39 nařízení o evropské společnosti lze přenést odpovědnost za obchodní vedení na generálního ředitele společnosti, a to za stejných podmínek, jaké platí pro akciové společnosti se sídlem na jejich území. Jelikož není obchodním zákoníkem takové přenesení působnosti umožněno, není možné tuto úpravu v tuzemsku využít. Z toho vyplývá, že generální ředitelé dualistických evropských společností budou pouhými zaměstnanci, jako je tomu u tuzemských akciových společností. Výjimkou by však byl případ, kdyby je bylo možné považovat za tzv. faktické vedoucí a vztáhnout na ně ustanovení § 66 odst. 6 obchodního zákoníku týkající se režimu odpovědnosti orgánů společnosti.

Z nařízení o evropské společnosti pak vyplývají zejména následující podstatné odchylky od tuzemské úpravy akciové společnosti:

1. V ustanovení § 194 odst. 3 obchodního zákoníku je dán minimální počet členů představenstva, to však neplatí pro evropskou společnost, neboť Česká republika nevyužila zmocnění daného v čl. 39 odst. 4 nařízení o evropské společnosti.

2. Nařízení o evropské společnosti umožňuje, aby byl některý ze členů dozorčí rady dočasně jmenován usnesením dozorčí rady členem představenstva evropské společnosti v případě, kdy nejsou obsazena všechna místa v představenstvu. Takové jmenování má pouze dočasný charakter, a to pouze do doby nejbližšího zasedání valné hromady, resp. dalšího zasedání dozorčí rady, které má provést

volbu nového řádného člena představenstva. Tímto se nevylučuje kooptace člena představenstva. Zaměstnanci mohou přitom pověřit dočasným výkonem funkce v představenstvu i některého ze členů dozorčí rady, přičemž se tomuto členu pozastavuje členství a výkon funkce v dozorčí radě do té doby, než je zvolen nový řádný člen představenstva (čl. 39 nařízení o evropské společnosti).

3. Ustanovení § 194 odst. 7 obchodního zákoníku stanoví, že členem představenstva může být jen fyzická osoba. Za podmínek § 194 odst. 2 obchodního zákoníku může členem představenstva jmenovat právnickou osobu pouze soud. Naproti tomu čl. 47 odst. 1 nařízení o evropské společnosti umožňuje, aby se členem představenstva stala i právnická osoba, pokud to připustí stanovy a nevylučují to národní právní předpisy. Z toho vyplývá, že české právo tuto možnost vylučuje.

4. Mlčenlivost stanovenou obchodním zákoníkem v § 194 obchodního zákoníku musí členové představenstva evropské společnosti zachovávat i po skončení výkonu své funkce, jestliže by vyzrazení některých skutečností mohlo způsobit evropské společnosti škodu, ledaže je vyzrazení této mlčenlivosti ve veřejném zájmu nebo ustanovení národního akciového práva členy představenstva evropské společnosti mlčenlivosti zprošťuje nebo nařizuje poskytnutí informací.

Monistický model české obchodní právo nepřipouští, z tohoto důvodu bylo nutné tento model pro potřeby evropské společnosti upravit speciálně v zákoně o evropské společnosti, který vychází z právní úpravy francouzské.

Monistický model se od dualistického liší tím, že v čele společnosti stojí jediný orgán - správní rada, do určité míry v sobě spojující pravomoci a působnost statutárního a dozorčího orgánu. Vrcholným orgánem je stejně tak jako u modelu dualistického valná hromada.

Monistický systém připouští dva subsystemy, což má význam z hlediska jednatelského oprávnění a postavení správní rady.

1. Klasický systém, ve kterém je statutárním orgánem předseda rady, který je současně generálním ředitelem. Mluvíme tedy o něm jako o výkonném členu orgánu (anglicky executive director) a ostatní členové správní rady jsou nevýkonnými členy (anglicky non-executive directors), přičemž tím se přibližují dozorčí radě v dualistickém modelu.

2. Oddělený systém, kdy generální ředitel (anglicky chief executive officer nebo zkratka CEO) je statutárním orgánem s jednatelskou působností a obchodním vedením, stojícím mimo řady členů správní rady. Postavení samotného předsedy správní rady se příliš neliší od postavení ostatních členů správní rady. Tímto se tak správní rada přibližuje dozorčí radě v dualistickém modelu.

Flexibilita zákona o evropské společnosti umožňuje, aby sama správní rada, za podmínek upravených ve stanovách, rozhodla o volbě mezi výše zmíněnými subsystemy. Správní rada je tak oprávněna si sama určit, zda zvolený předseda bude oprávněn zastávat zároveň funkci generálního ředitele. Akcionáři a třetí osoby musí být poté s jejím rozhodnutím obeznámeni prostřednictvím zápisu do obchodního rejstříku (§ 35 odst. 2, resp. § 8 odst. 2 písm. b) zákona o evropské společnosti).

V obou popsaných subsystemech přísluší správní radě působnost v otázkách koncepčního řízení společnosti. Správní rada zásadně nemůže zasahovat do běžného obchodního vedení, zejména udělovat orgánu obchodního vedení (ať již svému předsedovi - generálnímu řediteli či jen generálnímu řediteli, resp. delegovaným generálním ředitelům) konkrétní pokyny, jak vyvíjet běžnou podnikatelskou činnost, může je však řídit koncepčně. Podle § 40 odst. 2 zákona o evropské společnosti správní rada určuje směr činnosti evropské společnosti a dohlíží na její realizaci. Kromě toho má správní rada působnost sama rozhodovat (nikoliv pouze spolurozhodovat) o zásadních otázkách významných pro dobré fungování evropské společnosti, byť by se týkaly obchodního vedení, a prostřednictvím svých usnesení o nich řídit záležitosti, které se týkají těchto otázek (§

40 odst. 1 zákona o evropské společnosti). Uvedená působnost plyne přímo ze zákona, není tedy potřeba, aby ji zakládaly stanovy společnosti. Předmětné otázky pouze nesmějí zasahovat do působnosti výslovně svěřené valné hromadě (patrně ať již zákonem, tak stanovami evropské společnosti) a musejí se pohybovat v rámci předmětu podnikání dané evropské společnosti.

V obou popsanych rozdílech bývá spatřována jedna z předností monistického systému správy a řízení společnosti. Systém vtahuje „neexekutivní členy orgánů“ hlouběji do záležitostí společnosti a nutí je k intenzivnějšímu podílu na její správě a obchodním vedení. To by mělo přispívat k lepšímu toku informací a efektivnějšímu výkonu kontrolní, ale i řídicí působnosti.⁵

Ačkoliv nejsou s využitím evropské společnosti v praxi dosud velké zkušenosti, lze se domnívat, že flexibilnější úprava a tím i možnost přesnějšího uzpůsobení společnosti pro účely sekuritizace dávají evropské společnosti dobré předpoklady pro její budoucí využití.

3.2.3. *Zahraniční právnická osoba*

Využití zahraničních právnických osob jako společností zvláštního určení pro účely sekuritizace je v praxi poměrně časté. Hlavním důvodem pro jejich zapojení bývá daňová optimalizace výnosů plynoucích z portfolia podkladových pohledávek a dluhových cenných papírů. Ingerence mezinárodního prvku v podobě zahraničního subjektu dále umožňuje využít v případě nutnosti zahraničního právního řádu, který může být pro účely sekuritizace příznivější než tuzemská právní úprava.

⁵ Sirotková, J.: Organizační struktura evropské společnosti, www.epravo.cz

Zapojení zahraniční společnosti zvláštního určení však s sebou přináší i rizika v podobě vymahatelnosti nároků v rámci struktury sekuritizace a zvyšuje se i právní riziko.

Jestliže při sekuritizace dojde k využití zahraniční společnosti zvláštního určení, bývá původce zpravidla jmenován správcem podkladových pohledávek, v důsledku čehož nedochází ke zhoršení postavení věřitelů těchto pohledávek. Věřitelé tak např. nemusí zasílat svoje platby do zahraničí, ani nemusí komunikovat přímo s věřitelem (tj. společností zvláštního určení), ale mohou vše potřebné vyřídit s původcem. Prakticky se tak pro dlužníky podkladových pohledávek příliš věcí nemění.

3.2.4. *Sdružení právnických osob*

Další spíše teoretickou možností je založení zájmového sdružení právnických osob podle § 20 písm. f) - j) občanského zákoníku. Sdružení právnických osob je nadáno samostatnou právní subjektivitou a lze je zakládat "k ochraně zájmů sdružených právnických osob nebo k jinému účelu". Na základě zákonné díkce dovozují, že je možné, aby emitent spolu např. se svojí dceřinou společností nebo bankou (což by napomohlo kredibilitě celé transakce) vytvořil takovéto sdružení, které by po převodu pohledávek emitenta do vlastnictví tohoto sdružení emitovalo strukturované cenné papíry. Ve všech výše uvedených případech je však třeba dbát již zmíněného požadavku oddělení podkladových pohledávek od původního věřitele.

K založení zájmového sdružení právnických osob se vyžaduje písemná zakladatelská smlouva uzavřená zakladateli. Společně s touto smlouvou musí být taktéž přijaty stanovy sdružení. Sdružení nabývá právní způsobilosti zápisem do registru vedeného u okresního úřadu příslušného podle sídla sdružení. K návrhu na tento zápis se přikládá zakladatelská smlouva se stanovami. K podání návrhu je oprávněna osoba zmocněná zakladateli.

3.3. Legitimní převod na společnost zvláštního určení

Po vzniku společnosti zvláštního určení je možné přistoupit k převodu podkladových pohledávek z původního věřitele na tuto společnost. Jak již bylo zdůrazněno výše, z pohledu sekuritizace je naprosto zásadní, aby převod pohledávek na společnost zvláštního určení byl legitimní, tj. aby nemohl být zpětně zpochybněn, odporován či zrušen. V takovém případě by totiž došlo k tomu, že společnost zvláštního určení by pozbyla zdroje, ze kterých měla splácet jí emitované dluhové cenné papíry.

Při analýze toho, který právní institut využít k realizaci legitimního převodu podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení, je základní otázkou, zda pro daný případ výhodnější převádět pouze pohledávky vyplývající z leasingových smluv, spotřebních půjček, z hypotečních úvěrů, kreditních karet či jiných bankovních a finančních produktů nebo převádět všechna práva a povinnosti vyplývající pro původce z těchto smluv.

3.3.1. Postoupení pohledávek

Převod podkladových pohledávek na základě smlouvy o postoupení pohledávky v souladu s ustanoveními § 524 a následujících občanského zákoníku bude zřejmě nejčastější formou legitimního převodu využívaného v sekuritizaci, druhou zvažovanou alternativou vycházející z principu postoupení pohledávky je vklad portfolia podkladových pohledávek do základního kapitálu společnosti zvláštního určení.

3.3.1.1. Smlouva o postoupení pohledávky

Pro platné smluvní postoupení pohledávky z původního věřitele na třetí osobu, tj. na společnost zvláštního určení, je vyžadována písemná forma smlouvy. Emitent strukturovaných cenných papírů se na základě této smlouvy o postoupení pohledávky stává novým věřitelem vůči primárním dlužníkům namísto původního věřitele. Postoupení převáděné pohledávky není vázáno na souhlas

primárního dlužníka, nicméně je vyžadováno učinit o této skutečnosti primárním dlužníkům oznámení, a to bez zbytečného odkladu, jinak je postoupení vůči dlužníkovi neúčinné. V důsledku toho by se primární dlužník až do doby, kdy mu bude postoupení pohledávky oznámeno, zprostil svého závazku také plněním původnímu věřiteli, což by mohlo mít velmi nepříznivé důsledky pro investory do strukturovaných cenných papírů.

Postoupení pohledávky brání nemožnost postoupení vyplývající přímo ze zákona, dohoda mezi postupitelem a dlužníkem (tj. případná smlouva mezi původním věřitelem a primárním dlužníkem), případně samotná povaha závazku. Z hlediska strukturované transakce může být významnou snad jen možnost případného předchozího smluvního ujednání mezi původním věřitelem a primárním dlužníkem, proto je třeba smluvní vztahy na jejichž základě strukturované pohledávky vznikly, podrobit právní prověrce.

Ustanovení § 529 občanského zákoníku zachovávají primárním dlužníkům vůči nabyvateli postoupené pohledávky veškeré námitky, které mohli uplatnit v době postoupení pohledávky vůči původnímu dlužníku (např. námitku promlčení). Z tohoto hlediska je zřejmé, že významnou roli bude hrát samotná písemná smlouva o postoupení pohledávek, která musí upravit např. otázky námitek dlužníků vůči společnosti zvláštního určení (např. možnost požadovat úhradu škody a výdajů s tím souvisejících původním věřitelem).

Pokud jde o základní náležitosti této smlouvy, musí smlouva obsahovat projev vůle dosavadního věřitele směřující k postoupení a souhlas emitenta strukturovaných cenných papírů s postoupením. Dále by pohledávka měla být jednoznačným způsobem označena a sjednána úplata za postoupení. Vzhledem k tomu, že postoupení podkladových pohledávek bude z podstaty věci vždy úplatné, odpovídá v souladu s ustanovení § 527 občanského zákoníku původce jako postupitel společnosti zvláštního určení coby postupníkovi, jestliže se společnost zvláštního určení nestane místo původce

věřitelem postupované podkladové pohledávky s dohodnutým obsahem, nebo jestliže dlužník splnil původci svůj závazek dříve, než byl povinen jej splnit společností zvláštního určení nebo pokud postoupená podkladová pohledávka nebo její část zanikne započtením jiného nároku, který měl dlužník vůči původci. Vzhledem k tomu, že původce bude na společnost zvláštního určení postupovat zpravidla značné množství podkladových pohledávek, lze vznik jedné z dříve uvedených situací do větší či menší míry předpokládat. Rámcová smlouva o postoupení pohledávek by proto měla předvídat a upravovat vypořádání těchto nároků mezi původcem a společností zvláštního určení.

Z pohledu uskutečnitelnosti sekuritizace jako takové má zásadní význam ustanovení § 527 odst. 2 občanského zákoníku, které stanoví, že za dobytost postoupené pohledávky postupitel (tedy původce) ručí do výše přijaté úplaty spolu s úroky, jen když se k tomu postupníkovi (tj. společnosti zvláštního určení) písemně zavázal. Toto ručení však zaniká, jestliže postupník nevybíhá postoupenou pohledávku na dlužníkovi bez zbytečného odkladu u soudu. Jak vyplývá z citovaného ustanovení původce za dobytost postoupených podkladových pohledávek neručí. Proto může dojít k nezbytnému oddělení původce od převáděného portfolia, což je jedním z charakteristických znaků sekuritizace a jednou z jejích hlavních výhod.

S postoupenou pohledávkou přecházejí veškerá práva s ní spojená včetně příslušenství. Postupitel je povinen předat postupníkovi všechny doklady a poskytnout všechny potřebné informace, jež se týkají postoupené pohledávky. Jestliže je splnění postoupené pohledávky zajištěno zástavním právem, ručením nebo jiným způsobem, je postupitel povinen o postoupení pohledávky podat zprávu osobě, která zajištění závazku poskytla.

Pro případ vymáhání pohledávky umožňuje ustanovení § 530 občanského zákoníku, aby pohledávka byla vymáhána původcem jménem společnosti zvláštního určení. Vzhledem k účelovosti existence společnosti zvláštního určení a s tím souvisejícího možného

nedostatku personálního a technického vybavení může být takové řešení praktické, neboť původce může působit jako správce.

3.3.1.2. *Vklad do základního kapitálu*

Portfolio podkladových pohledávek může být rovněž vloženo formou nepeněžitého vkladu do základního kapitálu společnosti zvláštního určení. V souladu s ustanovení § 59 odst. 2 obchodního zákoníku hodnota nepeněžitého vkladu musí být uvedena ve společenské smlouvě, zakladatelské smlouvě nebo zakladatelské listině.

Hodnota nepeněžitého vkladu do společnosti s ručením omezeným a do akciové společnosti se stanoví podle posudku zpracovaného znalcem nezávislým na společnosti, jmenovaným za tím účelem soudem. Návrh na jmenování znalce nebo znalců podává zakladatel, budoucí zakladatel nebo společnost. Účastníky řízení jsou navrhovatel a znalec. Soud není vázán návrhem osoby znalce, v praxi se však soud od návrhu jen málokdy odchýlí. O návrhu na určení nebo odvolání znalce musí soud rozhodnout do 15 dnů od doručení návrhu. Odměnu za zpracování posudku znalce hradí zakládaná společnost a stanoví se dohodou mezi společností a znalcem. Nevznikne-li společnost, hradí odměnu společně a nerozdílně zakladatelé. Jestliže se strany na výši odměny nedohodnou, určí ji na návrh kteréhokoliv účastníka soud, který znalce jmenoval.

Posudek znalce musí obsahovat alespoň, (a) popis nepeněžitého vkladu, (b) použité způsoby jeho ocenění a údaj o tom, zda hodnota nepeněžitého vkladu, ke které vedou použité způsoby ocenění, odpovídá alespoň úhrnnému emisnímu kursu akcií, které mají být vydány jako protiplnění za tento nepeněžitý vklad, nebo částce, která se má započítávat na vklad do základního kapitálu společnosti s ručením omezeným, (c) částku, kterou se nepeněžitý vklad oceňuje.

Nedosáhne-li v době vzniku společnosti hodnota nepeněžitého vkladu částky stanovené při jejím založení, je společník, který splatil tento vklad, povinen doplatit rozdíl v penězích, nevyplyvá-li ze

společenské smlouvy nebo stanov jiný způsob náhrady. Převede-li společník podíl na jiného, ručí za splnění těchto povinností nabyvatel podílu, nejde-li o nabytí podílu na regulovaném trhu nebo volném trhu.

Problematickým a z pohledu uskutečnění sekuritizace velmi nepříznivým ustanovením je ustanovení § 59 odst. 6 obchodního zákoníku, které stanoví, že spočívá-li nepeněžitý vklad v převodu pohledávky, použijí se přiměřeně ustanovení o postoupení pohledávky, přičemž společník, který převedl na společnost jako nepeněžitý vklad pohledávku, ručí za dobytost této pohledávky do výše jejího ocenění. Toto ustanovení prakticky zamezuje využití vkladu portfolia podkladových pohledávek do základního kapitálu společnosti zvláštního určení, neboť původce by ručil za dobytost podkladových pohledávek a nemohlo by tak dojít k oddělení jeho rizika od rizika společnosti zvláštního určení.

3.3.1.3. *Postoupení budoucích pohledávek*

Jestliže by podkladovými pohledávkami byly měly být pohledávky plynoucí z revolvingových úvěrových smluv, z kreditních karet nebo jiných smluv z nichž pohledávky vzniknou teprve v budoucnu, je třeba odpovědět otázku, zda lze i takové budoucí pohledávky do sekuritizace zařadit, resp. zda je možné je platně postoupit na společnost zvláštního určení. V praxi panuje ohledně možnosti postupu budoucích pohledávek jistá míra nejistoty⁶. Domnívám se však, že postoupení budoucích pohledávek je možné za splnění níže uvedených podmínek.

V českém právu se uznává princip, že k postupu je způsobilá

⁶ Např. Lewis Ch., Otruba T.: Czech securitisation, Global Securitisation and Structured Finance 2004, str. 265-266

nejen pohledávka splatná ale i nesplatná, sporná nebo podmíněná, ale i budoucí. Pokud jde o pohledávky budoucí, tedy takové, které v okamžiku postupu ještě neexistují ani jako podmíněné, nemá teorie o možnosti jejich postupu větší pochybnosti. Např. J Dvořák uvádí, že smlouvu o postoupení pohledávky je možno uzavřít s tím, že smlouva nabude účinnosti až okamžikem vzniku pohledávky⁷. Tento názor vychází i z obecného principu, že při konsensuálních kontraktech může být předmětem obchodu i majetková hodnota, která v době uzavření smlouvy ještě neexistuje (například lze jistě uzavřít kupní smlouvu na koupi zboží, která má být teprve vyrobeno).⁸

Budoucí pohledávky však můžeme chápat jako pohledávky dvojího druhu, a to ty, které sice k okamžiku uzavření smlouvy o jejich postoupení ještě neexistují, avšak existuje již právní vztah z něhož budoucí pohledávka vzniknout může a dále na ty, ohledně kterých právně ani skutkově neexistuje nic, co by nasvědčovalo vzniku pohledávky jednoho subjektu vůči druhému.

