

Karlova univerzita

Právnická fakulta

Studijní obor: Veřejné právo II

PRÁVNÍ A EKONOMICKÉ ASPEKTY
SEKURITIZACE

Legal and Economic Aspects of
Securitisation

Disertační práce

Vedoucí disertační práce:
Prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc.

Autor:
Mgr. Barbora Urbancová

Praha, duben 2012

Bibliografická identifikace

Jméno a příjmení autora: Mgr. Barbora Urbancová
Název disertační práce: **Právní a ekonomické aspekty sekuritizace**
Název disertační práce anglicky: *Legal and economic aspects of securitisation*
Studijní program: Doktorský, externí
Studijní obor (směr), kombinace oborů: Veřejné právo II.
Školitel: Prof. JUDr. Milan Bakeš DrSc.
Rok obhajoby: 2012

Klíčová slova v češtině: Sekuritizace
Cenné papíry zajištěné aktivy
Bankovní dohled
Kapitálová přiměřenost
Pravidla pro převod rizik
Úvěrové instituce

Klíčová slova v angličtině: *Securitisation*
Asset-backed securities
Bank regulation
Capital requirements
Transfer of risk requirements
Credit institutions

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem disertační práci na téma „Právní a ekonomické aspekty sekuritizace“ zpracovala sama a uvedla jsem všechny použité prameny.

V Praze, dne 3. dubna 2012

Mgr. Barbora Urbancová

Na tomto místě bych chtěla mnohokrát poděkovat za ochotu, odborné vedení a cenné připomínky k disertační práci svému školiteli Prof. JUDr. Milanu Bakešovi, DrSc.

OBSAH

1	ÚVOD.....	9
1.1	ZADANÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	9
1.2	STRUKTURA PRÁCE A JEJÍ CÍL	10
1.3	ZÁKLADNÍ PRAMENY	12
1.4	ZÁKLADNÍ METODY PRÁCE.....	12
2	ÚVOD DO SEKURITIZACE	15
2.1	POJEM A SMYSL SEKURITIZACE.....	15
2.2	HISTORIE SEKURITIZACE	19
2.3	DEFINICE SEKURITIZACE.....	23
2.4	EKONOMICKÉ ASPEKTY SEKURITIZACE	27
2.5	VYMEZENÍ ZÁKLADNÍ STRUKTURY A DRUHŮ SEKURITIZACE.....	28
2.5.1	Mechanismus tradiční sekuritizace.....	29
2.5.2	Mechanismus syntetické sekuritizace (synthetic securitisation)	30
2.5.3	Produkty tradiční sekuritizace	31
2.5.3.1	Cenné papíry zajištěné hypotékami (MBS a RMBS)	32
2.5.3.2	Další cenné papíry zajištěné aktivy (ABS)	33
2.5.4	Produkty syntetické sekuritizace	34
2.5.5	Nové produkty sekuritizace: cenné papíry zajištěné právy duševního vlastnictví	35
2.5.6	Právní povaha produktů sekuritizace dle českého práva	36
3	PRÁVNÍ ÚPRAVA SEKURITIZACE V ČR: SPOLEČNÉ OTÁZKY	40
3.1	ÚVOD DO PRÁVNÍ ÚPRAVY SEKURITIZACE V ČR.....	40
3.1.1	Aplikovatelné právní předpisy a jejich původ	40
3.1.2	Pravidla pro převod rizik zavedená přijetím nového čl. 122a směrnice CRD.....	42
3.1.2.1	Důvody pro přijetí čl. 122a směrnice CRD.....	43
3.1.2.2	Cíle nové úpravy pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD).....	44
3.1.2.3	Nástroje nové úpravy pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD)	44
3.1.3	Transpozice pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD) do českého právního řádu	45
3.1.4	Pravidla kapitálové přiměřenosti	48
3.2	ROZSAH PŮSOBNOSTI PRÁVNÍ ÚPRAVY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICE....	49
3.2.1	Vymezení pojmu sekuritizace pro účely aplikace veřejnoprávní úpravy	49
3.2.2	Role úvěrových institucí v sekuritizační transakci	51
4	PRÁVNÍ ÚPRAVA JEDNOTLIVÝCH KROKŮ SEKURITIZACE V ČR.....	52
4.1	SHROMÁŽDĚNÍ PODKLADOVÝCH AKTIV JEJICH DRŽITELEM (PŮVODCEM)	52
4.2	VYTVOŘENÍ JEDNOTKY PRO SPECIÁLNÍ ÚČEL (SPV)	56
4.3	PŘEVOD AKTIV NA JEDNOTKU PRO SPECIÁLNÍ ÚČEL	61
4.3.1	Převod pohledávek dle českého práva	63
4.3.1.1	Aplikovatelnost českého práva na transakce s mezinárodním prvkem.....	63
4.3.1.2	Uzavření smlouvy o převodu pohledávek.....	64
4.3.1.3	Vymezení pohledávek, které lze podle českého práva postoupit	65
4.3.1.4	Převod zajištění (kolaterálu)	66