V prvním případě je možnost postupu takové budoucí pohledávky nepochybná, jedná se totiž v podstatě o postup pohledávky, který se stane perfektní okamžikem, kdy pohledávka v budoucnu vznikne, jestliže nastane určitá právní skutečnost. Jako příklad se uvádí situace, kdy po uzavření smlouvy o smlouvě budoucí kupní, budoucí prodávající postoupí svoji pohledávku na zaplacení kupní ceny na třetí osobu, ačkoliv není dosud jisté zda budce kupní smlouva uzavřena a zda z ní tudíž vznikne pohledávka na zaplacení

⁷ Dvořák J.: Knappová, M. - Švestka, J. a kol, Občanské právo hmotné sv. II, Kodex, Praha 1995, str. 98

⁸ Eliáš K.: Předmět postupu (příspěvek k výkladu § 524 občanského zákoníku), Právník 1997/10-11, str. 910 a násl.

kupní ceny.⁹

V případě sekuritizace pohledávek z výše uvedených druhů smluv by se jednalo například postoupení budoucích pohledávek z konkrétní smlouvy o revolvingovém úvěru s konkrétnímu klientem, přičemž budoucí pohledávkou bude pohledávka vzniklá okamžikem čerpání úvěru tímto klientem (jestliže k čerpání úvěru dojde).

Spornější bude zřejmě situace, kdy by mělo dojít k postoupení budoucích pohledávek, ohledně nichž dosud neexistuje právní vztah mezi původcem a budoucím dlužníkem. Karel Eliáš s odkazem na předválečnou judikaturu Nejvyššího soudu i evropskou odbornou literaturu obligačního práva dospívá k názoru, že postupu takových budoucích pohledávek v zásadě možný je, neboť to odpovídá principiu smluvní svobody, jako jednoho ze zásadních principů soukromého práva. Současně však dodává, že kritériem platnosti postupní smlouvy nebude existence či neexistence budoucí pohledávky, ale spíše určitelnost této budoucí pohledávky z titulu platnosti právního úkonu jako takového. Předmět právního úkonu, tj. budoucí pohledávka, musí být totiž vymezen takovým způsobem, aby bylo jednoznačně a bez pochybností zjistitelné, čeho se právní úkon týká a jaká budoucí pohledávka se jím postupuje.

Obtíže s určitostí postupovaných pohledávek nastávají právě zejména u tzv. globální (či generálních) cessí využívaných např. při faktoringových obchodech či za účelem zajištění bankovních obchodů. Předmětem globálních cessí je postoupení veškerých pohledávek postupitele na postupníka, které zahrnují jak pohledávky existující před uzavřením smlouvy tak i vznikající až po jejím uzavření. Pro posílení právní jistoty smluvních stran se většinou doporučuje, aby na

9 Eliáš K.: Předmět postupu (příspěvek k výkladu § 524 občanského zákoníku), Právník 1997/10-11, str. 910 a násl.

základě rámcové smlouvy docházelo k průběžnému postupování pohledávek, tak jak budou v budoucnu vznikat. Jedním z navrhovaných řešení, která by měla právní rizika postoupení budoucích pohledávek vyřešit, je využití elektronické komunikace (s elektronickým podpisem), která by umožňovala efektivní a rychlé každodenní uzavírání smluv o postoupení nově vzniklých pohledávek na společnost zvláštního určení.

3.3.2. *Převod práv a povinností*

Převodu práv a povinností vyplývajících pro původce ze smluv tvořících portfolio podkladových pohledávek (ačkoliv v tomto případě by se mělo používat spíše termínu portfolio podkladových závazků) vede k tomu, že společnost zvláštního určení se stane přímo účastníkem (smluvní stranou) závazkového právního vztahu nikoliv pouze věřitelem peněžité pohledávky. Do úvahy přicházejí tyto formy převodu práv a povinností na společnost zvláštního určení.

3.3.2.1. *Převod části podniku*

Na úvod této části je třeba poznamenat, že podle ustanovení § 5 odst. 1 obchodního zákoníku se podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Pokud by podniku (resp. jeho části) některá z vyjmenovaných složek chyběla nejednalo by se o podnik a nebylo by možné použít příslušná ustanovení smlouvy o prodeji (části) podniku.

Z toho vyplývá, že v případě, že by se pro účely sekuritizace využíval právní institut smlouvy o převodu části podniku¹⁰,

10 Převádět celý podnik původce nedává smysl, neboť by to

- pokračování na další straně -

nepřecházely by na společnost zvláštního určení pouze práva a závazky z podkladových smluv, ale i majetek a zaměstnanci sloužící k provozu této části podniku.

Smlouva o prodeji části podniku se podle ustanovení § 487 použije i pro smlouvy, jimiž se prodává část podniku tvořící samostatnou organizační složku. Smlouvou o prodeji části podniku se prodávající zavazuje odevzdat kupujícímu část svého podniku a převést na něj vlastnické právo k části podniku a kupující se zavazuje převzít závazky prodávajícího související s částí podniku a zaplatit kupní cenu. Smlouva vyžaduje písemnou formu.

Podle ustanovení § 477 obchodního zákoníku na kupujícího, tj. na společnost zvláštního určení, přecházejí všechna práva a závazky, na které se prodej vztahuje. Vzhledem k tomu, že prodej se ze svojí podstaty vztahuje na část podniku (organizační složku) původce, není možné bez dalšího některé podkladové smlouvy do prodeje zařadit a jiné nikoliv. Jestliže by mělo dojít k selekci v rámci podkladových smluv, je zapotřebí postupovat velice opatrně a převod předem připravit například tím, že budou vyčleněny dvě organizační složky, přičemž pouze jedna bude předmětem prodeje.

Kupující je povinen bez zbytečného odkladu oznámit věřitelům převzetí závazků a prodávající dlužníkům přechod pohledávek na kupujícího. Přechod pohledávek se jinak řídí ustanoveními o postoupení pohledávek a tudíž se nevyžaduje souhlas dlužníka. Práva a povinnosti vyplývající z pracovněprávních vztahů k zaměstnancům podniku přecházejí z prodávajícího na kupujícího.

K přechodu závazku se nevyžaduje souhlas věřitele,

popíralo podstatu sekuritizace, tj. oddělení části pokladových pohledávek a jejich převod na společnost zvláštního určení.

prodávající však ručí za splnění převedených závazků kupujícím. Ručení původce za závazky společnosti zvláštního určení by nemělo pro účely sekuritizace představovat vážnější překážku, neboť závazků, které společnost zvláštního určení přejme, bude zřejmě jen minimální množství.

Zhorší-li se nepochybně prodejem podniku dobytost pohledávky věřitele, může se věřitel domáhat podáním odporu u soudu do 60 dnů ode dne, kdy se dověděl o prodeji podniku, nejpozději však do šesti měsíců ode dne, kdy prodej byl zapsán do obchodního rejstříku, aby soud určil, že vůči němu je převod závazku prodávajícího na kupujícího neúčinný. Není-li prodávající zapsán v obchodním rejstříku, může být podán odpor u soudu do 60 dnů ode dne, kdy se věřitel doví o prodeji podniku, nejpozději však do šesti měsíců ode dne uzavření smlouvy. Jestliže věřitel úspěšně uplatní odpor u soudu, je prodávající povinen vůči němu splnit závazek v době splatnosti a je oprávněn požadovat od kupujícího poskytnuté plnění s příslušenstvím (rekurz).

Podle ustanovení § 482 platí právní domněnka, že kupní cena je stanovena na základě údajů o souhrnu věcí, práv a závazků uvedených v účetní evidenci prodávané části podniku ke dni uzavření smlouvy a na základě dalších hodnot uvedených ve smlouvě, pokud nejsou zahrnuty do účetní evidence. Má-li nabýt smlouva účinnosti k pozdějšímu datu, mění se výše kupní ceny s přihlédnutím ke zvýšení nebo snížení jmění, k němuž došlo v mezidobí.

Ke dni účinnosti smlouvy je povinen prodávající předat a kupující převzít věci zahrnuté do prodeje. O převzetí se sepíše zápis podepsaný oběma stranami. Převzetím věcí přechází nebezpečí škody na těchto věcech z prodávajícího na kupujícího. Kupující má právo na přiměřenou slevu z kupní ceny odpovídající chybějícím nebo vadným věcem (resp. pohledávkám). Kupující může uplatnit nárok na slevu z kupní ceny ohledně závazků, jež na něho přešly a nebyly zachyceny v účetní evidenci v době účinnosti smlouvy, ledaže o nich kupující v době uzavření smlouvy věděl.

Prodá-li podnik osoba zapsaná v obchodním rejstříku, navrhne provedení zápisu o prodeji podniku nebo jeho části v tomto rejstříku.

3.3.2.2. *Rozdělení odštěpením*

Toho, aby na společnost zvláštního určení přešly práva a povinnosti ze smluv tvořících podkladové portfolio, lze právně dosáhnout i rozdělením odštěpením společnosti původce podle ustanovení § 69 odst. 4 obchodního zákoníku a založením společnosti zvláštního určení popř. sloučením odštěpené části se společností zvláštního určení.

Rozdělením odštěpením se rozdělovaná společnost neruší ani nezaniká, ale vyčleněná část jejího jmění přechází na existující (odštěpení sloučením) nebo nově založenou (odštěpení se založením nových společností) nástupnickou společnost nebo společnosti. Právní účinky rozdělení vznikají až okamžikem zápisu rozdělení do obchodního rejstříku.

Dochází-li k rozdělení odštěpením akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným, je rozdělovaná společnost povinna nechat ocenit posudkem znalce ke dni zpracování konečné účetní závěrky zpracovávané k rozhodnému dni rozdělení odštěpovanou část svého jmění, má-li tato část přejít na jedinou nástupnickou společnost. Pro jmenování, odměňování a obsah posudku znalce platí obdobně ustanovení § 59 odst. 3 a 4 obchodního zákoníku. Znalcem oceňujícím jmění rozdělované společnosti přitom podle výslovného zákonného ustavení může být i osoba, která je pro tuto společnost jmenována jako znalec pro rozdělení podle § 220s odst. 3 obchodního zákoníku.

Podle ustanovení § 220zb odst. 4 ve spojení s ustanovením § 220x odst. 1 obchodního zákoníku ručí nástupnická společnost (tj. společnost zvláštního určení) za závazky, které přešly z původce na společnost zvláštního určení, do výše hodnoty části čistého obchodního majetku vyplývající z posudku znalce podle § 69c odst. 7 obchodního zákoníku. Dále platí, že i původce ručí za závazky, které přešly na společnost zvláštního určení do výše vlastního kapitálu

vykázaného v zahajovací rozvaze původce vyhotovované v souvislosti s rozdělením odštěpením.

Pro účely rozdělení odštěpením je zapotřebí zpracovat a schválit valnou hromadou rozdělované společnosti (původce) i nástupnické společnosti (společnosti zvláštního určení) projekt rozdělení. Projekt rozdělení musí obsahovat mimo jiné:

a) výměnný poměr akcií (podílů) společníků rozdělované společnosti v nástupnické společnosti a výši případného doplatku na vyrovnání s pravidly pro jeho výplatu;

b) den, od kterého se jednání rozdělované společnosti týkající se přecházející části jmění považuje z účetního hlediska za jednání uskutečněná na účet nástupnické společnosti;

c) určení, jaký majetek a jaké závazky přecházejí na jednotlivé nástupnické společnosti; při tomto určení je možno použít odkazu na konečnou rozvahu zanikající společnosti a soupisy jmění z provedené inventarizace, jestliže takové určení umožňují nebo stanovení přesných metod a postupu podle kterých se toto určení stanoví,

d) určení, kteří zaměstnanci zanikající společnosti se stávají zaměstnanci jednotlivých nástupnických společností,

e) určení, zda a v jaké struktuře nástupnická společnost přebírá složky vlastního a cizího kapitálu zanikající společnosti, jež nejsou závazkem,

Využití této formy převodu podkladových pohledávek (závazků) na společnost zvláštního určení má výhody ve větší flexibilitě při určení toho jaká práva a závazky (tj. z jakých smluv) mají přejít na společnost zvláštního určení. Dále nemusí nezbytně dojít k převodu zaměstnanců a nebo souvisejícího majetku. Na druhou stranu mohou nastat značné komplikace při strukturaci finančních toků v rámci sekuritizace. Podstatou sekuritizace totiž je, že společnost zvláštního určení musí za převod podkladových pohledávek zaplatit původci úplatu. V případě rozdělení odštěpením tak do úvahy

připadají zejména dvě možnosti platby. První možností je výplata doplatku za vyrovnání podle ustanovení § 220r odst. 2 písm. c) nebo následný prodej akcií společnosti zvláštního určení třetí osobě.

3.3.2.3. *Vklad části podniku do základního kapitálu*

Obdobně jako v případě postoupení pohledávek, existuje možnost vložit část podniku formou nepeněžitého vkladu do základního kapitálu společnosti zvláštního určení. Podle ustanovení § 59 odst. 5 obchodního zákoníku jestliže je vkládán podnik či jeho část, použijí se přiměřeně ustanovení o smlouvě o prodeji podniku. Odkazují proto na analýzu této možnosti popsanou v bodě 3.3.2.1 této práce.

Oproti situaci popsané při prodeji části podniku však v tomto případě vzniká ještě další otázka, a tou je obdobně jako v případě rozdělení odštěpením, jakým způsobem může společnost zvláštního určení za převod podkladových pohledávek zaplatit původci úplatu. V případě rozdělení odštěpením tak do úvahy připadají zejména dvě možnosti platby. První možností je následný prodej akcií společnosti zvláštního určení třetí osobě. Druhou možností je výplata rozdílu mezi hodnotou nepeněžitého vkladu, tj. části podniku, a emisním kursem akcií vydávaných společností zvláštního určení zakladateli (tedy původci). Ustanovení § 163a obchodního zákoníku totiž stanoví, že rozdíl mezi hodnotou nepeněžitého vkladu a jmenovitou hodnotou akcií, které mají být vydány akcionáři jako protiplnění, se považuje za emisní ážio, pokud stanovy, zakladatelská smlouva nebo zakladatelská listina anebo usnesení valné hromady neurčují, že tento rozdíl nebo jeho část je společnost povinna vyplatit upisovateli, anebo že jde o tvorbu rezervního fondu. Vzhledem k tomu, že výplata tohoto rozdílu by dosáhla značné výše (základní kapitál společnosti zvláštního určení by byl určen v minimální zákonem požadované výši), mohly by nastat pochybnosti, zda se v tomto případě nejedná o obcházení zákona.

3.3.2.4. *Novace*

Další možností jak docílit převodu práv a povinností z

podkladových smluv na společnost zvláštního určení je novace, a to formou dohody mezi původcem, dlužníkem a společností zvláštního určení o záměně smluvních stran. Na základě této dohody by společnost zvláštního určení vstoupila na místo původce se souhlasem dlužníka.

Jak je však zřejmé s ohledem na potřebný počet podkladových smluv tvořících vhodné portfolio, není tento postup vyžadující souhlas každého dlužníka prakticky proveditelný.

3.3.3. *Postoupení versus převod*

Jak již bylo výše zmíněno, volba právní formy legitimního převodu mezi postoupením pohledávky a převodem práv a závazků vyplývajících z podkladové smlouvy má celou řadu dalších implikací.

Pokud by se například mělo postupovat cestou převodu práv a závazků z podkladových smluv na společnost zvláštního určení, vyžadovalo by to nepochybně složitější právní přípravu a formálnější a zdlouhavější proces. Společnost zvláštního určení by se dostala do právního postavení původce a původce by ztratil smluvní vztah s dlužníkem (původně svým klientem). Současně by nutně došlo k zvýšení administrativní zátěže společnosti zvláštního určení, neboť její činnosti by již nespočívala výhradně v inkasování (příp. vymáhání) dlužných pohledávek, ale její součástí by se stala i administrace smluvních vztahů s dlužníky. Současně by nastala složitější situace i co se týká budoucích pohledávek, neboť společnost zvláštního určení by v pozici původce musela poskytovat další úvěry, půjčky či jiná další plnění na základě již uzavřených podkladových smluv.

Ze shora uvedených důvodů se proto častěji využívá formy postoupení pohledávek, jakožto jednodušší a méně náročné formy legitimního převodu. Naproti tomu jejich nevýhodou je skutečnost, že původce zůstává smluvní stranou podkladové smlouvy a po dohodě s dlužníkem může měnit podmínky této smlouvy bez souhlasu společnosti zvláštního určení (popř. investorů).

3.4. Ochrana třetích osob

Účelem sekuritizace v žádném případě není poškození třetích osob, tj. zejména dlužníků z podkladových pohledávek, věřitelů původce nebo akcionářů původce nebo investorů do dluhových cenných papírů. Zájmy těchto osob jsou v různé míře chráněny strukturálně, tj. samotnou strukturou sekuritizace a jejích peněžních toků. Významnější roli však jistě hrají kogentní ustanovení českého právního řádu, která ochranu těchto osob zajišťují.

V České republice neexistuje žádný specifický právní předpis, který by se podmínkami sekuritizace konkrétně zabýval. Níže uvedený výčet hlavních zákonných omezení tak vychází zejména z analýzy toho, aplikace kterých právních předpisů přichází pro účely sekuritizace v úvahu.

Obecně lze shrnout, že převod podkladových pohledávek z původce na společnost zvláštního určení musí být učiněn za podmínek obvyklých v obchodním styku a za protihodnotu odpovídající hodnotě převáděného majetku. V takovém případě je totiž zajištěno, že majetek původce před sekuritizací se nezmenší oproti výslednému stavu po sekuritizaci, pouze dojde k jeho přeměně z jedné formy (pohledávek) na druhou (peněžní prostředky). Práva třetích osob by proto v takovém případě neměla být negativně dotčena.

Český obchodní zákoník vychází z principu autonomie vůle smluvních stran a kromě obecných korektivů zásad poctivého obchodního styku neomezuje smluvní volnost původce ani společnosti zvláštního určení, pokud mezi nimi není majetkové nebo personální propojení. Z tohoto lze „a contrario“ dovodit, že při splnění zákonných náležitostí dané formy převodu podkladových pohledávek mezi původcem a společností zvláštního určení mezi nimiž neexistuje personální nebo majetkové propojení lze vycházet z předpokladu, že převod je legitimní a jeho finanční i obchodní podmínky jsou ponechány pouze na vůli stran.

I přes výše uvedené však český právní řád nenechává osoby

zúčastněné na sekuritizace bez ochrany zcela v rukou původce.

3.4.1. *Ochrana akcionářů původce*

Riziko akcionářů (společníků) úpadce spočívá zejména v tom, že v rámci sekuritizace by mohlo dojít k zmenšení majetku původce a tím ke ztrátě hodnoty jimi držенých akcií původce případě snížení podílu na likvidačním zůstatku původce. Ke zmenšení majetku původce by mohlo dojít zejména v případě, že protiplnění, které původce obdrží od společnosti zvláštního určení za převod portfolia podkladových pohledávek bude nižší než hodnota převáděného portfolia diskontovaná o příslušný úrok do celkové splatnosti portfolia pohledávek. V této souvislosti je však třeba upozornit na to, že výše protiplnění se praxi nebude zřejmě rovnat nominální hodnotě převáděného portfolia pohledávek, neboť by měla zohledňovat jednak (i) riziko neplnění pohledávek ze strany primárních dlužníků, (ii) skutečnost, že pohledávky jsou odkupovány před datem jejich splatnosti, a (iii) přiměřený úrok pro společnost zvláštního určení, resp. pro investory do dluhových cenných papírů.

Jak je blíže popsáno v této části, akcionáři (společníci) původce jsou chráněni zejména v případě, že by původce a společnost zvláštního určení byli třeba i dočasně majetkově nebo personálně propojeni, čímž by bylo narušeno obvyklé tržní prostředí při sjednávání úplaty za převod podkladových pohledávek. Akcionáři jsou dále chráněni proti svévoli členů statutárního orgánu původce a proti porušení povinnosti členů orgánu původce jednat při výkonu jejich funkce s péčí řádného hospodáře.

3.4.1.1. *Majetkové a personální propojení*

Jak bylo výše vysvětleno jedním ze základních principů sekuritizace je platba společností zvláštního určení původci za převod podkladových pohledávek, čímž původce realizuje svůj záměr získat likvidní prostředky namísto dlouhodobého portfolia pohledávek generujících budoucí cash-flow.

Z ekonomického hlediska je správné určení úplaty za převod podkladových pohledávek výpočtem vycházejícím z budoucích peněžních toků, předkládaného výnosu, úrokových měr a z nabízeného výnosu dluhových cenných papírů.

Po právní stránce výše úplaty do značné míry určuje, zda bude převod podkladových pohledávek platný či napadnutelný třetími osobami. V případě, že neexistuje žádné personální či majetkové propojení mezi původcem a společností zvláštního určení neexistují žádné právní normy, které by výši úplaty přesně určovaly nebo stanovili její hranice. V takových případech mohou být za obecnými mantinely určujícími výši úplaty považovány snad pouze povinnost statutární orgánů původce spravovat majetek s péčí řádného hospodáře, zásady poctivého obchodního styku.

Jestliže by však existovalo majetkové či personální propojení původce a společnosti zvláštního určení, musela by se výše úplaty řídit několika zákonnými principy. Jak bylo uvedeno výše jedním z požadavků na společnost zvláštního určení je i její naprosté oddělení od původce. V počátku transakce nicméně může nastat situace, že společnost zvláštního určení a původce budou po přechodnou dobu personálně nebo majetkově propojeny.

Pokud budeme předpokládat, že původce nebo společnost zvláštního určení mají formu akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným a jsou majetkově či personálně propojeni, platí podle ustavení § 196a odst. 3 obchodního zákoníku, že jestliže společnost nebo jí ovládaná osoba nabývá majetek od zakladatele, akcionáře nebo od osoby jednající s ním ve shodě anebo osoby, která je oprávněna jménem společnosti jednat anebo od osoby jí ovládané anebo od osoby, se kterou tvoří koncern, za protihodnotu ve výši alespoň jedné desetiny upsaného základního kapitálu ke dni nabytí nebo na ně úplatně převádí majetek této hodnoty, musí být hodnota tohoto majetku stanovena na základě posudku znalce jmenovaného soudem. Jestliže k nabytí dochází do 3 let od vzniku společnosti (což bude jistě případ alespoň společnosti zvláštního určení), musí je

schválit valná hromada.

Pro jmenování a odměňování znalce platí ustanovení § 59 odst. 3 obchodního zákoníku, ze kterého vyplývá, že návrh na jmenování znalce podává společnost. Účastníky řízení o jmenování soudního znalce je společnost a znalec a místně příslušným soudem je obecný soud společnosti. O návrhu na určení (nebo odvolání) znalce musí soud rozhodnout do 15 dnů od doručení návrhu. Ačkoliv soud není vázán návrhem osoby znalce, v praxi se soud od návrhu společnosti jen málokdy odchýlí. Jako příliš koncepční se nejeví ani princip podle, kterého odměnu za zpracování posudku znalce hradí společnost a její výše se stanoví dohodou mezi znalcem a společností. Teprve v případě, že se společnost se znalcem na výši odměny nedohodnou, určí ji na návrh kteréhokoliv účastníka soud, který znalce jmenoval.

Z ustanovení § 6 odst. 1 obchodního zákoníku vyplývá, že pro účely obchodního zákoníku se za majetek považují nejen věci a jiné hmotný majetek ale i pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné hodnoty.

Jestliže tedy budou splněny podmínky pro aplikaci ustanovení 196a obchodního zákoníku určí výši protiplnění poskytovaného společností zvláštního určení původci znalec jmenovaný soudem. To může pro strukturaci peněžních toků v rámci sekuritizace představovat komplikaci, neboť soudem jmenovaný znalec nemusí dospět k závěru ohledně ocenění portfolia podkladových pohledávek, který by strukturu sekuritizace vyhovoval. Jedná se zejména o tu skutečnost, že úplata placená společností zvláštního určení původci do značné míry určuje možný výnos nabízený investorům z dluhových cenných papírů.

Na druhou stranu je třeba si uvědomit, že smyslem tohoto ustanovení je ochrana věřitelů a menšinových akcionářů původce před vyvedením majetku ze společnosti bez poskytnutí odpovídajícího protiplnění (tzv. tunelování). Na ocenění portfolia podkladových pohledávek nezávislým znalcem je proto třeba položit velký důraz. V

tomto ohledu je však poněkud smutnou praxí, že soudy málokdy ustanoví znalcem pro účely ocenění převáděného majetku jiného než společností navrženého znalce, který může vyjít společnosti vstříc a tím ohrozit zájmy jak věřitelů tak i akcionářů původce. Dodržení požadavku na stanovení hodnoty portfolia podkladových pohledávek soudním znalcem je pro původce i dobrým argumentem pro případné spory v rámci konkurzního řízení nebo odporu podaném některým z jeho věřitelů (viz níže).

3.4.1.2. *Souhlas k sekuritizaci*

Platnost převodu podkladových pohledávek je třeba zkoumat i z pohledu nezbytných korporátních souhlasů orgánů na straně společnosti zvláštního určení i původce.

Bude-li mít původce či společnost zvláštního určení formu akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným, přicházejí do úvahy souhlas valné hromady nebo souhlas dozorčí rady těchto společností. Kromě souhlasů případně vyžadovaných stanovami či společenskou smlouvou stanoví ustanovení § 193 (ve spojení s ustanovení § 128) obchodního zákoníku obligatorní souhlas dozorčí rady k uzavření smlouvy, na jejímž základě má společnost nabýt nebo zcizit majetek, přesahuje-li hodnota nabývaného nebo zcizovaného majetku v průběhu jednoho účetního období jednu třetinu vlastního kapitálu společnosti vyplývajícího z poslední řádné účetní závěrky nebo z konsolidované účetní závěrky, sestavuje-li společnost konsolidovanou účetní závěrku. Vydala-li společnost kótované účastnické cenné papíry, vyžaduje se i souhlas valné hromady.

Souhlas s převodem podkladových pohledávek může být vyžadován i pro účely splnění podmínek ustanovení § 196a obchodního zákoníku popsáno v části 3.4.1 této práce.

Kromě shora popsáných obligatorních souhlasů vyžadovaných přímo zákonem, je možné, že další korporátní souhlasy budou vyžadovány podle stanov, resp. společenské smlouvy původce. Nejtypičtějším ustanovením to tomto směru bude pravděpodobně

požadavek, aby veškeré úkony, jejichž hodnota přesahuje určitou mez, nebo se podstatně dotýkají podnikání společnosti, byly předem schváleny valnou hromadou nebo dozorčí radou společnosti. Ohledně souhlasu valné hromady se liší právní úprava pro akciovou společnost a společnost s ručením omezeným.

Podle ustanovení § 187 odst. 2 obchodního zákoníku si valná hromada nemůže vyhradit k rozhodování záležitosti, které jí nesvěřuje zákona nebo stanovy. Jestliže tedy stanovy akciové společnosti neurčí působnost valné hromady k rozhodnutí o uzavření smluv vedoucích k sekuritizaci, nemůže se valná hromada k uzavření těchto smluv závazně usnášet. Podle ustanovení § 191 odst. 1 obchodního zákoníku náleží v takovém případě rozhodnutí o sekuritizaci do působnosti představenstva společnosti.

Naproti tomu v případě společnosti s ručením omezeným podle ustanovení § 125 odst. 3 platí, že valná hromada si může vyhradit rozhodování věcí, které jinak náleží do působnosti jiných orgánů společnosti. Pokud by tedy měl původce právní formu společnosti s ručením omezeným, mohli by společníci (i bez výslovné úpravy ve společenské smlouvě) formou usnesení valné hromady závazně rozhodnout zda sekuritizaci uskutečnit a za jakých podmínek.

3.4.1.3. Odpovědnost členů orgánů původce

Za jistou formu ochrany práv akcionářů úpadce lze považovat i ustanovení obchodního zákoníku upravující odpovědnost členů orgánů akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným vůči společnosti.

Obchodní zákoník v ustanovení § 194 odst. 5 ve spojení s ustanovením § 200 odst. 1 ukládá členům představenstva, dozorčí rady nebo jednatelům (viz ustanovení § 135 odst. 2 obchodního zákoníku) povinnost vykonávat svou působnost s péčí řádného hospodáře a zachovávat mlčenlivost o důvěrných informacích a skutečnostech, jejichž prozrazení třetím osobám by mohlo společnosti způsobit škodu. Ti členové těchto orgánů, kteří způsobili společnosti porušením svých

povinností při výkonu funkce škodu, odpovídají společnosti za tuto škodu společně a nerozdílně. Z tohoto ustanovení lze dovodit, že pokud by členové orgánů původce nevykonávali svoji funkci s péčí řádného hospodáře a v důsledku nevhodně provedené sekuritizace by vznikla původci újma (např. podhodnocením hodnoty podkladových pohledávek), odpovídali by členové orgánu původce za tuto újmu.

Jestliže však členové orgánu společnosti způsobili společnosti škodu plněním pokynu valné hromady, odpovídají za tuto škodu, jen byl-li pokyn valné hromady v rozporu s právními předpisy. Velmi důležité je výslovné zákonné uložení důkazního břemena. Je-li sporné, zda člen orgánu společnosti jednal s péčí řádného hospodáře, nese důkazní břemeno o tom, že jednal s péčí řádného hospodáře, tento člen.

Pro určení odpovědnosti za škodu vzniklou z jednání, k němuž bylo zapotřebí souhlasu dozorčí rady společnosti platí ustanovení § 201 odst. 4 obchodního zákoníku. Jestliže zákon nebo staty vyžadují k určitým jednáním představenstva předchozí souhlas dozorčí rady a dozorčí rada souhlas k takovému jednání nedá nebo využije-li dozorčí rada svého práva zakázat představenstvu určité jednání jménem společnosti, neodpovídají členové představenstva společnosti za škodu, která jí z důvodu splnění takového rozhodnutí dozorčí rady vznikne. Za škodu takto vzniklou odpovídají společně a nerozdílně členové dozorčí rady, kteří nejednali s péčí řádného hospodáře. Na druhou stranu pokud dozorčí rada představenstvu souhlas k jednání dá, odpovídají za škodu vzniklou z takového jednání společně a nerozdílně členové představenstva i dozorčí rady, kteří nejednali s péčí řádného hospodáře.

Jak uvedeno výše, členové orgánů společnosti odpovídají za jimi způsobenou škodu pouze společnosti, tj. nikoliv jejím věřitelům či akcionářům. Proto členové orgánů společnosti, kteří odpovídají společnosti za škodu a tuto škodu dosud neuhradili, ručí ze zákona za závazky společnosti, jestliže věřitelé nemohou dosáhnout uspokojení své pohledávky z majetku společnosti pro její platební neschopnost

nebo z důvodu, že společnost zastavila platby. Rozsah ručení je omezen rozsahem povinnosti k náhradě škody.

Dále platí, že akcionáři, kteří drží alespoň 3 % (resp. 5 %) akcií společnosti jsou oprávněni požádat dozorčí radu, aby uplatnila právo na náhradu škody, které má společnost vůči členovi představenstva. Pokud dozorčí rada bez zbytečného odkladu nesplní žádost akcionáře, mohou tito akcionáři uplatnit právo na náhradu škody jménem společnosti sami. Obdobné právo má i kterýkoliv společník společnosti s ručením omezeným.

Aby bylo zabráněno případným snahám o obcházení zákona, je jakákoliv smlouva mezi společností a členem orgánu společnosti nebo ustanovení stanov vylučující nebo omezující odpovědnost tohoto člena za škodu zákonem výslovně prohlášeno za neplatné. Členové orgánů společnosti odpovídají proto vždy za způsobenou škodu celým svým majetkem.

3.4.2. *Ochrana věřitelů a investorů*

Rizikem na straně věřitelů původce je podobně jako v případě akcionářů původce riziko zmenšení majetku původce při stanovení neadekvátního protiplnění za převod podkladových pohledávek. V důsledku zmenšení majetku původce může totiž dojít i nemožnosti věřitelů původce uspokojit svoje pohledávky vůči původci z majetku původce. V případě úpadku původce pak dochází ke zmenšení konkurzní podstaty původce a tedy k menšímu uspokojení pohledávek v rámci konkurzního řízení.

Rizikem na straně investorů do dluhových cenných papírů je jednak kreditní riziko spojené s podkladovými pohledávkami a jednak riziko spojené s nároky třetích osob (zejména věřitelů původce) na podkladové pohledávky, které byly původcem na společnost zvláštního určení převedeny.

Jak vyplývá ze shora uvedeného rizika věřitelů původce a investorů do dluhových cenných papírů jsou ve vzájemně opačném

postavení. Zatímco skupina věřitelů může mít zájem na tom, aby se k prodeji podkladových pohledávek nepřihlíželo, tak skupina investorů má zájem na tom, aby prodej podkladových pohledávek nebyl zpochybněn. Z tohoto důvodu pojednávám ochraně zájmů těchto skupin na stejném místě této práce.

3.4.2.1. Úpadek původce

Riziko úpadku původce a následků s tím spojených pro investory do dluhových cenných papírů je vždy velmi ostře sledovaným bodem každé strukturované transakce. Vzhledem k blížící se účinnosti nového zákona upravujícího úpadek se budu v této části zabývat jak starou tak novou právní úpravou.

3.4.2.1.1. Zákon o konkurzu a vyrovnání

Podle ustanovení § 14 zákona č. 328/1991 Sb., o konkurzu a vyrovnání, v platném znění (dále jen zákon o konkurzu a vyrovnání) má prohlášení konkurzu mimo jiné i tyto účinky:

1. oprávnění nakládat s majetkem podstaty přechází na správce konkurzní podstaty. Právní úkony úpadce, týkající se tohoto majetku, jsou vůči konkursním věřitelům neúčinné. Osoba, která uzavřela s úpadcem smlouvu, může od ní odstoupit, ledaže v době jejího uzavření věděla o prohlášení konkurzu. Pokud proto například v rámci sekuritizace mělo docházet k postupování budoucích pohledávek původce (úpadce) na společnost zvláštního určení, nebylo by to nadále možné bez souhlasu správce konkurzní podstaty;

2. zanikají práva na oddělené uspokojení (tj. zajištěné pohledávky), která se týkají majetku patřícího do podstaty a věřitelé je získali v posledních dvou měsících před podáním návrhu na prohlášení konkurzu anebo po podání tohoto návrhu; byly-li však věci, práva nebo pohledávky v této době také zpeněženy, patří do podstaty získaný výtěžek. Ačkoliv se na první pohled nezdá, že by se toto ustanovení mohlo sekuritizace významněji dotknout, opak je pravdou. Podle konkrétní struktury dané sekuritizační transakce, se lze totiž

obávat, že převod podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení nebude považován za legitimní převod pro účely sekuritizace, ale pouze za zajišťovací převod poskytnutý jako forma zajištění úvěru poskytovaného původci společností zvláštního určení. V takovém případě by společnost zvláštního určení (pokud by k převodu podkladových pohledávek došlo v uvedené dvou měsíční lhůtě) pozbyla právo na přednostní uspokojení ze zpeněžení těchto podkladových pohledávek. Pokud by k převodu došlo ve lhůtě delší než dva měsíce, považovala by se společnost zvláštního určení za odděleného věřitele a měla by nárok (pouze) na 70% z výtěžku zpeněžení podkladových pohledávek. Podle ustanovení § 14 odst. 3) zákona o konkurzu a vyrovnaní nejsou prohlášením konkursu dotčena práva a povinnosti vyplývající z finančního zajištění podle Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění, transformované do českého právní řádu v ustanoveních § 323a až 323i obchodního zákoníku nebo podle zahraniční právní úpravy, pokud je úpadce jeho poskytovatelem nebo příjemcem a finanční zajištění bylo poskytnuto před vyvěšením usnesení o prohlášení konkursu na úřední desce soudu, nebo v den prohlášení konkursu po vyvěšení usnesení o prohlášení konkursu na úřední desce soudu, a pokud příjemce finančního zajištění prokáže, že nevěděl a ani nemohl o prohlášení konkursu vědět.

Podle ustanovení § 15 odst. 1 zákona o konkurzu a vyrovnaní, jestliže byl prohlášen konkurs, jsou vůči věřitelům neúčinné právní úkony dlužníka, provedené v posledních šesti měsících před podáním návrhu na prohlášení konkursu anebo po podání tohoto návrhu do prohlášení konkursu, kterými mimo jiné

1. se podílí na založení právnické osoby anebo ji sám zakládá anebo nabývá majetkovou účast v obchodní společnosti či družstvu, popřípadě na podnikání jiné osoby. Z toho vyplývá, že věřitelé by mohli napadnout jako vůči nim neúčinné založení společnosti zvláštního určení;

2. převádí věci, práva a jiné majetkové hodnoty ze svého

majetku na jiné osoby bezplatně nebo za nápadně nevýhodných podmínek s výjimkou přiměřeného daru osobám blízkým k obvyklým příležitostem. Jestliže by úplata poskytovaná společností zvláštního určení původci za převod podkladových pohledávek byla příliš nízká, mohli by se věřitelé domáhat neúčinnosti převodu vůči jim. Pokud však byla úplata stanovena na základě posudku znalce, domnívám se, že by toto riziko nemělo hrozit;

3. na sebe přejímá svému majetku nepřiměřené závazky.

Jestliže by se shora uvedených důvodů bylo založení společnosti zvláštního určení nebo převod podkladových pohledávek na tuto společnost shledány jako neúčinné, pak by společnost zvláštního určení plnění z těchto neúčinných právních úkonů nebo náhradu za ně musela vydat do podstaty. Vydání tohoto plnění do podstaty se může domáhat jak správce konkurzní podstaty tak i kterýkoli z konkursních věřitelů.

Obdobně jako v případě účinků prohlášení konkurzu se neúčinnost právních úkonů popsaná výše nevztahuje na poskytnutí a realizaci finančního zajištění nebo na obdobný právní vztah podle zahraniční právní úpravy.

Prohlášení konkurzu na majetek původce má vliv i na právo odporovat právním úkonům podle ustanovení § 42a občanského zákoníku (viz níže). Toto právo může uplatnit správce podstaty nebo konkursní věřitel. Právo odporovat právním úkonům lze uplatnit nejen proti osobám, které s úpadcem sjednaly odporovatelný právní úkon, nýbrž i proti jejich dědicům; proti třetím osobám jen tehdy, jestliže jim byly známy okolnosti odůvodňující odporovatelnost právním úkonům proti jejich právnímu předchůdci. Vše, o co byl odporovatelným právním úkonem dlužníkův majetek zkrácen, musí být vráceno do podstaty, a není-li to možné, musí být poskytnuta peněžitá náhrada.

Poskytnutí a realizaci finančního zajištění nebo obdobným právním úkonům podle zahraniční právní úpravy nelze odporovat ani

podle ustanovení zákona o konkurzu a vyrovnání ani podle ustanovení § 42a občanského zákoníku, rovněž nelze odporovat poskytnutí a realizaci finančního zajištění podle zahraniční právní úpravy.

3.4.2.1.2. *Insolvenční zákon*

Podle nové právní úpravy obsažené v zákoně č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), v platném znění (dále jen „insolvenční zákon“), účinného od 1. ledna 2008 budou rovněž některé úkony úpadce považovány za neúčinné či odporovatelné.