4.3.1.5	<i>Důsledky insolvenčního řízení na platnost převodních smluv</i>	67
4.4	<i>EMISE CENNÝCH PAPÍRŮ ZAJIŠTĚNÝCH AKTIVY, PŘIJETÍ K OBCHODOVÁNÍ NA REGULOVANÉM TRHU, VEŘEJNÁ NABÍDKA A INFORMAČNÍ POVINNOST EMITENTA</i>	67
4.4.1	Emise dluhových cenných papírů zajištěných aktivy	68
4.4.2	Úvěrové posílení.....	69
4.4.3	Veřejná nabídka dluhových cenných papírů zajištěných aktivy a přijetí k obchodování na regulovaném trhu	71
4.4.4	Informační povinnosti emitenta.....	73
4.5	<i>PRODEJ CENNÝCH PAPÍRŮ ZAJIŠTĚNÝCH AKTIVY INVESTORŮM - POŽADAVEK NA PONECHÁNÍ PODÍLU V SEKURITIZACI PŮVODCEM NEBO SPONZOREM, INFORMAČNÍ POVINNOST PŮVODCE A SPONZORA</i>	73
4.5.1	Povinnost ponechat si podíl v sekuritizační transakci	74
4.5.2	Informační povinnosti úvěrové instituce (banky a družstevní záložny) jako původce nebo sponzora sekuritizační transakce.....	74
4.6	<i>NABÝVÁNÍ ÚVĚROVÉHO RIZIKA SPOJENÉHO SE SEKURITIZOVANÝMI POZICEMI</i>	79
4.6.1	Povinnost nabývat riziko pouze u sekuritizací, u nichž původce oznámil ponechání podílu.....	80
4.6.1.1	<i>Výklad ke společným otázkám požadavku na ponechání čistého ekonomického podílu</i>	83
4.6.1.1.1	Kdo může splnit Požadavek na ponechání podílu.....	83
4.6.1.1.2	Specifické otázky při zajištění ponechání čistého ekonomického podílu.....	85
4.6.1.1.3	Definice čistého obchodního podílu (čistý obchodní podíl dále rovněž pouze jako „Podíl“).....	88
4.6.1.1.4	Uveřejnění informace o ponechání Podílu	88
4.6.1.1.5	Zajištění a prodej ponechaného Podílu	89
4.6.1.1.6	Stanovení výše ponechaného Podílu.....	90
4.6.1.1.7	Pravidlo, že Požadavek se na jednu sekuritizační transakci nemá uplatňovat násobně.....	94
4.6.1.2	<i>Výklad k jednotlivým možnostem plnění Požadavku (možnosti dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP, v souladu s čl. 122a odst. 1 směrnice)</i>	95
4.6.1.2.1	Ponechání vertikálního podílu (§ 189b odst. 2 písm. a) POP)	95
4.6.1.2.2	Ponechání původcova podílu (§ 189b odst. 2 písm. b) POP).....	96
4.6.1.2.3	Ponechání náhodně vybraných expozic v rozvaze původce (§ 189b odst. 2 písm. c) POP).....	96
4.6.1.2.4	Ponechání tranše první ztráty (§ 189b odst. 2 písm. d) POP)	98
4.6.1.3	<i>Splnění Požadavku na ponechání podílu na konsolidovaném základě (§ 189c odst. 1 a 2 POP)</i>	102
4.6.1.4	<i>Výjimky z aplikace Požadavku na ponechání podílu (§ 189c odst. 3 až 5 POP)</i>	103
4.6.2	Povinnost znalosti strukturálních prvků sekuritizační transakce (§ 189d odst. 6 POP)	105
4.6.3	Další povinnosti banky investující do sekuritizace, obezřetnost investora a sledování výkonnosti podkladových expozic	105
4.6.3.1	<i>Obezřetnost investora (§ 189d odst. 1 až 3 POP)</i>	106