Podle ustanovení § 235 insolvenčního zákona platí, že neúčinnými jsou ty právní úkony, kterými dlužník zkracuje možnost uspokojení věřitelů nebo zvýhodňuje některé věřitele na úkor jiných, přičemž za právní úkon se považuje též dlužníkově opomenutí. Neúčinnost dlužníkových právních úkonů se zakládá rozhodnutím soudu o žalobě insolvenčního správce, kterou bylo odporováno dlužníkovým právním úkonům (dále jen "odpůrčí žaloba").

Neúčinností právního úkonu však není dotčena jeho platnost. Důsledkem neúčinnosti je „pouze“ to, že dlužníkově plnění z neúčinných právních úkonů náleží do majetkové podstaty a třetí osoba, které toto plnění přijala, je musí do majetkové podstaty vydat. Z pohledu sekuritizace by tedy mohlo jít o situaci, kdy by společnost zvláštního určení byla povinna vrátit zpět do majetkové podstaty původce na ní postoupené podkladové pohledávky. Pokud by to již nebylo možné (např. proto že pohledávka byla již splacena nebo jinak zanikla), vznikla by společnosti zvláštního určení povinnost poskytnout do majetkové podstaty původce rovnocennou náhradu. Promítneme-li shora popsanou situaci do schématu sekuritizace, pak zjistíme, že riziko prohlášení převodu podkladového portfolia za neúčinný dopadá přímo na investory, kteří drží dluhové cenné papíry emitované společností zvláštního určení. V takovém případě by totiž došlo k situaci, že společnost zvláštního určení přijde o možnost

shromažďovat peněžní prostředky plynoucí z portfolia podkladových pohledávek a používat takto shromážděné prostředky ke splacení dluhových cenných papírů a jejich výnosu.

Podle ustanovení § 237 insolvenčního zákona platí, že osoby, které vydaly dlužníkovu plnění z neúčinného právního úkonu do majetkové podstaty, se mohou po skončení insolvenčního řízení domáhat jeho vrácení, jen nebylo-li tohoto plnění použito k uspokojení věřitelů nebo nebylo-li s ním nakládáno jiným zákonem povoleným způsobem. Z pohledu dosavadní praxe průběhu konkursního řízení v České republice je vysoce nepravděpodobné, aby po skončení insolvenčního řízení zbyl úpadci majetek, který by nebylo nutné zpeněžit a bylo by ho tudíž možno vrátit zpět společnosti zvláštního určení.

Dojde-li k situaci, kdy by společností zvláštního určení vznikla povinnost vydat podkladové pohledávky zpět do majetkové podstaty pak by naproti tomu vzniklo společností zvláštního určení i právo, aby jí insolvenční správce vydal to co původci úplatou za postoupení podkladových pohledávek poskytly, a to bez zbytečného odkladu poté, co vydá dlužníkovu plnění z neúčinného úkonu do majetkové podstaty. Pokud by tento princip vzájemného vrácení plnění platil bez výjimky, mělo by to za následek, že shora popsané riziko vyplývající pro investory do dluhových cenných papírů by se co do rozsahu značně zmenšilo. Společnost zvláštního určení by totiž nedisponovala portfoliem podkladových pohledávek, ale měla by alespoň k dispozici částku rovnající se celkovému emisnímu kurzu všech jí vydaných dluhových cenných papírů (po odečtení nákladů a administrativních poplatků). Podle konkrétní situace by pak společnost zvláštního určení mohla dluhové cenné papíry předčasně splatit (i když zřejmě pouze z větší části) anebo využít získané peněžní prostředky pro jinou investici.

Princip vzájemného vrácení poskytnutých plnění je však prolomen ustanovením insolvenčního zákona, které uvádí, že není-li plnění poskytnuté dlužníku (původci) těmito osobami (společností

zvláštního určení) v majetkové podstatě rozpoznatelné nebo se v ní nenachází, považuje se pohledávka, která těmto osobám poskytnutím plnění dlužníku vznikla, za přihlášenou pohledávku a uspokojí se stejně jako tyto další pohledávky. Vzhledem k tomu, že plnění poskytnuté původci společností zvláštního určení bude mít formu peněžité úplaty, dá se předpokládat, že se v majetkové podstatě nebude již nacházet popř. nebude rozpoznatelné, pohledávka společnosti zvláštního určení na vrácení úplaty poskytnuté původci za převod podkladových pohledávek bude muset být uspokojena v rámci insolvenčního řízení. Je přitom všeobecně známou skutečností, že výtěžnost takového řízení je velmi nízká.

Odporovat právním úkonům dlužníka může v insolvenčním řízení pouze insolvenční správce, a to odpůřčí žalobou podanou proti osobám, které mají povinnost vydat dlužníkovu plnění z neúčinných právních úkonů do majetkové podstaty. Insolvenční správce může podat odpůřčí žalobu ve lhůtě 1 roku ode dne, kdy nastaly účinky rozhodnutí o úpadku. Nepodá-li ji v této lhůtě, odpůřčí nárok zanikne.

Spory vyvolané odpůřčí žalobou se řadí do skupiny incidenčních sporů. Rozhodne-li o tom věřitelský výbor, podá insolvenční správce odpůřčí žalobu vždy. Nejsou-li v majetkové podstatě peněžní prostředky potřebné ke krytí nákladů na podání odpůřčí žaloby a vedení incidenčního sporu, může insolvenční správce podmínit podání odpůřčí žaloby nebo další vedení incidenčního sporu tím, aby mu věřitelé poskytli na úhradu těchto nákladů přiměřenou zálohu.

Insolvenční zákon rozlišuje tři druhy neúčinných právních úkonů, a to:

1. Právní úkony bez přiměřeného protiplnění, kterými se rozumí právní úkony, jimiž se dlužník zavázal poskytnout plnění bezúplatně nebo za protiplnění, jehož obvyklá cena je podstatně nižší než obvyklá cena plnění, k jehož poskytnutí se zavázal dlužník. Za právní úkon bez přiměřeného protiplnění se však považuje pouze

právní úkon, který dlužník učinil v době, kdy byl v úpadku, nebo právní úkon, který vedl k dlužníkovu úpadku. Platí vyvratitelná právní domněnka, že právní úkon bez přiměřeného protiplnění učiněný ve prospěch osoby dlužníku blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, je úkonem, který dlužník učinil v době, kdy byl v úpadku.

Právnímu úkonu bez přiměřeného protiplnění lze odporovat, byl-li učiněn v posledních 3 letech před zahájením insolvenčního řízení ve prospěch osoby dlužníku blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, anebo v době 1 roku před zahájením insolvenčního řízení ve prospěch jiné osoby.

Toto riziko by mělo být minimalizováno, tím, že výše úplaty poskytnutá původci společností zvláštního určení bude určena posudkem soudního znalce.

Insolvenční zákon uvádí v ustanovení § 240 odst. 4 i negativní výčet jednání, která se za úkony bez přiměřeného protiplnění nepovažují. Pro účely analýzy rizik spojených se sekuritizací má význam zřejmě pouze výjimka stanovená pro úkony splňující tyto požadavky (písm. d) citovaného ustanovení): o úkon bez přiměřeného protiplnění není právní úkon, o kterém dlužník se zřetelem ke všem okolnostem důvodně předpokládal, že z něj bude mít přiměřený prospěch, a to za předpokladu, že nešlo o úkon učiněný ve prospěch osoby dlužníkovu blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, a že osoba, v jejíž prospěch byl úkon učiněn, nemohla ani při náležité pečlivosti poznat, že dlužník je v úpadku, nebo že by tento úkon mohl vést k úpadku dlužníka.

Vzhledem k tomu, že sekuritizace je vedena snahou původce získat právě přiměřený prospěch spočívající mimo jiné i v získání peněžních prostředků a že zřejmě i ostatní podmínky této výjimky budou splněny lze se domnívat, že citované ustanovení mohlo mít pro účely sekuritizace praktický význam.

2. Druhou skupinou neúčinných právních úkonů jsou úkony

zvýhodňující. Zvýhodňujícím úkonem se rozumí právní úkon, v jehož důsledku se některému věřiteli dostane na úkor ostatních věřitelů vyššího uspokojení, než jaké by mu jinak náleželo v konkursu.

Zvýhodňujícím právním úkonem se rozumí pouze právní úkon, který dlužník učinil v době, kdy byl v úpadku, nebo právní úkon, který vedl k dlužníkovu úpadku. Má se za to, že zvýhodňující právní úkon učiněný ve prospěch osoby dlužníku blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, je úkonem, který dlužník učinil v době, kdy byl v úpadku.

Zvýhodňujícími právními úkony jsou zejména úkony, kterými dlužník (a) splnil dluh dříve, než se stal splatným, (b) dohodl změnu nebo nahrazení závazku ve svůj neprospěch, (c) prominul svému dlužníku splnění dluhu nebo jinak dohodl anebo umožnil zánik či nesplnění svého práva, (d) poskytl svůj majetek k zajištění již existujícího závazku, ledaže jde o vznik zajištění v důsledku změny vnitřního obsahu zastavené věci hromadné.

Zvýhodňujícím právním úkonem nemohou být úkony, které dlužník (úpadce) učinil za obvyklých tržních podmínek. Podle zákonné dikce se o zvýhodňující právní úkon nejedná např. v případě:

a) zřízení zajištění závazku dlužníka, obdržel-li za ně dlužník současně přiměřenou protihodnotu, nebo

b) právní úkon učiněný za podmínek obvyklých v obchodním styku, na základě kterého dlužník obdržel přiměřené protiplnění nebo jiný přiměřený majetkový prospěch, a to za předpokladu, že nešlo o úkon učiněný ve prospěch osoby dlužníkovi blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, a že osoba, v jejíž prospěch byl úkon učiněn, nemohla ani při náležité pečlivosti poznat, že dlužník je v úpadku, nebo že by tento úkon mohl vést k úpadku dlužníka.

Jak bylo v této práci již opakovaně zdůrazňováno, sekuritizace není „tunelováním“ a ze své podstaty chrání zájmy všech zúčastněných stran. Klíčovým prvkem sekuritizace je legitimní převod

a to tím způsobem, aby byly dosaženy podmínky obvyklé v obchodním styku. Riziko prohlášení převodu podkladových pohledávek za zvýhodňující právní úkon je proto spíše menší.

Zvýhodňujícímu právnímu úkonu lze odporovat, byl-li učiněn v posledních 3 letech před zahájením insolvenčního řízení ve prospěch osoby dlužníku blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, anebo v době 1 roku před zahájením insolvenčního řízení ve prospěch jiné osoby.

3. Další skupinou jsou úmyslně zkracující právní úkony. Tyto úkony jsou specifikovány v ustanovení § 242 insolvenčního zákona. Podle tohoto ustanovení je možné odporovat právnímu úkonu, kterým dlužník úmyslně zkrátil uspokojení věřitele, byl-li tento úmysl druhé straně znám nebo jí se zřetelem ke všem okolnostem musel být znám.

Zákon současně upravuje právní domněnku, podle které se má se za to, že u úmyslně zkracujícího právního úkonu učiněného ve prospěch osoby dlužníku blízké nebo osoby, která tvoří s dlužníkem koncern, byl dlužníkům úmysl této osobě znám.

Úmyslně zkracujícímu právnímu úkonu lze odporovat, byl-li učiněn v posledních 5 letech před zahájením insolvenčního řízení.

3.4.2.2. *Úpadek dlužníka z podkladové pohledávky*

Riziko úpadku dlužníků z podkladových pohledávek je vlastně úvěrovým rizikem spojeným s portfoliem těchto pohledávek. V průběhu procesu sekuritizace, který trvá v závislosti na délce splatnosti dluhových cenných papírů povětšinou několik let, nastávají samozřejmě i případy úpadku dlužníků z podkladových pohledávek. Společnost zvláštního určení coby věřitel z těchto pohledávek může samozřejmě plně využít všech možností popsanych výše v kapitole 3.4.2.1 této práce a chránit tak zájmy investorů do dluhových cenných papírů.

3.4.2.3. Odporovatelnost

Odporovatelnost je třeba opět zkoumat jak z pohledu věřitelů původce, tak z pohledu společnosti zvláštního určení coby věřitele z podkladových pohledávek. Podle ustanovení § 42a občanského zákoníku, se mohou věřitelé domáhat (bez ohledu na to zda je dlužník v úpadku nebo není), aby soud určil, že právní úkony dlužníka, pokud zkracují uspokojení jejich vymahatelné pohledávky, jsou vůči nim právně neúčinné. Toto právo má věřitel i tehdy, je-li nárok proti dlužníkovi z jeho odporovatelného úkonu již vymahatelný anebo byl-li již uspokojen.

Odporovat je možné právním úkonům, které dlužník učinil v posledních třech letech v úmyslu zkrátit své věřitele, musel-li být tento úmysl druhé straně znám a právním úkonům, kterými byli věřitelé dlužníka zkráceni a k nimž došlo v posledních třech letech mezi dlužníkem a osobami jemu blízkými, nebo které dlužník učinil v uvedeném čase ve prospěch těchto osob, s výjimkou případu, když druhá strana tehdy dlužníkům úmysl zkrátit věřitele i při náležité pečlivosti nemohla poznat.

Právo odporovat právním úkonům lze uplatnit vůči osobě, v jejíž prospěch byl právní úkon učiněn, nebo které vznikl z odporovatelného úkonu dlužníka prospěch. Právní úkon, kterému věřitel s úspěchem odporoval, je vůči němu neúčinný potud, že věřitel může požadovat uspokojení své pohledávky z toho, co odporovatelným právním úkonem ušlo z dlužníkovy majetku a není-li to dobře možné, má právo na náhradu vůči tomu, kdo měl z tohoto úkonu prospěch.

Z pohledu odporovatelnosti legitimního převodu portfolia podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení je zásadní otázkou, zda úplata (protiplnění) poskytnuté společností zvláštního určení původci je odpovídající hodnotě podkladových pohledávek. Pokud by soud dospěl k závěru, že plnění bylo odpovídající, nemohlo by se jednat o zkrácení uspokojení pohledávky věřitele. Naopak

přeměnou nelikvidní pohledávky na hotovost by se mohla vymahatelnost věřitelovi pohledávky dokonce zlepšit.

3.4.3. *Ochrana dlužníků podkladových pohledávek*

Skupina dlužníků podkladových pohledávek je zřejmě nejméně ohroženou skupinou. Její právní postavení se prakticky nemění (za předpokladu, že dochází k postoupení pohledávek nikoliv k převodu práv a povinností). Ochrana, která je dlužníkům podkladových pohledávek má proto spíše veřejnoprávní charakter a souvisí s jejich možným slabším postavením jako fyzických osob ve vztahu k finančně a organizačně silnějšímu původci.

3.4.3.1. *Ochrana spotřebitele*

Jak vyplývá z výčtu podkladových pohledávek vhodných k sekuritizaci, tvoří větší část této skupiny smlouvy uzavírané v rámci podnikání původce, které budou podle českého právního řádu (v souladu s právem Evropských společenství) považovány za spotřebitelské smlouvy.

Podle ustanovení § 52 občanského zákoníku spotřebitelskými smlouvami jsou smlouvy kupní, smlouvy o dílo, případně jiné smlouvy, pokud smluvními stranami jsou na jedné straně spotřebitel a na druhé straně dodavatel. Z ustanovení § 54 odst. 1 písm. a) a 54a občanského zákoníku pak vyplývá, že spotřebitelskými smlouvami jsou i smlouvy o finančních službách, kterými se rozumí smlouvy týkající se bankovních, platebních, úvěrových nebo pojistných služeb, smlouvy týkající se penzijního připojištění, smlouvy týkající se poskytování investičních služeb nebo smlouvy týkající se obchodů na trhu s investičními nástroji.

Dodavatelem je osoba, která při uzavírání a plnění smlouvy jedná v rámci své obchodní nebo jiné podnikatelské činnosti. Zatímco spotřebitelem je osoba, která při uzavírání a plnění smlouvy nejedná v rámci své obchodní nebo jiné podnikatelské činnosti. Spotřebitelem proto může být právnická i fyzická osoba, rozhodujícím znakem je, že

při uzavírání smlouvy nejedná jako profesionál.

Spotřebitele v jeho nevyváženém postavení vůči dodavateli, chrání občanský zákoník (v souladu s příslušnou právní úpravou Evropských společenství¹¹) před některými typickými nevyváženými smluvními ujednáními jako například vzdání se práv, které mu zákon poskytuje, nebo jinak zhoršit své smluvní postavení. Spotřebitelské smlouvy také nesmějí obsahovat ujednání, která v rozporu s požadavkem dobré víry znamenají k újmě spotřebitele značnou nerovnováhu v právech a povinnostech spotřebitele a dodavatele.

Občanský zákoník dále podává demonstrativní výčet nepřípustných smluvních ujednání spotřebitelských smluv. Pro účely sekuritizace považují za vhodné zmínit se zejména o následujících dvou nepřípustných ujednáních:

1. Ujednání stanovící, že cena zboží či služeb bude určena v době jejich splnění, nebo opravňující dodavatele ke zvýšení ceny zboží či služeb, aniž by spotřebitel byl oprávněn od smlouvy odstoupit, je-li cena sjednaná v době uzavření smlouvy při splnění podstatně překročena.

U dlouhodobých finančních smluv (zejména hypoték, nebo spotřebitelských úvěrů) dochází ke změnám úrokové sazby platné pro daný obchodní případ, čímž vlastně dochází ke změně ceny služby. Dojde-li k podstatnému zvýšení úrokové sazby a tím i ke zvýšení ceny služby, pak by spotřebitel, tj. dlužník podkladové pohledávky, mohl namítat nepřípustnost ujednání o změně úrokové sazby. V případě úspěchu se svojí námitkou by došlo k tomu, že plánované peněžní toky by byly nižší než skutečné a společnost zvláštního určení by

¹¹ Např. Směrnice Rady 93/13/EHS ze dne 5. dubna 1993 o nepřiměřených podmínkách ve spotřebitelských smlouvách.

nemohla dostát svým závazkům z dluhových cenných papírů. Popsané riziko proto postihuje zejména investory do dluhových cenných papírů.

Ujednání, na jehož základě se bude úroková míra měnit, má ve finančních smlouvách nejčastěji dvě základní podoby. Úroková míra platná pro daný obchodní případ, resp. danou podkladovou pohledávku, může být stanovena v závislosti na všeobecně uznávané úrokové míře, nebo jiném obecně platném ukazateli. Nejčastěji se pro tento účel používají úrokové sazby vyhlášené národními bankami nebo úrokové sazby platné na mezibankovním trhu. Druhým možným způsobem je stanovení úrokové míry na základě sazebníku základních úrokových měr vyhlášených samotným věžitelem (nejčastěji bankou). V takovém případě má původce jednostranné právo měnit základní úrokovou sazbu, přičemž je v praxi limitován pouze snahou zachovat v tržním prostředí svůj sazebník základních úrokových měr konkurenční k sazebníku ostatních poskytovatelů srovnatelných služeb.

Domnívám se, že v případech kdy bude úroková míra učiněna závislou na kritériu, které není původce schopen ovlivnit, nedochází ke změně ceny služby ze strany původce, ale ujednání pouze upravuje způsob určení úrokové míry. Shora citované ustanovení občanského zákoníku o nepřípustnosti takového ujednání se proto nemůže uplatňovat. Naopak v případě, kdy bude aktuální úroková míra učena jednostranně původcem, lze se rizika nepřípustnosti změny úrokové míry obávat, a to i přesto, že základní úroková míra bude pro všechny pohledávky stejného druhu stanovena původcem stejně.

2. Druhou možnou formou nepřípustných ujednání, o kterých se chci zmínit v souvislosti s procesem sekuritizace, jsou ujednání, která by dovolovala původci převést práva a povinnosti ze smlouvy se spotřebitelem bez souhlasu spotřebitele. Taková ujednání jsou nepřípustná, dojde-li převodem ke zhoršení dobytnosti nebo zajištění pohledávky spotřebitele.

Ačkoliv lze o platnosti takového ujednání pochybovat i bez jeho výslovného uvedení ve výčtu nepřípustných ujednání (viz dále), mohlo by posouzení jeho platnosti přijít do úvahy v případě, že by se legitimní převod z původce na společnost zvláštního určení měl uskutečnit formou převodu práv a povinností, a to bez souhlasu dlužníka.

Podle ustanovení § 55 odst. 2 občanského zákoníku se nepřípustná ujednání ve spotřebitelských smlouvách ve smyslu § 56 občanského zákoníku považují za platná, pokud se spotřebitel nedovolá jejich neplatnosti. Jedná se tudíž „pouze“ o relativní neplatnost právního úkonu. Jak bylo uvedeno výše většina ujednání uvedených jako nepřípustná v ustanovení § 56 odst. 3 občanského zákoníku by byla absolutně neplatná pro rozpor se zákonem nebo dobrými mravy. Díky výslovné úpravě v ustanovení § 55 odst. 2 občanského zákoníku tak dochází k paradoxní situaci, že pro oblast spotřebitelských smluv občanský zákoník za určitých okolností legalizuje právní úkony, které jsou jinak v obecném občanském právu absolutně neplatné.¹²

3.4.3.2. Ochrana osobních údajů

Správa portfolia podkladových pohledávek s sebou přináší i nutnost nakládání s osobními údaji dlužníků z těchto pohledávek. Je proto třeba se zabývat i otázkou právní regulace nakládání s osobními údaji dlužníků z podkladových pohledávek, která je obsažena zejména v zákonu č. 101/2000 Sb., o ochraně osobních údajů, v platném znění (dále jen „zákon o ochraně osobních údajů“). Současně je třeba upozornit, že zákon o ochraně osobních údajů se vztahuje pouze na údaje o žijících fyzických osobách nikoliv na údaje o právnických

¹² Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 9. vydání. Praha : C.H.Beck 2004. strana 342

osobách.

Zákon o ochraně osobních údajů definuje osobní údaj v ustanovení § 4 písmeno a) takto: „osobním údajem (se rozumí) jakýkoliv údaj týkající se určeného nebo určitelného subjektu údajů. Subjekt údajů se považuje za určený nebo určitelný, jestliže lze na základě jednoho či více osobních údajů přímo nebo nepřímo zjistit jeho identitu. O osobní údaj se nejedná, pokud je třeba ke zjištění identity subjektu údajů nepřiměřené množství času, úsilí či materiálních prostředků.“

Jestliže dlužníky podkladových pohledávek budou fyzické osoby, bude původce v postavení správce podle zákona na ochranu osobních údajů. Jak vyplývá z ustanovení § 5 odst. 2 písm. b) a písm. e) zákona o ochraně osobních údajů, není souhlasu dlužníka (jako subjektu údajů) ke zpracování jeho údajů třeba, jestliže je zpracování jeho osobních údajů nezbytné pro plnění smlouvy, jejíž je smluvní stranou nebo pro jednání o uzavření nebo změně smlouvy uskutečněné na návrh subjektu údajů, nebo pokud je to nezbytné pro ochranu práv a právem chráněných zájmů správce (tj. původce), příjemce (tj. společnosti zvláštního určení) nebo jiné dotčené osoby.

Z citovaného ustanovení vyplývá, že k předání osobních údajů o dlužnících z podkladových pohledávek z původce na společnost zvláštního určení může dojít bez svolení Úřadu pro ochranu osobních údajů. Společnost zvláštního určení je nicméně povinna dodržovat všechny své zákonné povinnosti jako správce podle zákona o ochraně osobních údajů.

Jiná situace nastane, jestliže jako zvláštního určení bude mít sídlo mimo území České republiky. Zákon o ochraně osobních údajů upravuje v ustanovení § 27 podmínky, za nichž mohou být osobní údaje předávány do jiných států.

Především není dovoleno omezovat volný pohyb osobních údajů, pokud dochází k předání osobních údajů do členského státu Evropské unie nebo do zemí, do nichž mohou být osobní údaje

předávány na základě mezinárodní smlouvy¹³, k jejíž ratifikaci dal Parlament souhlas, a kterou je Česká republika vázána (např. Úmluva o ochraně osob se zřetelem na automatizované zpracování osobních dat vyhlášená v č.115/2001 Sb. m. s.).

Obě výše uvedené skupiny předávání osobních údajů nepodléhají úřednímu schválení podle zákona o ochraně osobních údajů, v některých případech, za podmínek ustanovení § 16 a 18 zákona o ochraně osobních údajů, je však nutno zamýšlené zpracování osobních údajů, v jehož rámci bude k předávání docházet, oznámit Úřadu pro ochranu osobních údajů. Úřednímu schválení Úřadem pro ochranu osobních údajů nepodléhá předání osobních údajů na základě rozhodnutí orgánu Evropské unie¹⁴.

V ostatních případech předávání osobních údajů do zahraničí je správce osobních údajů povinen požádat Úřad pro ochranu osobních údajů o vydání povolení k jejich předání. Správce je v žádosti povinen doložit některou z podmínek zákonnosti předávání osobních údajů uvedených v ustanovení § 27 odst. 3 zákona o ochraně osobních údajů, současně si však musí být vědom povinnosti dodržovat ostatní podmínky zákona vztahující se na celý proces zpracování osobních

¹³ V současné době se jedná o tyto země: Albánie, Bosna a Hercegovina, Černá Hora, Gruzie, Chorvatsko, Island, Lichtenštejnsko, Makedonie, Norsko, Srbsko, Švýcarsko

¹⁴ Jedná se o např. o rozhodnutí Komise, týkající se Argentiny, Guernsey a Ostrova Man, která prakticky znamenají, že při předávání osobních údajů do těchto destinací není nutno žádat Úřad pro ochranu osobních údajů o povolení, protože legislativní ochrana osobních údajů v těchto zemích či územích je odpovídající. V případě rozhodnutí ohledně USA a Kanady je nutno zkoumat, zda bude či nebude povolení zapotřebí.

údajů, jehož součástí je také předávání.

Při posuzování žádosti Úřad pro ochranu osobních údajů přezkoumá všechny okolnosti související s předáním osobních údajů, zejména zdroj, konečné určení a kategorie předávaných osobních údajů, účel a dobu zpracování, s přihlédnutím k dostupným informacím o právních nebo jiných předpisech upravujících zpracování osobních údajů v cílové třetí zemi. V povolení k předání Úřad pro ochranu osobních údajů stanoví dobu, po kterou může správce předání provádět. Pokud dojde ke změně podmínek, za kterých bylo povolení vydáno, zejména na základě rozhodnutí orgánu Evropské unie, Úřad toto povolení změní nebo zruší.¹⁵

Ze shora uvedeného vyplývá, že při použití společnosti zvláštního určení domicilované v některém členském státě Evropských společenství, nebude předávání osobních údajů společnosti zvláštního určení působit žádné obtíže. Jestliže by však měly být osobní údaje předávány do jiné země, bude k tomu zapotřebí schválení ze strany Úřadu pro ochranu osobních údajů.

3.5. Možné formy dluhových cenných papírů

Tato část je věnována výkladu o tom, které cenné papíry upravené právem České republiky by mohly být použity jako dluhové cenné papíry emitované společností zvláštního určení pro účely sekuritizace. Mezi takové instrumenty patří zejména dluhopisy a směnky. Nejprve se proto budu zabývat obecnou úpravou dluhopisů, přičemž následně se budu věnovat směnkám.

¹⁵ Zdroj: Úřad pro ochranu osobních údajů, www.uoou.cz

3.5.1. Dluhopisy

Dluhopisy a jejich vydávání upravuje zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů ("zákon o dluhopisech"). Dluhopis je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. Emisí dluhopisů se rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti.

Emitent dluhopisu je povinen splatit jistinu buďto jednorázově k určitému datu nebo ve splátkách ve stanovených termínech. Bude záležet zejména na povaze podkladových aktiv, tj. převáděných pohledávek, jaká forma splácení dluhopisu bude vhodnější. Dluhopisy mohou být znít na jméno nebo na doručitele a lze je vydat v listinné i zaknihované podobě.

Výnos dluhopisu může být stanoven zejména těmito způsoby nebo jejich kombinací: pevnou úrokovou sazbou, rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem (tj. diskontované dluhopisy), slosovateľnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu, nebo pohyblivou úrokovou sazbou odvozenou například z jiných úrokových sazeb či výnosů, pohybu devizových kurzů, indexů či cen komodit.

Je velmi důležité, že i v našich podmínkách jsou umožněny alternativní způsoby stanovení výnosu z dluhopisu, poněvadž právě požadavkům strukturované transakce bude třeba přizpůsobit stanovení výnosu ze strukturovaného cenného papíru. Obecně bude pro účely sekuritizace zřejmě nejvhodnější pohyblivá úroková sazba u dluhopisů s delší dobou splatnosti, případně pevná úroková sazba u transakcí s tranšemi o kratší době splatnosti.

Dluhopisy mohou vydávat všechny právnické osoby. K vydání dluhopisů je nezbytné povolení, které uděluje na žádost emitenta dluhopisu České národní banka formou schválení emisních podmínek dluhopisu. Přílohu žádosti o schválení emisních podmínek tvoří

emisní podmínky, smlouva o zajištění, je-li splatnost závazku vyplývajícího z dluhopisu zajištěna třetí osobou, nezabezpečuje-li vydání dluhopisů emitent, písemné prohlášení pověřené osoby o tom, že se zavázala emitentovi zabezpečit vydání dluhopisů. Jde-li o hypoteční zástavní listy, předpoklad stavu krytí hypotečních zástavních listů pohledávkami z hypotečních úvěrů po dobu splatnosti nové emise, je-li doba splatnosti již vydaných emisí hypotečních zástavních listů téhož emitenta delší než doba splatnosti nové emise, tvoří přílohu prognóza stavu všech již vydaných emisí, včetně emise nově vydávané.

Při schvalování emisních podmínek Česká národní banka posuzuje, zda žádost obsahuje všechny zákonem požadované přílohy, zda emisní podmínky obsahují veškeré tímto zákonem stanovené náležitosti a zda cenný papír, který má být vydán, je dluhopisem podle tohoto zákona.

Česká národní banka je povinna rozhodnout o žádosti o schválení emisních podmínek do 60 dnů ode dne jejího doručení nebo doplnění. Jestliže Česká národní banka neodešle žadateli rozhodnutí o žádosti v této lhůtě, platí, že emisní podmínky byly schváleny ve znění, které emitent v řízení požadoval schválit naposledy, a má se za to, že rozhodnutí nabylo právních účinků.

Pokud emitent do 6 měsíců ode dne nabytí právní moci rozhodnutí České národní banky o schválení emisních podmínek nezačne upisování dluhopisů, pozbývá toto rozhodnutí právních účinků

Pokud by dluhopisy měly být veřejně nabízeny nebo kótovány na regulovaném trhu (což by vedlo k posílení jejich likvidity a tímto způsobem zvýšení efektivnosti strukturované transakce poklesem ceny takto získaného kapitálu), je taktéž nezbytné získat souhlas s prospektem dluhopisu pro účely jejich nabídky. Žádost o povolení emise dluhopisů a schválení prospektu je možné spojit s tím, že v tomto případě je nutno navíc předložit prospekt cenného papíru (v

našem případě rozšířené emisní podmínky dluhopisů) k seznámení investorům za účelem splnění informační povinnosti emitenta.

3.5.2. Směnky

Pojmově je směnka listinným cenným papírem vystaveným ve formě zákonem stanovené, který obsahuje: buď bezpodmínečný příkaz zaplatit určitou peněžní částku osobě ve směnce uvedené (tzv. směnka cizí) nebo bezpodmínečný příslib zaplatit směnečnou sumu osobě ve směnce uvedené (tzv. směnka vlastní). Právní režim směnky se řídí zákonem č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový, v platném znění (dále jen zákon směnečný a šekový).

Pro účely sekuritizace jakožto strukturované transakce je významná jedna ze základních hospodářských funkcí směnky, kterou je její využití jako nástroje získání peněžních prostředků.

Nezbytnými náležitostmi směnky jsou označení, že jde o směnku pojaté do vlastního textu listiny, vyjádřené v jazyce, v němž je tato listina sepsána, uvedení určité sumy, jež má být placena, jméno toho, komu nebo na jehož řad má být placeno, uvedení data vystavení směnky a podpis výstavce. Mimo to mají směnky obsahovat také údaje dále uvedené, které však mohou být nahrazeny právní fikcí (tzn. jejich neuvedení nečiní směnku automaticky neplatnou). Těmito dalšími náležitostmi jsou údaj o splatnosti směnky, údaj místa, kde má být placeno a údaj o místě vystavení směnky. Při využití ve strukturované transakci bude nezbytné tyto údaje uvést a tak stanovit skutečnosti z nich vyplývající.

Snad nejatraktivnější charakteristikou směnky vzhledem k potřebám peněžního a kapitálového trhu je její vymahatelnost ve zkráceném soudním řízení pomocí směnečného platebního příkazu. Toto zkrácené soudní řízení umožňuje majiteli směnky rychlejší uplatnění směnečných nároků oproti jiným majetkovým nárokům. Věcně příslušným soudem bude pro vydání směnečného platebního rozkazu krajský soud činný v obchodních věcech. Ve směnečném

platebním rozkazu soud uloží dlužníku, aby do tří dnů zaplatil požadovanou směnečnou částku včetně případných úroků a dalšího příslušenství pohledávky směnečného věřitele.

Další zajímavou charakteristikou směnky pro účely strukturované transakce je institut směnečného rukojemství. Rukojmím (avalem) je osoba, která se zaručila za osobu již směnečně zavázanou. Směnečné rukojemství je speciální povahy a výrazně se odlišuje od obecné úpravy ručení v občanském a obchodním zákoníku. Směnečné rukojemství může být poskytnuto za celý směnečný peníz nebo pouze jeho část. Rukojemství se píše na směnku nebo její přívěsek slovy "jako rukojmí" s tím, že směnečný rukojmí je vázán jako ten, za koho se zaručil. V prohlášení je třeba udat, za koho se rukojemství přejímá, jinak platí právní fikce, že bylo přijato za výstavce směnky.

Směnka může obsahovat řadu nepodstatných náležitostí, na nichž nezávisí platnost směnky, které však mohou podstatným způsobem modifikovat práva a povinnosti ze směnky plynoucí. Z doložek upravených zákonem lze uvést zejména: doložku úrokovou, která se uvádí úrokovou mírou, přípustná je však pouze u běžných a lhůtních vistasměnek, u ostatních směnek platí za nenapsanou. Doložku "bez protestu", kterou se vylučuje protest pro přijetí nebo pro neplacení. Dále lze uvést tzv. údaj o domicilu, má-li být směnka splatná u třetí osoby. Výše uvedenými doložkami lze zohlednit potřeby konkrétní strukturované transakce.

Rovněž směnky, lze podobně jako dluhopisy vydávat v směnečných programech. Stejně tak je k jejich veřejné nabídce zapotřebí schválení prospektu Českou národní bankou.

3.6. Zajištění v rámci sekuritizace

Jak bylo popsáno výše v části 2.2.5 této práce lze bonitu sekuritizační transakce podpořit zajištěním ve dvojí formě. Zajištění je poskytováno za splnění závazků společnosti zvláštního určení vůči

investorům do dluhových cenných papírů a může být poskytováno jak z vlastních zdrojů původce tak i z cizích zdrojů nezávislou třetí osobou.

3.6.1. Zajištění z vlastních zdrojů

Zajištěním sekuritizace z vlastních zdrojů se rozumí buď poskytnutí zajištění ze strany původce nebo vytvoření zajištění přímo z pokladových aktiv vkládaných do sekuritizace.

3.6.1.1. Podřízenost

Velmi častým způsobem zvýšení bonity dluhových cenných papírů je strukturování emitovaných dluhových cenných papírů do několika tranší s tím, že jednotlivé tranše jsou si vzájemně v daném poměru jedna druhé podřízeny co do práva na jejich úplné a řádné splacení ze strany společnosti zvláštního určení. Jestliže byly například vydány dluhové cenné papíry v tranších A a B pak úplné splacení tranše A může být podřízeno úplnému splacení tranše B.

Je pravdou, že po právní stránce se de facto nejedná o zajištění závazku společnosti zvláštního určení, ale pouze o volbu struktury rozdělování prostředků získaných z portfolia podkladových pohledávek.

Podřízené dluhopisy jsou v českém právním řádu upraveny zejména v ustanovení § 34 zákona o dluhopisech, které stanoví, že podřízené dluhopisy jsou dluhopisy, kde v případě (a) vstupu emitenta do likvidace, (b) prohlášení konkurzu na majetek emitenta, (c) povolení vyrovnání, nebo (d) je-li emitentem zahraniční osoba, též jiného obdobného opatření, budou uspokojeny pohledávky s podřízenými dluhopisy spojené až po uspokojení všech ostatních pohledávek, s výjimkou pohledávek, které jsou vázány stejnou nebo obdobnou podmínkou podřízenosti.

Skutečnost, že jde o podřízený dluhopis, musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci

zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu.

3.6.1.2. *Zajištění ze strany původce*

Další možnou formou zajištění z vlastních zdrojů je poskytnutí zajištění ze strany původce za závazky společnosti zvláštního určení ze strany původce. Zajištění poskytované původcem nemůže samozřejmě dosahovat 100% hodnoty portfolia pokladových pohledávek, neboť pak by celá transakce ztratila ekonomický smysl. Původce však může poskytnout zajištění až do určité výše, čímž poskytuje investorům jistotu, že až do výše poskytnutého zajištění nese riziko neplnění původce.

Jako možné formy zajištění poskytovaného ze strany původce přicházejí do úvahy zejména tradiční instituty ručení nebo zástavy (např. nemovitosti, akcií, pohledávek, movitého majetku apod.), případně i přistoupení k dluhu.

Podání výkladu k jednotlivým formám zajištění není předmětem této práce. V části **Chyba! Nenalezen zdroj odkazů.** této práce se však budu věnovat právním problémům spojeným s finančním zajištěním podle ustanovení § 323a až 323i obchodního zákoníku a specifikům tohoto zajištění ve vztahu k sekuritizaci.

3.6.2. *Zajištění z cizích zdrojů*

Zajištění sekuritizace z cizích zdrojů se děje prostřednictvím poskytnutí zajištění závazků společnosti zvláštního určení nezávislou třetí osobou (nejčastěji bankou) označovanou jako poskytovatel zajištění. Za poskytnutí zajištění je poskytovateli vyplácena původcem nebo společností zvláštního určení úplata.

Jako možné formy zajištění poskytovaného ze strany poskytovatele zajištění přicházejí do úvahy stejné instituty jako v případě zajištění poskytovaného původcem, tj. ručení (resp. bankovní záruka v případě, že poskytovatelem zajištění je banka) nebo zástavy

(např. nemovitosti, akcií, pohledávek, movitého majetku apod.), případně i přistoupení k dluhu.

Na rozdíl od zajištění poskytovaného původcem však výše zajištění poskytované třetí osobou nemusí být nezbytně nižší než je hodnota transakce. Výše poskytovaného zajištění je v tomto případě spíše otázkou transakčních nákladů a požadovaného investičního ohodnocení dluhového cenného papíru (ratingu).

3.6.3. Finanční zajištění

Podle podmínek konkrétní transakce je třeba vždy posuzovat, zda zajištění poskytované třetí osobou (nebo i původcem, zejména jeli původcem banka) může spadat pod nově zavedený¹⁶ institut finančního zajištění podle ustanovení § 323a obchodního zákoníku.

3.6.3.1. Podmínky pro poskytnutí finančního zajištění

Finančním zajištěním se podle citovaného ustanovení obchodního zákoníku a v souladu se Směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění, rozumí „zajištění pohledávky finančního charakteru sjednané mezi poskytovatelem a příjemcem finančního zajištění jako zástavní právo k finančnímu nástroji, zástavní právo k pohledávce z vkladu, zajišťovací převod finančního nástroje nebo jako zajišťovací převod peněžních prostředků“.