4.6.3.2	<i>Povinnost investující banky sledovat výkonnost podkladových aktiv (sekuritizovaných expozic) (§ 189d odst. 4 a 5 POP)</i>	111
4.6.4	Dodatečná riziková váha jako sankce při porušení povinností osoby nabývající úvěrové riziko vůči sekuritizaci a povinností původce.....	113
4.7	HODNOCENÍ NOVÉ EVROPSKÉ ÚPRAVY PRAVIDEL PRO PŘEVOD RIZIK A MEZINÁRODNÍ SROVNÁNÍ	118
4.7.1	Hodnocení nové právní úpravy pravidel pro převod rizik	118
4.7.1.1	<i>Vymezení transakcí, na které se aplikují pravidla pro převod rizik</i>	119
4.7.1.2	<i>Odpovědnost úvěrové banky nabývající riziko v sekuritizační transakci</i>	119
4.7.2	Mezinárodní srovnání	120
4.7.2.1	<i>Právní úprava v USA a její srovnání s evropskou úpravou</i>	122
5	POŽADAVKY KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI	138
5.1	<i>PROCENTO KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI</i>	141
5.2	<i>HODNOTA SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE</i>	141
5.3	<i>RIZIKOVÁ VÁHA</i>	141
5.4	<i>HODNOTA RIZIKOVĚ VÁŽENÉ SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE</i>	144
5.5	<i>VYLOUČENÍ SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE PRO ÚČELY VÝPOČTU HODNOT RIZIKOVĚ VÁŽENÉ EXPOZICE BANKOU JAKO PŮVODCEM V SEKURITIZAČNÍ TRANSAKCI</i>	145
5.6	<i>VÝZNAM RATINGU</i>	149
6	OSTATNÍ POVINNOSTI BANKY SPOJENÉ SE SEKURITIZOVANÝMI EXPOZICEMI	153
6.1	<i>PRAVIDLA ANGAŽOVANOSTI INVESTIČNÍHO PORTFOLIA</i>	153
6.2	<i>INFORMACE A PODKLADY O EXTERNÍM RATINGU PŘEDKLÁDANÉ ČNB</i>	153
6.3	<i>PODROBNĚJŠÍ VYMEZENÍ POŽADAVKŮ PRO ŘÍZENÍ ÚVĚROVÉHO RIZIKA SPOJENÉHO SE SEKURITIZACÍ</i>	153
6.4	<i>POŽADAVKY PRO ŘÍZENÍ RIZIKA KONCENTRACE</i>	153
7	VYBRANÉ OTÁZKY ZAHRANIČNÍCH ÚPRAV SEKURITIZACE	155
7.1	<i>FRANCOUZSKÁ PRÁVNÍ ÚPRAVA SEKURITIZACE</i>	155
7.1.1	Speciální sekuritizační zákony	156
7.1.2	Převod pohledávek	157
7.1.3	Standardní ujednání v rámci sekuritizačních transakcí a jejich vykonatelnost dle francouzského práva	161
7.1.4	Veřejnoprávní regulace.....	162
7.1.4.1	<i>Nutná povolení k činnosti</i>	162
7.1.4.2	<i>Ochrana osobních údajů</i>	162
7.1.4.3	<i>Předpisy proti praní špinavých peněz</i>	162
7.2	<i>VEŘEJNOPRÁVNÍ REGULACE ČINNOSTÍ V RÁMCI SEKURITIZAČNÍ OPERACE V NĚMECKU</i>	162
8	AKTUÁLNÍ TRENDY V SEKURITIZACI	164
8.1	<i>AKTUÁLNÍ VÝVOJ TRHU SEKURITIZACE</i>	164
8.2	<i>KRYTÉ DLUHOPISY</i>	165

8.2.1	Pojem v širším slova smyslu	165
8.2.2	Oblíbenost krytých dluhopisů.....	166
9	ZÁVĚR	167
10	Seznam často užívaných zkratek.....	176
11	Seznam literatury a judikatury	178
12	Abstrakt	183
13	Abstract.....	186
14	Přílohy.....	190

1 ÚVOD

1.1 ZADANÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

Tématem disertační práce jsou právní a ekonomické aspekty sekuritizace. Sekuritizace je pojmem finančního trhu, a to trhu strukturovaných financí, který označuje proces převodu nelikvidních aktiv na obchodovatelné cenné papíry.