Jak vyplývá ze shora uvedené zákonné definice, lze finančním zajištěním zajistit pouze pohledávky finančního charakteru. Pohledávkami finančního charakteru jsou pohledávky z obchodů, jejichž předmětem jsou výlučně peněžní prostředky nebo finanční

¹⁶ Finanční zajištění zavedeno novelou obchodního zákoníku č. 377/2005 Sb. s účinností od 29.9.2005

nástroje, přičemž tyto pohledávky mohou být zcela nebo zčásti složeny (a) ze současných nebo budoucích, podmíněných nebo nepodmíněných pohledávek, včetně pohledávek vyplývajících z rámcové či obdobné smlouvy, (b) z pohledávek určité třídy nebo druhu, vznikajících příležitostně, nebo (c) z pohledávek vůči jiné osobě, než je poskytovatel finančního zajištění.

Finančním nástrojem se rozumí investiční nástroj a pohledávky a práva související s investičním nástrojem. Zákonná definice investičního nástroje je obsažena v ustanovení § 3 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění, z něhož ve spojení s odstavcem 2 písm. b) téhož ustanovení vyplývá, že investičním nástrojem jsou i dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu.

Poskytovatel zajištění bude v rámci sekuritizace zajišťovat pohledávku investorů do dluhových cenných papírů na splacení těchto dluhových cenných papírů. Je proto zřejmé, že bude zajišťovat pohledávku z obchodu, jehož předmětem je finanční nástroj.

Podle ustanovení § 323a odst. 3 obchodního zákoníku může být poskytovatelem a příjemcem finančního zajištění pouze některá z taxativně uvedeného výčtu osob. Pro účely sekuritizace přichází do úvahy v roli poskytovatele zajištění zejména

- banka nebo zahraniční banka,
- jiná úvěrová instituce se sídlem na území členského státu Evropské unie nebo jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor uvedená ve směrnici Evropských společenství č. 2000/12/ES ze dne 20. března 2000 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a jejím výkonu upravující tzv. instituce trvale vyřazené,
- finanční instituce ve smyslu zákona o bankách podléhající dohledu podle zvláštních právních předpisů

nebo zahraničnímu dohledu,

- spořitelní a úvěrní družstvo, nebo
- jiná právnická osoba, která podle poslední výroční zprávy nebo konsolidované výroční zprávy splňuje alespoň dvě ze tří kritérií, kterými jsou celková výše aktiv dosahující částky alespoň 600 000 000 Kč, čistý roční obrát dosahující částky alespoň 1 200 000 000 Kč a vlastní kapitál dosahující částky alespoň 60 000 000 Kč. Jiná právnická osoba však může být poskytovatelem nebo příjemcem zajištění pouze za podmínky, že druhou smluvní stranou některá osoba uvedená v písmenech a) až p) citovaného ustanovení § 323a odst. 3 obchodního zákoníku.

3.6.3.2. *Formy finančního zajištění*

Finanční zajištění lze poskytnout v několika formách, a to jako zástavní právo k finančnímu nástroji, zástavní právo k pohledávce z vkladu, zajišťovací převod finančního nástroje nebo jako zajišťovací převod peněžních prostředků.

1. Pro zástavní právo k finančnímu nástroji platí, že je-li zastaveným finančním nástrojem investiční nástroj, použije se na finanční zajištění zástavním právem k finančnímu nástroji ustanovení zástavní smlouvy zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, v platném znění, pokud obchodní zákoník nestanoví jinak.

Významnou odchylkou od obecné zákonné úpravy způsobu realizace uhrazovací funkce zástavního práva. Nastala-li rozhodná skutečnost pro uplatnění zástavního práva, má příjemce finančního zajištění právo na uspokojení své pohledávky dle svého uvážení buď (a) prodejem a uspokojením zajištěné pohledávky z výtěžku prodeje nebo (b) přivlastněním zastaveného finančního nástroje a započtením pohledávky na vyplacení hodnoty přivlastněného finančního nástroje proti zajištěné pohledávce, nebo (c) výkonem práva spojeného s

finančním nástrojem.

Podle ustanovení § 323c odst. 2 obchodního zákoníku platí, že na prodej zastaveného finančního nástroje se nevztahují ustanovení zvláštních právních předpisů týkajících se uspokojení ze zástavy. Prodej zastaveného finančního nástroje provede příjemce finančního zajištění v souladu se sjednanými podmínkami jinak způsobem, který je obvyklý na finančních trzích.

2. Finanční zajištění může být sjednáno jako zástavní právo k pohledávce z vkladu. Obchodní zákoník přitom umožňuje smluvním stranám dohodu ohledně toho zda je příjemce finančního zajištění oprávněn nakládat s peněžními prostředky poskytovatele finančního zajištění, které jsou předmětem zastavené pohledávky z vkladu.

Realizace uhrazovací funkce zástavního práva se děje přímým uspokojením pohledávky příjemce zajištění z peněžních prostředků, které jsou předmětem zastavené pohledávky z vkladu.

3. Zajišťovacím převodem finančního nástroje je převod finančního nástroje příjemci finančního zajištění za účelem zajištění pohledávky finančního charakteru, zejména pohledávek (a) z úvěru nebo půjčky se zajišťovacím převodem finančních nástrojů, (b) z prodeje finančních nástrojů se současně sjednaným zpětným nákupem nebo (c) z nákupu finančních nástrojů se současně sjednaným zpětným prodejem.

Nastala-li rozhodná skutečnost pro uplatnění zajištění, má příjemce finančního zajištění právo na uspokojení své zajištěné pohledávky (a) oceněním převedených finančních nástrojů a započtením peněžité pohledávky ve výši jejich ocenění proti zajištěné pohledávce; není-li zajištěná pohledávka peněžitá, dojde před započtením také k ocenění finančních nástrojů, které jsou předmětem zajištěné pohledávky, a nahrazení této pohledávky peněžitou pohledávkou ve výši jejich ocenění, nebo (b) prodejem převedeného finančního nástroje a uspokojením zajištěné pohledávky z výtěžku prodeje, nebo (c) výkonem práva spojeného s finančním nástrojem.

Prodej nebo ocenění převedeného finančního nástroje provede příjemce zajištění dohodnutým způsobem jinak způsobem, který je obvyklý na finančních trzích.

4. Zajišťovací převod peněžních prostředků je poslední z forem finančního zajištění dle obchodního zákoníku. Jedná se o převod peněžních prostředků na účet určený příjemcem finančního zajištění za účelem zajištění pohledávky finančního charakteru. Příjemce finančního zajištění je oprávněn nakládat s převedenými peněžními prostředky a je povinen vrátit převedené peněžní prostředky při zániku zajištěné pohledávky.

Bylo-li to sjednáno, může příjemce finančního zajištění místo vrácení převedených peněžních prostředků podle odstavce 2 započíst zajištěnou pohledávku proti pohledávce poskytovatele finančního zajištění na vrácení převedených peněžních prostředků. Není-li zajištěná pohledávka peněžní, dojde před započtením k ocenění finančních nástrojů, které jsou předmětem zajištěné pohledávky, a nahrazení této pohledávky peněžitou pohledávkou ve výši jejich ocenění. Pokud není způsob ocenění předem sjednaný, provede se ocenění způsobem, který je obvyklý na finančních trzích.

Nastala-li rozhodná skutečnost, má příjemce finančního zajištění právo na uspokojení své pohledávky z převedených peněžních prostředků.

3.6.3.3. *Výhody finančního zajištění*

Kromě výhody snazší a efektivnější realizace uhrazovací funkce zajištění popsané v předešlé části, má právní kvalifikace poskytovaného zajištění jako finančního zajištění ve smyslu obchodního zákoníku za důsledek i významné posílení právního postavení investorů do dluhových cenných papírů. Současně s tím dochází ke stabilizaci celé struktury sekuritizace jako celku, neboť se do značné míry snižuje riziko negativních vlivů úpadku původce, společnosti zvláštního určení, nebo banky resp. jiného poskytovatele finančního zajištění.

Podle ustanovení § 14 odst. 3 zákona o konkurzu a vyrovnání nejsou prohlášením konkurzu dotčena práva a povinnosti vyplývající z finančního zajištění podle obchodního zákoníku nebo podle zahraniční právní úpravy, pokud je úpadce jeho poskytovatelem nebo příjemcem a finanční zajištění bylo poskytnuto před vyvěšením usnesení o prohlášení konkurzu na úřední desce soudu, nebo v den prohlášení konkurzu po vyvěšení usnesení o prohlášení konkurzu na úřední desce soudu, pokud příjemce finančního zajištění prokáže, že nevěděl a ani nemohl o prohlášení konkurzu vědět.

Podle ustanovení § 15 odst. 5 zákona o konkurzu a vyrovnání se kromě toho neúčinnost právních úkonů úpadce nevztahuje na poskytnutí a realizaci finančního zajištění podle obchodního zákoníku nebo na obdobný právní vztah podle zahraniční právní úpravy.

Obdobná úprava platí i pro odporovatelnost, když § 16 odst. 6 zákona o konkurzu a vyrovnání stanoví, že poskytnutí a realizaci finančního zajištění podle obchodního zákoníku nebo obdobným právním úkonům podle zahraniční právní úpravy nelze odporovat podle ani podle zákona o konkurzu a vyrovnání ani podle § 42a občanského zákoníku. Rovněž nelze odporovat poskytnutí a realizaci finančního zajištění podle zahraniční právní úpravy.

Shora citovanou koncepci přebírá i nová úprava insolvenčního zákona, když v ustanovení § 366 stanoví výjimku z aplikace příslušných ustanovení insolvenčního zákona na zajištění, které dlužník poskytl jako finanční zajištění podle obchodního zákoníku nebo podle obdobného právního vztahu podle zahraniční právní úpravy.

Kromě speciální úpravy účinků finančního zajištění pro účely úpadku je v českém právním řádu obsažena i speciální výjimka pro účely výkonu soudního rozhodnutí. Ustanovení § 67 odst. 2 zákona č. 120/2001 Sb., o soudních exekutorech a exekuční činnosti (exekuční řád), v platném znění, stanoví, že jsou-li listinné cenné papíry nebo jiné listiny předmětem finančního zajištění podle obchodního

zákonníku nebo podle zahraniční právní úpravy, nelze po dobu trvání tohoto finančního zajištění provést výkon rozhodnutí prodejem těchto movitých věcí. Ustanovení obdobného charakteru a významu obsahuje i § 317 odst. 3, 334 odst. 4 a 334a odst. 5 zákona č. 99/1963 Sb. občanského soudního řádu, v platném znění.

4. SEKURITIZACE V ZAHRANIČNÍCH PRÁVNÍCH ŘÁDECH

V Českém právním řádu neexistuje specifická zákonná úprava sekuritizace, v důsledku čehož panuje v mnoha ohledech nejistota právního posouzení situací, které mohou v rámci procesu sekuritizace nastat. V této části práce se zaměřím na některé právní řády, které přijaly specifickou zákonnou úpravu ve vztahu k sekuritizaci.

4.1. Spolková republika Německo

U našich západních sousedů platí od podzimu roku 2005 progresivní zákonná úprava cílená na usnadnění sekuritizace podle německého právního řádu.

4.1.1. Refinanční registr

Dne 28. září 2005 vstoupil v účinnosti zákon o reorganizaci federální finanční administrativy a vytvoření refinančního registru (německy: "Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines refinanzierungsregisters") (dále jen „zákon o refinančním registru“). Tento zákon zavádí do německého práva institut refinančního registru, jehož smyslem je mimo jiné i poskytnout v rámci sekuritizace ochranu před úpadkem původce.

Podle nové právní úpravy (zejména ustanovení § 22 - 22o německého zákona o bankách) platí, že osoba (společnost zvláštního určení) mající nárok na převod podkladové pohledávky a s ní souvisejícího zajištění (zejména zástavního práva), může namísto skutečného provedení takového převodu využít pouhé registrace svého práva. Výhoda takového postupu spočívá v tom, že podle německého práva (obdobně jako podle práva českého) je změna věřitele podkladové pohledávky zajištěné např. zástavním právem k nemovitosti časově a finančně náročný proces, který mimo jiné vyžaduje i oznámení dlužníkovi zajišťované pohledávky. Od účinnosti citované novely německého zákona o bankách však k takovým

změnám již nebude docházet, neboť společnosti zvláštního určení bude dostačovat registrace nároku na převod podkladové pohledávky a s tím souvisejícího zajištění. Navíc platí, že pro účely konkurzního řízení původce mají osoby, jejichž nároky k podkladovým pohledávkám jsou řádně registrovány v refinančním registru, nárok na oddělení těchto pohledávek.

Nová právní úprava tak poskytuje společnosti zvláštního určení jistotu oddělení podkladových pohledávek od ostatního majetku původce, a to i přesto že nedojde k převodu těchto pohledávek z původce na společnost zvláštního určení.

Výhody refinančního registru lze podle zákona o refinančním registru využít pro účely prodeje majetku nebo pohledávek společnostem zvláštního určení, pokud se takový převodu majetku nebo pohledávek děje za účelem refinancování. Pro splnění podmínky refinancování musí původce za převod obdržet adekvátní protiplnění, přičemž se nepřihlíží k tomu, že dochází pouze k převodu obchodního rizika spojeného s podkladovými pohledávkami a nikoliv k převodu samotných podkladových pohledávek.

Refinanční registr může využívat široký okruh původců, například banky, podnikatelé, investiční fondy i osoby veřejného práva. V refinančním registru lze registrovat nárok na převod domácích i zahraničních pohledávek a jejich zajištění (např. i práva váz noucí na letadlech či lodích), a to bez ohledu na právní důvod pohledávky.

4.1.2. Registrace v refinančním registru

Pro platnou registraci v refinančním registru musí být původce přímým vlastníkem věcného vlastnického práva k podkladovému aktivu. Jak uvedeno výše nevyžaduje se nicméně převod práva k podkladovému aktivu z původce na společnost zvláštního určení. Ve skutečnosti se registruje pouhý smluvní nárok na převod pokladového aktiva a registrace tohoto nároku postačuje k získání nároku na

oddělení tohoto aktiva pro účely konkurzního řízení původce. Podle zákona o refinančním registru je rovněž možno registrovat nárok na převod pohledávky, jestliže původce zůstane i po registraci převodu vystaven zcela nebo částečně kreditnímu riziku spojenému s pohledávkou.

Implicitní nebo ústně učiněné dohody o zákazu převodu (postoupení) podkladového aktiva nezabraňují registraci v refinančním registru. Naopak, registrace v rejstříku spíše podporuje platnost převodu (postoupení) takových aktiv. Písemné zákazy postoupení pohledávky nebrání registraci postoupení pohledávky v refinančním registru, pouze v případě že účastníky závazkového právního vztahu z něj pohledávka vzešla jsou podnikatelé.

Pohledávky a související zajištění, na jejichž převod má společnost zvláštního určení nárok, musí být registrovány v refinančním registru. Do refinančního registru se mimo jiné zapisuje i přesné datum a čas registrace a v případě, že registrovaná aktiva slouží jako zajištění zapisuje se i jeho právní důvod, rozsah a pořadí zajištění vzhledem k danému aktivu. Je zajímavé, že registrace v refinančním registru nemá žádný publikační účinek ve vztahu k třetím osobám.

Zákon o refinančním registru pouze umožňuje využití refinančního registru, tj. jeho použití není obligatorní. Lze proto i nadále postupovat tradiční cestou, avšak bez možnosti využití výhod registrace v refinančním registru. S ohledem na shora popsané výhody, které refinanční registr přináší se však lze domnívat, že postup bez jeho využití bude spíše ojedinelý.

4.1.3. Vedení refinančního registru

K vedení refinančního registru jsou oprávněny finanční instituce, které pro sebe také refinanční registr v případě sekuritizace vlastních aktiv nejčastěji spravují. Ostatní původci se musí se správou refinančního registru obrátit na finanční instituci, která pro ně

refinanční registr může spravovat. Refinanční registr může být provozován v elektronické podobě. Řádná správa registru je dozorována osobou, která je sice určena federálním orgánem dohledu nad finančním trhem (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), ale která není tomuto orgánu dohledu přímo podřízena. Osoba mající dohled na řádnou správu refinančního registru nekontroluje přesnost registrací ani zda aktiva, která jsou předmětem registrace skutečně patří původci, či zda jsou způsobilá pro registraci. Dohlížitel je oprávněn nahlížet do účetních knih původce a osoby spravující refinanční registr a v případě zjištěných nedostatků podat správu orgánem dohledu nad finančním trhem.

4.1.4. Právní účinky registrace

V případě úpadku původce je společnost zvláštního určení, jejíž právo k podkladovým pohledávkám bylo registrováno v refinančním registru původce (dále jen „registrované pohledávky“), oprávněna požadovat oddělení registrovaných pohledávek od ostatního úpadcova majetku. Jestliže tedy byl v rámci sekuritizace použit refinanční registr, má společnost zvláštního určení výhodu naprostého oddělení pohledávek použitých k sekuritizaci a registrovaných v tomto registru. Riziko úpadku původce se proto sekuritizace prakticky nemusí dotknout.

Samotná registrace pohledávek (až již před nebo na základě zahájení konkurzního řízení původce) nevede k převodu podkladového aktiva na společnost zvláštního určení. Pro výkon svého práva na oddělení registrovaných pohledávek, proto společnost zvláštního určení musí současně nárokovat převod práva k podkladovým pohledávkám. Pro převod registrovaných pohledávek z původce na společnost zvláštního určení se plně použijí příslušná zákonná a smluvní ustanovení, která zůstávají registrací nároku na převod podkladové pohledávky nedotčena. Záznam v refinančním registru má význam pouhé registrace závazkového smluvního práva. Z toho vyplývá, že registrace nároku na převod podkladového aktiva v refinančním registru nebrání převodu daného podkladového aktiva

původcem na jinou osobu než je osoba registrovaná v refinančním registru. Platnost převodu podkladového aktiva na jinou osobu nebrání ani fakt, že tím dojde k porušení závazku původce vůči společnosti zvláštního určení.

Lze proto jen doporučit uskutečnit co nejdříve skutečný převod registrovaného podkladového aktiva na společnost zvláštního určení. V praxi může společnost zvláštního určení rovněž postoupit v rámci sekuritizace jí postoupené podkladové pohledávky na předem určenou osobu jednající ve funkci správce zajištění (anglicky „security trustee“). Úkolem správce zajištění pak je spravovat podkladové pohledávky v nejlepším zájmu investorů do dluhových cenných papírů. Správce zajištění však nemůže být přímo zapsán v refinančním registru jako osoba oprávněná z nároku na převod registrovaného aktiva.

Nárok na oddělení registrovaných pohledávek od ostatního úpadcova majetku je v rámci konkurzního řízení původce realizován prostřednictvím správce konkurzní podstaty jmenovaným soudem. Správce konkurzní podstaty nemusí nutně ihned přistoupit k převodu registrovaných aktiv na společnost zvláštního určení. Namísto toho může využít administrativního a personálního zázemí úpadce k správě podkladových pohledávek a přijímání peněžních prostředků z nich plynoucích. Správce konkurzní podstaty dále přejímá odpovědnost za vedení a správu refinančního registru úpadce.

Nová zákonná úprava rovněž poskytuje společnosti zvláštního určení ochranu před započtením nebo využitím zadržovacího práva ze strany původce. Naproti tomu registrace pohledávky v refinančním registru neposkytuje společnosti zvláštního určení žádnou ochranu proti nárokům dlužníků podkladových pohledávek.

4.1.5. *Sekuritizace s více původci*

Nová německá právní úprava zahrnuje i zákonný podklad pro transakce jichž se na straně původce účastní více subjektů. V těchto

případech je portfolio podkladových pohledávek tvořeno pohledávkami generovanými vícero původci. Tyto pohledávky jsou před jejich použitím pro účel sekuritizace shromážděny jedním nebo více refinančními zprostředkovateli a následně převedeny na společnost zvláštního určení.

Důvodem pro využívání struktur s vícero původci je, že menším původcům často chybí rozsah potřebný pro efektivní využití výhod sekuritizace. Shromážděním podkladových pohledávek od vícero původců, lze tudíž dosáhnout velikosti portfolia podkladových pohledávek potřebného pro efektivní využití sekuritizace.

V pozici refinančního zprostředkovatele může vystupovat pouze finanční instituce (tj. nikoliv společnost zvláštního určení), podléhající příslušnému veřejnoprávnímu dozoru. Důvodem tohoto omezení, je že transakce s vícero původci jsou složitějšího charakteru a vyžadují proto větší míru zkušenosti, aby nedošlo k poškození právem chráněných zájmů třetích osob.

V těchto transakcích musí být osobou vedoucí refinanční registr refinanční zprostředkovatel. V případě, že existuje více refinančních zprostředkovatelů (a tím i více refinančních registrů), je zapotřebí věnovat náležitou pozornost tomu, aby podkladové pohledávky byly registrovány ve správném refinančním registru. Registrací v nesprávném refinančním registru by totiž nemohlo dojít k zamýšleným účinkům registrace.

4.1.6. Shrnutí

Nově zvolená německá koncepce, která umožňuje sekuritizaci bez toho, aby došlo k převodu podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení vystihuje faktickou finanční podstatu této transakce. Domnívám se, že se jedná o krok správným směrem, který povede k posílení právní jistoty investorů do dluhových cenných papírů a k častějšímu a efektivnějšímu využívání sekuritizace na německém trhu.

4.2. Republika Rakousko

Rovněž v Rakousku si kapitálový trh vyžádal některé změny právní úpravy mající za cíl umožnit a zefektivnit sekuritizaci pro rakouské obchodní společnosti.

4.2.1. Omezení smluvního zákazu postoupení pohledávek

Poměrně běžnou praxí v Rakousku je začleňovat do všeobecných smluvních podmínek nebo formulářových smluv zákaz postoupení pohledávek na třetí osoby. Obdobně jako je tomu v českém právu i rakouské právo v důsledku toho neumožňuje postoupení pohledávek vzniklých z takových smluvních závazkových vztahů z původce na společnost zvláštního určení. Tím dochází k tomu, že velká část pohledávek není pro účely sekuritizace vůbec použitelná nebo jen s velkými vedlejšími náklady (tj. náklady na ověření zda konkrétní smlouvy zákaz postoupení obsahuje či nikoliv, a dále získání souhlasu dlužníka s postoupením pohledávky na společnost zvláštního určení).

S účinností od 1. ledna 2005 vstoupila v platnost novela rakouského občanského zákoníku (ABGB), na jejímž základě došlo k významnému zjednodušení překážek spojených se zákazem postoupení pohledávek na třetí osoby pro účely sekuritizace.

Podle shora uvedené novely rakouského občanského zákoníku, je smluvní ujednání o zákazu postoupení pohledávky platné pouze pokud bylo mezi smluvními stranami předmětem vyjednávání a že při zvážení všech okolností daného případu se nejedná o hrubé zneužití postavení věřitele. Tím je de facto vyloučena aplikovatelnost zákazů postoupení obsažených ve všeobecných smluvních podmínkách.

Kromě toho platí, že i přesto, že ujednání o zákazu postoupení splňuje dříve uvedené podmínky, nebrání porušení zákazu postoupení platnému postoupení pohledávky na třetí osobu. Věřitel se však postoupením pohledávky v rozporu s převzatým závazkem vystavuje riziku vzniku odpovědnosti za škodu způsobenou porušením tohoto

závazku. Zákona dále upravuje moderační právo soudu snížit případnou smluvní pokutu, kterou by podle smlouvy měl věřitel hradit dlužníkovi za porušení zákazu postoupení pohledávky.

4.2.2. *Poplatková povinnost*

Obecně platí, že postoupení pohledávky je v Rakousku předmětem poplatkové povinnosti ve výši 0,08%. Tato poplatková povinnost přirozeně negativně prodražuje proces sekuritizace a vede k tomu, že při malých objemech transakční náklady přerůstají očekávaný výnos (užitek) ze sekuritizace.

Vzniku poplatkové povinnosti se v minulosti předcházelo tím, že veškeré dokumenty vztahující se k postupování podkladových pohledávek byly uzavírány a uchovávány mimo území Rakouské republiky. Ke vzniku poplatkové povinnosti (nebo alespoň zvýšení rizika jejího vyměření) však postačovalo, jestliže se kdykoliv po uskutečnění převodu pohledávky dostala zpět na území Rakouska originální dokumentace k pohledávce nebo byl k této dokumentaci na území Rakouska učiněn písemná odkaz. Je třeba si však uvědomit, že podkladové pohledávky je zapotřebí dále spravovat, a proto byl vznik rizika poplatkové povinnosti poměrně velmi pravděpodobný.

Za účelem zatraktivnění sekuritizačních transakcí proto došlo ke změně příslušného rakouského zákona o správních poplatcích (Gebührengesetz), a to tím způsobem, že z poplatkové povinnosti byly vyjmuty převodu pohledávek na společnosti zvláštního určení zřízené v rámci sekuritizace, a to bez ohledu na jejich domicil.

4.3. **Některé další země Evropských společenství**

Obdobně jako v České republice ani v Slovenské republice neexistuje specifická právní úprava vztahující se k sekuritizaci. Slovenský právní řád je i více než deseti letech od rozdělení samostatné České a Slovenské republiky obdobný tuzemskému právnímu řádu a je postaven na stejných principech (i pod vlivem

práva Evropských společenství). Dostupné analýzy právních aspektů sekuritizace na Slovensku proto řeší obdobné problémy jako jsou právní otázky popsány v této práci.

Některé právní řády jako například francouzský, portugalský, polský, či belgický vytváření pro sekuritizaci prostor v rámci úpravy jednotek kolektivního investování. Taková právní úprava se většinou vztahuje k využití některé z forem jednotek kolektivního investování jako společnosti zvláštního určení. Samotný proces sekuritizace a zejména podmínky legitimního převodu portfolia podkladových pohledávek na společnost zvláštního určení však tyto právní řády povětšinou neupravují.

5. PŘÍNOSY SEKURITIZACE

V poslední kapitole této práce se hodlám zaměřit na přínosy, které sekuritizace přináší jak pro osoby, které se jí přímo aktivně účastní tak i pro kapitálový trh jako celek.

Z hlediska podnikového sektoru jsou výhody sekuritizace nesporné: jednak umožňuje snížením absolutní výše rizika spojeného s poskytnutím peněžních prostředků podniku (jeho diverzifikací) i jinak značně zadluženému či z jiných důvodů nepříznivě úvěrově hodnocenému podniku přístup na kapitálové a finanční trhy. Umožňuje dále hodnotit bonitu podkladových aktiv samostatně bez ohledu na bonitu původce, a tak v řadě případů vést rovněž ke snížení rizika, tj. zvýšení bonity strukturované transakce, jejímž důsledkem je snížení ceny kapitálu získávaného původcem.

Tato nižší cena kapitálu se konkrétně projevuje v nižších úrokových sazbách ze strukturovaných cenných papírů ve srovnání s těmi, které by investoři jinak požadovali při poskytnutí standardního úvěru na základě hodnocení rizikovosti samotného původce.

5.1. Přínosy pro původce

Na straně původce má sekuritizace zejména následující pozitiva: (a) minimalizaci rizika, (b) získání financování a (c) prodej pohledávek.

5.1.1. *Minimalizace Rizika*

Minimalizace rizika dosáhne původce tím, že riziko vyplývající pro něj z podkladových pohledávek, tj. zejména riziko jejich neuhrazení, převede na společnost zvláštního určení. Převod rizika na společnost zvláštního určení může mít pro původce i velmi příznivý dopad v účetní sféře a v oblasti finančního managementu. Odepsáním pokladových pohledávek z rozvahy původce může např. zpřístupnit

další externí financování nebo zlepšit poměr vlastního a cizího kapitálu původce. V oblasti bankovníctví může sekuritizace přispět i k lepším parametrům pro dodržování pravidel kapitálové angažovanosti a likvidity.

5.1.2. Získání financování

Že sekuritizace představuje externí zdroj financování, je zřejmé ze shora uvedeného diagramu. Investoři poskytují na základě koupě dluhových cenných papírů finanční prostředky společnosti zvláštního určení, která tyto finanční prostředky převádí na původce jako protiplnění za převáděné portfolio podkladových pohledávek.

Reálně tak dochází k tomu, že původce za portfolio pohledávek s různou dobou splatnosti obdrží okamžitě cizí kapitál od investorů. Transakční náklady a cena placená původcem za takto získané prostředky přitom bývá zpravidla nižší než náklady, které by si vyžádala tradiční cesta úvěrování formou např. bankovního úvěru nebo vydání dluhových cenných papírů přímo původcem.

Důvodem této skutečnosti je fakt, že společnost zvláštního určení vydávající dluhové cenné papíry není zatížena žádnými dalšími závazky, vyjma závazků splatit dluhové cenné papíry ke dni jejich splatnosti a dosahuje proto lepší rating než je rating původce. Sekuritizace současně umožňuje získat externí financování i společností, které by jinak nebyly schopny takové financování získat z důvodu jejich nízké kreditibility. Jak však bylo uvedeno výše, při sekuritizaci je rozhodující kvalita portfolia podkladových pohledávek nikoliv kvalita původce, a proto společnosti zvláštního určení zakládané třeba i společnostmi s nižším ratingem mohou sekuritizaci úspěšně uskutečnit.

Podniky tradičně získávali finanční zdroje vypůjčováním si peněžních prostředků od bank a jiných finančních institucí. Z hlediska bank se takto poskytnuté prostředky objevovaly na straně aktiv jejich bilancí po celou dobu splatnosti. Někdy byly tyto úvěry zajišťovány

různými zajišťovacími instrumenty, v jiných případech banky spoléhaly výhradně na úvěruschopnost a solventnost dlužníka. Z hlediska dlužníka pak v této situaci na straně pasiv jeho rozvahy vystupoval jeden či několik závazků velkého rozsahu vůči individuálnímu věřiteli. Tento věřitel mohl mimo jiné často vykonávat značný vliv na výkon podnikatelské činnosti takového dlužníka.

Sekuritizace však představuje nový pohled na získávání finančních zdrojů pro podnikání. Při rozboru je třeba odlišovat sekuritizaci v širším smyslu a užší pojetí sekuritizace. Širším pojetím sekuritizace lze označit proces nahrazování tradičních úvěrů a půjček, s nimiž je pojmově spojena koncentrace úvěrového rizika u jediného věřitele, případně syndikátu několika věřitelů, obchodovatelnými cennými papíry, které jsou zakoupeny větším množstvím investorů.

Nahrazení dříve jedné či několika bank v pozici věřitele poskytnutých prostředků velkým množstvím institucionálních anebo drobných investorů vede bezprostředně k diverzifikaci dříve koncentrovaného rizika. Diverzifikace rizika tzn. absolutní snížení jeho velikosti je provázána zvýšením likvidity a flexibility nových investorů ve srovnání s původními věřiteli úvěrů a půjček a z tohoto důvodu umožňuje snížení ceny poskytnutých prostředků pro dlužníky, případně též zvýšení množství zdrojů nabízených investory zájemcům o volný kapitál. Ovlivňování a řízení aspektů ovlivňujících velikost a druhy rizika spojeného se strukturovanou transakcí jsou vůbec jedním z klíčových faktorů uplatnění a rozvoje sekuritizace a tato problematika bude také nejednou zmíněna v dalších částech této disertační práce.

Při sekuritizaci v širším smyslu nedochází z hlediska dlužníka ke změnám na straně aktiv jeho bilance (např. oddělení pohledávek či jiných aktiv z jeho bilance), ale dochází ke změně jeho financování, tzn. dochází k restrukturalizaci strany pasiv jeho bilance. Cizí zdroje původně tvořené obvykle úvěry od bank jsou nahrazeny prostředky získanými od investorů na základě emise cenných papírů (dluhopisů či majetkových cenných papírů), které jsou zakoupeny těmito

investory.

Z výše uvedeného vyplývá, že pod širším pojetím sekuritizace lze chápat jakoukoli emisi cenných papírů průmyslového podniku, banky, obce nebo státu. Jak již bylo řečeno, obvykle taková emise cenných papírů představuje restrukturalizaci bilance na straně pasiv, strana aktiv zůstává nezměněna. K této restrukturalizaci dojde tím způsobem, že dotčený subjekt, který je např. dlužníkem z poskytnutého bankovního úvěru, splatí z prostředků získaných emisí cenných papírů tento bankovní úvěr. Na rozvaze tohoto podniku by se sekuritizace projevila např. následujícím způsobem:

Situace před sekuritizací:

Rozvaha podniku:

Aktiva		Pasiva	
Pohledávky	250	Úvěry	200
		Základní jmění	50
	250		250

Po provedení sekuritizace v širším smyslu podnik nahradí tyto bankovní úvěry emisí např. dluhopisů. Emise dluhopisů může řešit nejen problém výkonu kontrolních pravomocí v podniku, ale může také vést prostřednictvím diverzifikace rizika vysokému počtu investorů ke snížení ceny takto získaných cizích zdrojů podniku a tím ke zvýšení efektivity jeho hospodaření.

Situace po provedení sekuritizace:

Rozvaha podniku

Aktiva Pasiva

Aktiva		Pasiva	
Pohledávky	250	Emise dluhopisů	200
		Základní jmění	50
	250		250

Širší pojetí sekuritizace není ničím převratně novým ani na domácím kapitálovém trhu. V posledních letech jsme svědky značného množství emisí cenných papírů domácími bankami, průmyslovými podniky, obcemi či státem. Proto ani předmětem rozboru v této disertační práci není sekuritizace v širším smyslu, ale tzv. užší pojetí sekuritizace.

Užší pojetí sekuritizace představuje specifický typ transakcí, v nichž dochází naopak k restrukturalizaci strany aktiv bilance podniku či banky, případně též strany pasiv. Na straně aktiv totiž dochází k oddělení některých aktiv (pohledávek) z bilance podniku jejich převedením na třetí osobu odlišnou od podniku (tj. od původního věřitele těchto aktiv). Jedním ze zřejmých výsledků strukturované transakce tedy je nahrazení původních aktiv novým (zpravidla kvalitnějším) druhem aktiv (bezprostředně po transakci je to platba investorů za strukturované cenné papíry - tedy hotovostní prostředky).

5.1.3. Prodej Pohledávek

Konečným důsledkem sekuritizace je i převod podkladových pohledávek na jiný subjekt. Původce může mít zájem na tom, aby se nemusel nadále zabývat správou těchto pohledávek a ulevil si od průběžných nákladů souvisejících s touto činností. Častým příkladem takového původce může být provozovatel sítě supermarketů, který zjistil, že správa jeho majetku neúměrně narostla oproti výkonu jeho

hlavní podnikatelské činnosti, tj. nákupu a prodeje zboží. Sekuritizace původci nabízí, převod správy jeho pohledávek na společnost zvláštního určení, která může za účelem správy pohledávek využít služeb, tzv. administrátora.

Administrátorem však může zůstat i samotný původce, záleží pouze na míře, se kterou se chce při správě pohledávek angažovat.

5.2. Přínosy pro investory

Na straně investorů má sekuritizace zejména následující pozitiva: (a) získání dluhového cenného papíru prověřeného ratingem, (b) diverzifikace rizika a (c) přístup k novým druhům aktiv (investic).

5.2.1. Kapitálová investice

Dluhové cenné papíry (např. dluhopisy) mohou být na rozdíl od podkladových pohledávek ohodnoceny některou z ratingových agentur. Ratingové agentury v rámci ratingu hodnotí pravděpodobnost, že dluh představovaný cenným papírem bude řádně a včas splacen. Hodnocení je v konečném výsledku představováno stupněm označujícím na dané stupnici pravděpodobnost řádného splacení anebo selhání.

Jak bylo dříve řečeno, jednotlivé podkladové pohledávky takové ratingové ohodnocení získat nemohou (ve skutečnosti jsou také jen velmi málo likvidní), sekuritizace proto způsobuje, že ratingově neohodnotitelné pohledávky se mění na dluhové cenné papíry, které je možno ratingově ohodnotit. Získání ratingu je výhodné nejen z důvodu podpory prodeje dluhových cenných papírů, ale současně to umožňuje i některým institucionálním investorům nákup takových dluhových cenných papírů, ačkoliv do samotných podkladových pohledávek by investovat nemohli.

V případě potřeby může investor cenný papír obvykle snadno prodat a získat potřebné prostředky, narozdíl od obtížně převoditelných úvěrů a půjček. Zvýšení likvidity strukturovaných

instrumentů by mělo snížit marži mezi výpůjčními a depozitními sazbami a takto snížit cenu zdrojů pro dlužníky převáděných pohledávek. Tato skutečnost byla empiricky sledována na příkladu hypotečních úvěrů a zčásti u spotřebních půjček na koupi automobilů ve Spojených státech amerických.¹⁷

5.2.2. *Diverzifikace rizika*

Druhou výhodou, kterou sekuritizace nabízí investorům, je diverzifikace rizika. Investoři nakupující dluhové cenné papíry vydávané společností zvláštního určení totiž prostřednictvím dluhových cenných papírů investují do celého portfolia podkladových pohledávek.

Ačkoliv se samozřejmě nejedná o diverzifikaci rizika v rámci odvětví nebo druhu aktiv, protože podkladové pohledávky pocházejí od jediného původce a mají stejný charakter (např. hypoteční úvěry, pohledávky z kreditních karet apod.), dochází k diverzifikaci rizika ve vztahu k dlužníkům. Investoři totiž nekupují jedinou podkladovou pohledávku vůči konkrétnímu dlužníku, ale pouze podíl na portfoliu pohledávek představovaný dluhovým cenným papírem, a jejich riziko se proto „rozměňuje“.

Investoři při hodnocení rizika a při ocenění strukturovaných cenných papírů přihlíží převážně k takto odděleným aktivům a nehodnotí původního věřitele podkladových aktiv, v jehož bilanci se tato aktiva původně nacházela. Proto také při optimálním strukturování transakce může původní věřitel podkladových aktiv dosáhnout nižší ceny za takto získané finanční zdroje, než-li v případě přímého financování původního věřitele podkladových aktiv.

17 Fabozzi, F., Modigliani, F.: Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice Hall International Editions. 1992, str. 570.

Jak již bylo také uvedeno výše, je strukturovaná transakce prostředkem k restrukturalizaci (zlepšení) bilance společnosti na straně aktiv.

Přesné vymezení převáděných aktiv, jejichž splácení bude sloužit k úhradě úroku a jistiny strukturovaných cenných papírů na jejich základě emitovaných, snižuje a umožňuje řídit rizika, která jsou tradičně spjata s dlužníky obecně: např. riziko budoucího špatného hospodaření nebo v případě bank riziko koncentrace angažovanosti do odvětví nebo u jednotlivých dlužníků.

Odstranění těchto rizik umožňuje cenným papírům emitovaným v rámci strukturované transakce dosáhnout lepšího úvěrového hodnocení než je tomu u samotného původce a takto docílit nižší ceny získávaného kapitálu.

5.2.3. *Přístup k investici*

Sekuritizace investorům umožňuje i přístup k novým druhům investic. Investoři nemusí zakládat banky nebo úvěrové společnosti proto, aby mohli investovat v tomto sektoru. Namísto toho mohou výnos z takové investice (ale i riziko s ní spojené) získat investicí do dluhových cenných papírů s příslušným druhem podkladových pohledávek. Zjednodušeně řečeno mohou skrze sekuritizaci získat výnos z úvěrových obchodů a přitom nemusí nést riziko z dalších obchodů realizovaných bankami nebo úvěrovými společnostmi, aniž by museli podnikat v oblasti poskytování úvěrů.

Sekuritizace umožňuje přeměnu nelikvidních (tzn. problematicky převoditelných) půjček a úvěrů v cenné papíry s nižším úvěrovým rizikem a značnou likviditou. Investorům se tak nabízí větší množství instrumentů pro jejich investice, objevují se možnosti investovat tam, kde to dříve nebylo možné. Za standardních podmínek by investoři nemohli poskytovat např. hypoteční úvěry či spotřební půjčky, v rámci sekuritizace však mají možnost investovat do těchto instrumentů nepřímo a takto zvýšit množství zdrojů pro finanční i

nefinanční subjekty.