České právo neobsahuje speciální právní úpravu sekuritizace ve smyslu tohoto procesu přeměny aktiv na cenné papíry zajištěné aktivy¹ a sekuritizaci definuje pouze pro účely veřejnoprávní regulace části aspektů s procesem sekuritizace souvisejících, která sama o sobě představuje transpozici evropské právní úpravy regulující činnost evropských úvěrových institucí. V českém právu jsou tak ohledně procesu sekuritizace regulovány určité povinnosti bank a družstevních záložen při nabývání rizika vůči sekuritizaci nebo při vystupování jako původce (nebo sponzor) v sekuritizaci. Tato nová regulace je výsledkem současné snahy vyvíjené na mezinárodní úrovni o nalezení optimální regulace sekuritizace, a to z důvodu, že nedostatečně regulovaný sekuritizační trh je považován za jeden z důsledků současné ekonomické krize, která započala v roce 2008.

Proces sekuritizace zahrnuje skupinu právních kroků, jejichž povaha se liší podle konkrétní podoby transakce, lze jej však do určité míry zobecnit za účelem vymezení standardní struktury sekuritizace. Na část právních kroků potom bude možné aplikovat zmíněnou právní úpravu upravující výslovně aspekty spojené se sekuritizací, přičemž ve zbývající části bude nutné analogicky aplikovat právní úpravu upravující instituty, které jsou jednotlivým krokům standardního sekuritizačního procesu svou povahou nejbližší.

Vzhledem k tomu, že proces sekuritizace v sobě neoddělitelně spojuje jak právní aspekty, tj. úpravu aplikovatelnou na jednotlivé kroky a postupy, které v souhrnu vytváří sekuritizační transakci, tak i ekonomické aspekty, kdy řada pojmů a ukazatelů v sekuritizaci vychází z ekonomické vědy, věnuje se tato disertační práce vedle právní úpravy rovněž ekonomickým aspektům sekuritizace.

Sekuritizace má dále nutně mezinárodní rozměr, neboť se jedná v naprosto převažující míře o transakce přesahující hranice jednoho státu, ať už se jedná o nabízení produktů sekuritizace zahraničním investorům nebo o zapojení zahraničních subjektů (typicky jednotky pro speciální

¹ České právo aktuálně ani historicky neupravuje proces sekuritizace komplexně speciální právní úpravou, tj. nevymezuje v rámci jednoho právního předpisu nebo souboru speciálních právních předpisů, které kroky

účel založené v zemi s výhodným právním a daňovým režimem) do sekuritizačního procesu, považují proto za nezbytné zohlednit i zahraniční právní úpravy, zejména právní úpravu v USA s důrazem na úpravu, která může mít vliv na postavení českých regulovaných subjektů (bank a družstevních záložen) při plnění povinností stanovených jim veřejnoprávní regulací. Zároveň považují za přínosné srovnání se zahraničním právním řádem, který obsahuje speciální sekuritizační zákony, v tomto ohledu jsem zvolila srovnání s francouzskou právní úpravou.

S ohledem na stav právní úpravy sekuritizace v České republice se nabízí způsob zpracování práce se zaměřením na rozbor té části české právní úpravy, která se výslovně týká sekuritizace, tj. výše zmíněné veřejnoprávní regulace určitých aspektů sekuritizace. Jiným možným přístupem je posouzení právní úpravy aplikovatelné na jednotlivé kroky standardního procesu sekuritizace.

Pro účely této disertační práce jsem se rozhodla kombinovat oba přístupy, tj. podat výklad jak k právní úpravě jednotlivých kroků sekuritizační transakce, tak výklad veřejnoprávní regulace specificky upravující oblast sekuritizace. Toto pojetí bude dle mého názoru nejpřínosnější, neboť usiluje o podání uceleného obrazu o právní úpravě sekuritizace v České republice.