5.3. Sekuritizace a kapitálový trh

Jednou z otázek, která provázela zahájení procesu sekuritizace ve Spojených státech bylo, je-li sekuritizace skutečnou finanční inovací, v jejímž důsledku dochází ke zvýšení efektivnosti anebo hospodárnosti v odvětví (tj. dosažení zvýšení výkonu při stejném množství zdrojů anebo dosažení stejného výkonu při menším množství zdrojů), nebo se jedná pouze o dočasné využití mezer v legislativě a účetních předpisech.

Srovnání aspektů strukturované transakce s tradičním úvěrovým financováním nejlépe vystihuje podstatu tohoto problému. Ještě v sedmdesátých letech tvořily drtivou většinu cenných papírů obchodovaných na americkém trhu standardní fixně úročené dluhopisy. V následujících letech se však rozvinula řada instrumentů, které jednak reagovali na značně rozkolísané úrokové míry koncem sedmdesátých a počátkem osmdesátých let, dále však také umožnili rozšířit obec investorů na primárních i sekundárních trzích cenných papírů, poněvadž byly schopny uspokojit specifické potřeby jednotlivých skupin investorů.

Sekuritizace samotná a v jejím rámci se rozvíjející instrumenty a struktury jsou dokladem tohoto trendu. Je nepochybné, že tento trend bude pokračovat i nadále a škála instrumentů a struktur užívaných při sekuritizaci se bude i nadále rozšiřovat. Charakter instrumentů a struktur užívaných při sekuritizaci se navzdory základním principům a společným rysům liší od jednoho právního řádu k druhému v závislosti na konkrétních legislativních podmínkách a kapitálových možnostech jednotlivých zemí.

Rozhodující otázkou při rozhodování o poskytnutí financování (zejména při poskytnutí úvěru) je velikost rizika spojeného s takovým financováním. Jak vysoké je celkové riziko spojené s transakcí, o jaké druhy rizika se jedná, kdo toto riziko ponese apod. Při tradiční

úvěrové činnosti se bankovní úvěry zpravidla po celou dobu jejich splatnosti vyskytují v portfoliích bank a tyto v plné míře nesou úvěrová rizika s nimi spojená, tj. nebezpečí, že úvěry nebudou řádně a včas splaceny. Avšak nejen to, banka navíc absorbuje i riziko změn úrokových měr a případného předčasného splacení (pokud otázka není upravena smluvně).

Tyto skutečnosti mohou způsobit, že dojde k nesouladu mezi úrokovými mírami na zdrojích ve srovnání s majetkem banky (investice, poskytnuté úvěry apod.), který může bance způsobit i značné ztráty. Přezkoumáním bonity žadatele o úvěr před jeho poskytnutím ani průběžný monitoring úvěru nemění nic na skutečnosti, že banka nese úvěrové riziko v celé jeho výši.

I z tohoto důvodu vyžadují státní orgány pověřené dozorem nad finančním sektorem ekonomiky zajištění těchto rizik vlastním kapitálem banky, akcionáři banky vysokou míru návratnosti vložených prostředků (return on equity) a věřitelé vysoké úrokové míry. Banka je tak nucena zajišťovat vlastní financování ve vysoké míře velmi nákladnými zdroji, což se nepříznivě odráží v efektivnosti jejího hospodaření.

Růst ceny vlastních zdrojů je však způsoben růstem celkového rizika banky nejen z výše uvedených příčin. Obvyklá koncentrace bank na odvětví či kategorie klientů, nebezpečí poskytování budoucích úvěrů z vyššími riziky a ostatní neúvěrová rizika bank neúměrně zvyšují celkové riziko banky jako instituce, a to se odráží v růstu ceny bankou používaného kapitálu.

Sekuritizace je řešením velkého množství z výše uvedených problémů spojených s rizikem. Převedením strukturovaných úvěrů nacházejících se v aktivech banky na třetí osobu emitující strukturované cenné papíry, jistina a výnosy z nichž jsou hrazeny splátkami těchto strukturovaných úvěrů, banky odstraňují úvěrové riziko, kterému jsou vystaveny na základě poskytnutí těchto úvěrů (tyto úvěry se již nadále nevyskytují v rozvaze banky). Strukturované

úvěry jsou navíc přesně specifikovány a tudíž velice transparentní pro investory, kteří navíc nenesou rizika plynoucí z dalšího financování banky ani další výše zmíněná rizika banky jako instituce.

Z výše uvedeného vyplývá, že emisí strukturovaných cenných papírů a na ni navazující platbou za převedené pohledávky lze získat levnější zdroje financování (riziko spojené se strukturovanou transakcí bude nižší, než riziko spojené s ostatními zdroji), a to za současného snížení rizika banky jako instituce. Tyto skutečnosti s sebou přinášejí pozitivní synergický efekt a zvýšení efektivity a hospodárnosti bankovního sektoru i kapitálového trhu.

Další příčinou výhodnosti sekuritizace je skutečnost, že finanční prostředky získané prostřednictvím strukturované transakce bezprostředně nemění strukturu pasiv věřitele podkladových aktiv, poněvadž získané prostředky jsou úhradou za prodej aktiv převedených ve prospěch společnosti zvláštního určení. Tímto způsobem dochází pouze ke změně na straně aktiv, kde hotovostní prostředky bezprostředně nahrazují převedená strukturovaná aktiva a to pouze na straně aktiv bilance původního věřitele těchto aktiv ve srovnání se situací, kdy by prostředky získal např. emisí vlastních dluhopisů (tj. při sekuritizaci v širším pojetí), které by se objevily jako cizí zdroje na straně pasiv bilance původního věřitele.

Význam této skutečnosti roste opět zejména v souvislosti s bankami, které jsou povinny dodržovat pravidla obezřetného podnikání stanovená centrální bankami (mezi jinými pravidla likvidity, kapitálové přiměřenosti a povinných minimálních rezerv), poněvadž tyto instituce mohou aktiva (např. úvěry), která jsou jinak předmětem výše zmíněné regulace centrální bankou, převést mimo své bilance a nahradit je např. aktivy, které takové regulaci nepodléhají.

V tomto případě navíc dochází v důsledku tohoto převodu ke snížení ceny jimi užívaného kapitálu (banky nejsou povinny krýt tato riziková aktiva rezervami). Prostředky získané při sekuritizaci mohou banky reinvestovat či užít ke zlepšení poměru cizího a vlastního

kapitálu (viz níže).

Přínos sekuritizace je patrný zejména na straně poptávky po volném kapitálu - v našem případě tedy u původce (je třeba si totiž uvědomit, že užší pojetí sekuritizace přináší restrukturalizaci strany aktiv bilance subjektu - v této souvislosti je proto třeba hovořit o poptávajícím subjektu jako o věřiteli, ačkoliv vzhledem k jeho kapitálové potřebě se jedná de facto o dlužníka na kapitálovém trhu). Mezi nejčastěji uváděné přínosy sekuritizace ve vztahu k původním věřitelům podkladových aktiv patří: levnější získávání zdrojů; efektivnější využití kapitálu; schopnost řízení rychlého růstu aktiv; zlepšení řízení aktiv a pasiv; zlepšení finanční situace a diverzifikace zdrojů kapitálu.¹⁸

Zejména bankám jako subjektům podléhajícím regulaci centrální bankou, sekuritizace umožňuje uvolnit kapitál, který je jinak vázán povinnými minimálními rezervami a jinými regulačními nástroji centrální banky. Může se i stát, že takto vytvořené rezervy budou nadbytečné ve srovnání s reálným rizikem a budou spíše sloužit centrální bance jako jeden z jejích regulačních nástrojů monetární politiky, bance však budou působit ztráty z neefektivního využití kapitálu.

Teprve ocenění podkladových aktiv v rámci strukturované transakce (tj. diskont, který se podaří docílit na kapitálovém trhu) reflektuje skutečnou výši rizika pro banku a může ji přinést nemalé úspory. Prodejem strukturovaných cenných papírů dochází navíc k přesunu části rizika (jak velkého záleží na existenci či neexistenci zpětného postihu vůči bance v případě neplnění ze strany dlužníků převáděných aktiv) od původního věřitele pohledávek na investory.

18 Fabozzi, F., Modigliani, F.: *Capital Markets: Institutions and Instruments*. Prentice Hall International Editions. 1992, str. 598.

Jak již bylo zmíněno výše, diverzifikace rizika vede ke snížení jeho absolutní velikosti. To opět přispívá ke snížení ceny investory poskytnutého kapitálu a zvýšení jeho efektivnosti pro původní věřitele. Podnikání bank lze také obecně označit za růstové odvětví, které naráží na výše zmíněné limity kapitálové přiměřenosti, které tento růst zpomalují. Sekuritizace nabízí možnost expanze banky restructuralizací strany aktiv její bilance při současném plnění požadavků regulace.

Zlepšení řízení aktiv a pasiv u původce je dosahováno přesunem rizika předčasného splácení převáděných aktiv a tedy následného nebezpečí nesouladu mezi splatností aktiv a zdrojů financování tohoto subjektu na investory do strukturovaných cenných papírů.

Při výkladu implikací sekuritizace pro finanční systém jako takový je dobré si připomenout jeho základní roli: ta spočívá ve zprostředkování styku mezi subjekty s přebytečným kapitálem se subjekty s nedostatkem zdrojů. Jde tedy o zprostředkování mezi poptávkou po volném kapitálu a jeho nabídkou.

Roli zprostředkovatelů tradičně plnily banky a ostatní finanční instituce. Tato zprostředkovatelská role nespočívá pouze ve zprostředkování styku mezi poptávajícími subjekty a subjekty disponujícími volným kapitálem; investoři (tj. subjekty s přebytkem kapitálu) často hledají možnosti krátkodobého investování oproti subjektům s nedostatkem kapitálu, kteří potřebují spíše kapitál dlouhodobý. Banky a další finanční instituce umožňují překlenout tento nesoulad z hlediska splatnosti prostředků.

Sekuritizace však mění tradiční zprostředkovatelskou roli bank a finančních institucí, umožňuje totiž přímý styk mezi investory a vypůjčovatelí. Zvýšení přímosti tohoto styku omezením či vyloučením jeho mezistupně, společně se snížením úvěrového a dalších rizik v důsledku strukturování aktiv na základě jejich odborného ohodnocení, dochází ke zvýšení efektivnosti procesu zprostředkování mezi

subjekty s přebytkem a subjekty s potřebou kapitálu a přináší zvýšení efektivnosti finančního systému jako celku.

Na pozitivních efektech, které přináší sekuritizace se proto podílí i finanční systém jako celek. Sekuritizací totiž dochází ke zvýšení efektivnosti procesu zprostředkování mezi subjekty s přebytkem a subjekty s potřebou kapitálu. Výše zmíněné zvýšení likvidity investorů vede ke snížení marže mezi výpůjčními a deponitními sazbami a tedy ke snížení ceny peněz v hospodářství.

6. ZÁVĚR

V průběhu přípravy této práce jsem se měl mnohokrát příležitost přesvědčit, že pojem sekuritizace není znám ani odborné právnické veřejnosti zabývající se oblastí obchodního práva. Stejně tak jsem se častokrát shledal s tím, že v průběhu diskuze o metodách a principu sekuritizace bylo na tento proces nahlíženo s krajní nedůvěrou a s obavami o ochranu oprávněných zájmů a nároků věřitelů původce a jeho akcionářů.

Na druhou stranu, se v průběhu diskuzí často stávalo, že počáteční nedůvěru ke struktuře sekuritizace vystřídal, po řádném objasnění hlavních principů a výhod, nadšení pro možnosti jaké s sebou sekuritizace přináší (nebo by mohla přinášet).

Domnívám se, že prameny obecné nedůvěry k jakýmkoliv převodům majetku společnosti mimo tuto společnost, lze spatřovat zejména v praktikách odehrávajících se k České republice v devadesátých letech minulého století a známých pod pojmem „tunelování“. Jak však bylo mnohokrát v této práci zdůrazňováno, smyslem a účelem sekuritizace v žádném případě není poškození třetích osob. Naopak sekuritizace může na český kapitálový trh přinést nové možnosti financování a umožnit tak jeho lepší fungování a rozvoj.

Sekuritizace v době svého vzniku byla skutečnou inovací na světových finančních trzích. V současnosti však již není ve finančním světě považována za žádnou novinku, ale za pevně etablovaný nástroj k získávání kapitálu.

V Evropě se sekuritizací zabývá řada významných institucí, je důležitým faktorem pro regulaci bankovníctví a některé právní řády dokonce obsahují právní normy připravené cíleně pro podporu sekuritizace v daném právním prostředí. Nízká míra povědomí o této technice, která v České republice obecně panuje, je proto do

budoucnosti jednoznačně nežádoucí a měla by být v co nejkratší době odstraněna.

Na základě provedené analýzy právních aspektů sekuritizace v českém právním řádu je možné konstatovat, ačkoliv český právní řád nemá specifickou úpravu vztahující se k sekuritizaci, je sekuritizace v tuzemských podmínkách uskutečnitelná. Tento závěr byl v praxi potvrzen i dosud jedinou veřejně známou sekuritizací v České republice, kterou byla sekuritizace pohledávek společnosti HOME CREDIT FINANCE, a.s.

Poznatky ohledně právní problematiky sekuritizace zjištěné v rámci přípravy této práce lze shrnout do následujících hlavních bodů:

V českém právním řádu se nacházejí podkladové pohledávky vhodné pro sekuritizaci. K účelům sekuritizace lze například využít pohledávek vznikajících z leasingových smluv, spotřebních půjček, dále z hypotečních úvěrů, kreditních karet či jiných bankovních a finančních produktů.

Tuzemská zákonná úprava poskytuje možnost založení společnosti zvláštního určení. Jako nejvhodnější forma této společnosti se přitom jeví akciová společnost, společnost s ručením omezeným a případně i evropská společnost. Domnívám se však, že v praxi bude zejména z daňových důvodů spíše využívána možnost založení společnosti zvláštního určení podle některého ze zahraničních právních řádů. Pro posílení právní jistoty investorů do dluhových cenných papírů lze pro tyto účely doporučit některý z právních řádů Evropských společenství.

Jako nejvhodnější forma legitimního převodu podkladových pohledávek z původce na společnost zvláštního určení se jeví smlouva o postoupení pohledávky. Pokud by se například mělo postupovat cestou převodu práv a závazků z podkladových smluv na společnost zvláštního určení, vyžadovalo by to nepochybně složitější právní přípravu a formálnější a zdlouhavější proces.

Český právní řád umožňuje postoupit i pohledávky, které mají v budoucnu teprve vzniknout. Spornější bude však zřejmě situace, kdy by mělo dojít k postoupení budoucích pohledávek, ohledně nichž dosud neexistuje právní vztah mezi původcem a budoucím dlužníkem. Důležitým kritériem pro posouzení platnosti takové smlouvy o postoupení budoucí pohledávky je zejména určitost postupované budoucí pohledávky.

Pro posílení právní jistoty smluvních stran lze doporučit, aby na základě rámcové smlouvy o postoupení budoucích pohledávek docházelo k průběžnému postupování pohledávek, tak jak budou v budoucnu vznikat. Jedním z navrhovaných řešení, která by měla právní rizika postoupení budoucích pohledávek vyřešit, je využití elektronické komunikace (s elektronickým podpisem), která by umožňovala efektivní a rychlé každodenní uzavírání smluv o postoupení nově vzniklých pohledávek na společnost zvláštního určení.

Účelem sekuritizace v žádném případě není poškození třetích osob, tj. zejména dlužníků z podkladových pohledávek, věřitelů původce nebo akcionářů původce nebo investorů do dluhových cenných papírů. Zájmy těchto osob dostatečně chráněny kogentními ustanovení českého právního řádu.

Ochrana akcionářů původce je zajištěna zejména ustanoveními obchodního zákoníku týkajícími se správy a řízení společnosti. Zájmy věřitelů původce zabezpečují zejména instituty odporovatelnosti právním úkonům a právní úprava úpadku původce.

Investoři do dluhových cenných papírů nesou obchodní (kreditní) riziko transakce, proti porušování jejich oprávněných zájmů jsou chráněni jednak skrze zajištění podkladových pohledávek, případně i zajištění sekuritizační transakce jako celku, a jednak skrze ustanovení odporovatelnosti právním úkonům a právní úprava úpadku původce.

V České republice existuje právní úprava dostatečná nejen k

uspokojivému zajištění převodu podkladových pohledávek a emisi dluhových cenných papírů, ale i nezbytnému posílení bonity transakce jako celku.

Literatura:

- Štenglová, I. Plíva, S., Tomsa, M. a kol. Obchodní zákoník. Komentář. 10., podstatně rozšířené vydání. Praha: C.H. Beck, 2005
- Jehlička, O., Švestka, J., Škárová, M. a kol. Občanský zákoník. Komentář. 9. vydání. Praha: C.H. Beck, 2004
- European Securitisation, A resource guide, European Securitisation Forum, New York, 1999
- Global Securitisation and Structured Finance 2006, Globe White Page Ltd, London 2006
- Severa, P.: Právní aspekty sekuritizace v České republice, diplomová práce, Právnická fakulta University Karlovy
- Henderson, J., Scott, J.: Securitization. Woodhead-Faulkner Limited. 1988.
- Baums, T. Wymeersch, E.: Asset-backed Securitization in Europe, Kluwer Law International Ltd, 1996
- Frankel, T.: Securitization. Little, Brown and Company. 1991.
- Zweig, P.: The Asset Securitization Handbook. Down-Jones Irvin. 1989.
- Schwarcz, S.: Structured Finance. Practising Law Institute. 1990.
- Bakeš, M. a kol.: Finanční právo. C.H.Beck. 1996.
- Musílek, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Vysoká škola ekonomická v Praze. 1994.
- Rosenthal, J., Ocampo, J.: Securitization of Credit. John Willey and Sons, Inc. 1988.
- Dědič, J., Pauly, J.: Cenné papíry. Prospektrum. 1994.

- Pelikánová, I., Plíva, S. a kol.: Obchodní právo. Nakladatelství Hugo Grotia, a.s. 1994.
- Knapp, V., Knappová, M. a kol.: Občanské právo. Nakladatelství Codex. 1995.
- Eliáš, K.: Kurs obchodního práva - Právnícké osoby jako podnikatelé. C.H.Beck. 1995.
- Eliáš, K.: Kurs obchodního práva - Obchodní závazky. Cenné papíry. C.H.Beck. 1996.
- Dědič, J., Čech, P. Evropská akciová společnost. Praha: Polygon, 2006

Internetové zdroje:

- ABSnet: <http://www.absnet.net/>
- Vinod Kothari's Securitisation Page: <http://www.vinodkothari.com>
- European Securitisation Forum:
<http://europeansecuritization.com/>
- The Bond Market Association: <http://www.bondmarkets.com/>
- Ford Credit: <http://www.fordcredit.com/>
- Fitch IBCA, Inc.:
<http://www.fitchibca.com/structured/assetbacked/frame.html>
- Standard & Poor's Ratings Services: Structured Finance:
<http://www.standardandpoors.com/ratings/structuredfinance/index.htm>
- Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR Fixed-Income Ratings, Bonds, Securities): <http://www.dcrco.com/>

- World Securitization News & Comment:
<http://www.truefinancial.com/>
- Securitization Conduit / Structured Finance / Financial Engineering / Securitisation / Titrisation: <http://www.thefinancier.com/sec/securitization.htm#Securitization>
- Shearman & Sterling on ABS:
<http://www.shearman.com/handbook.html>
- Fixed income analysts society: <http://www.fiasi.org/>
- Government National Mortgage Association(GNMA):
<http://www.ginniemae.gov/>
- Federal National Mortgage Association:
<http://www.fanniemae.com/>
- Federal Home Mortgage Loan Corporation:
<http://www.freddiemac.com/>
- Commercial Real Estate Secondary Market and Securitization Association: <http://www.cssacmbs.org/>
- Real Estate Finance Association:
<http://www.boardplace.com:8003/boardplace/gbreb/refa/main.html>
- Real Estate Capital Resources Association:
<http://www.recyber.com/>
- Mortgage Bankers Association of America: <http://www.mbaa.org/>
- Securitization Net: <http://www.securitization.net/>