1.2 STRUKTURA PRÁCE A JEJÍ CÍL

Disertační práce je strukturována tak, aby se zabývala pokud možno komplexně právní problematikou spojenou s transakcemi, které se dají označit jako sekuritizace, s přihlédnutím k souvisejícím ekonomickým aspektům a s důrazem na rozbor speciální právní úpravy určitých aspektů sekuritizace obsažené v českém právu.

Podmínkou úspěšného zpracování této disertační práce je zejména obecné vymezení pojmu sekuritizace, který pokrývá možné varianty sekuritizačních transakcí, jakož i vymezení pojmu sekuritizace ve smyslu speciální veřejnoprávní úpravy a problematiky související s oběma uvedenými okruhy.

Disertační práce má devět kapitol. První kapitolou je úvod, v němž se věnuji zadání disertační práce, jejímu obsahu, struktuře, základním zdrojům a cílům, jakož i metodám práce.

Druhá kapitola podává obecný úvod do sekuritizace. V rámci tohoto úvodu se věnuji vymezení pojmu sekuritizace, jak je pojímán ve světě financí, historii sekuritizace, definici sekuritizace v českém právu, ekonomickým aspektům, jakož i standardní základní struktuře sekuritizace a

jsou součástí sekuritizační transakce, jaké jsou jejich podmínky, práva a povinnosti stran účastnících se sekuritizační transakce.

nejznámějším produktům sekuritizačních transakcí. V rámci této druhé kapitoly je tedy vymezena standardní struktura sekuritizace, která poskytuje základ pro další výklad aplikovatelné právní úpravy. V této kapitole rovněž posuzují právní povahu produktů sekuritizace, tj. cenných papírů zajištěných aktivy, z hlediska českého práva, což v následujících kapitolách umožňuje určit relevantní právní úpravu těchto cenných papírů.

Třetí kapitola je věnována společným otázkám české právní úpravy sekuritizační transakce, tj. zejména vymezení aplikovatelných právních předpisů s důrazem na evropskou právní úpravu, ze které vychází česká veřejnoprávní regulace a rozsahu působnosti vymezené právní úpravy.

Čtvrtá kapitola je věnována samotnému právnímu posouzení jednotlivých kroků sekuritizační transakce, tj. shromáždění podkladových aktiv, vytvoření jednotky pro speciální účel, převod aktiv na jednotku pro speciální účel, emise cenných papírů zajištěných aktivy, jejich veřejná nabídka a přijetí na oficiální trh, prodej cenných papírů zajištěných aktivy investorům a nabývání úvěrového rizika spojeného se sekuritizovanými pozicemi. Strukturování této kapitoly je tedy voleno tak, aby bylo možné rozebrat jak veškeré jednotlivé kroky sekuritizační transakce, tak se zaměřit na aspekty sekuritizace upravené veřejnoprávní regulací, tj. zejména povinnosti původců vůči bankám a družstevním záložnám nabývajícím riziko vůči sekuritizaci a povinnosti bank a družstevních záložnám, které tato rizika nabývají. V závěru čtvrté kapitoly je hodnocena veřejnoprávní regulace aspektů sekuritizace (pravidel pro převod rizik) a uvedeno mezinárodní srovnání této regulace.

Pátá kapitola obsahuje analýzu právní úpravy kapitálové přiměřenosti dotčených osob (bank, družstevních záložnám, obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů) v souvislosti se sekuritizací. Vzhledem k tomu, že se jedná o relativně samostatnou oblast úpravy aspektů spojených se sekuritizací, je jí věnována samostatná kapitola.

V rámci šesté kapitoly jsou analyzovány další povinnosti dotčených osob (bank, družstevních záložnám, obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů) v souvislosti s účastí na sekuritizaci aktiv.

Sedmá kapitola je věnována mezinárodnímu srovnání se zahraniční právní úpravou, která obsahuje speciální právní úpravu sekuritizace, v daném případě srovnání s francouzskou právní úpravou. Dále jsou nastíněny regulatorní požadavky v Německu (jako největší evropské ekonomice).

Osmá kapitola obsahuje nástin aktuálních trendů v oblasti strukturovaných financí. Tato kapitola předkládá jednak pohled na aktuální situaci na sekuritizačním trhu a dále předkládá úvod do

problematiky krytých dluhopisů, jakožto alternativních produktů k produktům sekuritizace, které získávají stále více na oblibě u investorů.

Cílem jednotlivých kapitol je identifikovat aplikovatelnou právní úpravu na konkrétní postupy, které jsou součástí sekuritizační transakce a případně identifikovat problematické aspekty a nalézt jejich řešení. Devátá kapitola je věnována závěrečné rekapitulaci analyzované problematiky.

1.3 ZÁKLADNÍ PRAMENY

Disertační práce vychází z dostupných pramenů, kterými jsou vedle platných právních předpisů zejména právnické učebnice, komentáře, monografie a články týkající se institutů, jež jsou součástí sekuritizační transakce. Při analýze evropských právních předpisů potom práce vychází z evropských právních předpisů, stanovisek evropských orgánů, a to zejména orgánů bankovního dohledu.

Vzhledem k tomu, že otázka právní regulace sekuritizace je již od počátku současné ekonomické krize diskutována na mezinárodní úrovni, a to zejména v rámci Basilejského výboru pro bankovní dohled, Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry, Evropské centrální banky, a dalších organizací, přičemž doporučení těchto výborů a organizací byla následně promítnuta do evropských právních norem, vycházím rovněž ze stanovisek a zpráv těchto organizací.

V neposlední řadě zohledňuji rovněž diskusi v řadách odborné veřejnosti, a to v převažující míře zahraniční (evropské) odborné veřejnosti, neboť v České republice o dané problematice zásadní diskuse neprobíhá, byť i zde lze nalézt příspěvky zejména českých bank (specificky oddělení řízení rizik) k tématu sekuritizace a její právní úpravy.

1.4 ZÁKLADNÍ METODY PRÁCE

V rámci teoretického přístupu k řešení disertační práce jsem využila metod, jež jsou aplikovatelné u vědeckých prací zaměřených na právní problematiku. V největší míře byly uplatněny deskripce (včetně klasifikace), analýza, komparace, v menší míře i indukce, dedukce a hypotéza.

Metoda deskripce neboli deskriptivní přístup ke zkoumání patří mezi metody logické (oproti metodám normativním), a je založena na empirickém rozboru již existujících a uskutečněných systémů a umožňuje přesnou identifikaci a popis zkoumaných jevů a skutečností, zarámování jejich struktury a utřídění informací prostřednictvím klasifikace tak, aby bylo dosaženo vyššího stupně přehlednosti a strukturovanosti. Uplatnění deskriptivního přístupu a následné klasifikace je

prvotním krokem, neboť vede ke zjištění základních charakteristik předmětu zkoumání. Popis umožňuje identifikaci charakteristických znaků okolností, věcí a událostí a jejich následnou klasifikaci v rámci kategorizace.

Metoda deskripce je využívána zejména v části disertační práce, která se věnuje vymezení pojmu sekuritizace a s ní souvisejících institutů, tj. zejména ve druhé kapitole. Identifikované instituty související se sekuritizací jsou dále pojmenovány, konkretizovány a seřazeny do struktury standardní transakce.

Následně byly u jednotlivých kroků sekuritizačního procesu vymezeny podstatné otázky, tj. soubor právních vztahů, které je třeba řešit. Tento proces byl veden pomocí metod abstrakce a konkretizace², jakož i analýzy a syntézy³. Obě metody (analýzu a syntézu), podobně jako abstrakci a konkretizaci, nelze chápat odděleně a izolovaně. Použití těchto metod umožňuje rozebírat jev na menší složky a z nich potom sestavit celek, čímž je umožněno odhalování nových vztahů a zákonitostí.

U všech kroků sekuritizační transakce jsem dále podrobně analyzovala aplikovatelnou právní úpravu, a to zejména prostřednictvím metody analýzy, která umožňuje identifikovat vlastnosti zkoumaných jevů a jejich strukturu. Hloubka a rozsah kvalitativní a kvantitativní analýzy jednotlivých kroků, etap v sekuritizaci byla dána dostupností dat, která byla k tomuto účelu k dispozici. Předmětem analýzy byly jak relevantní právní úprava a stanoviska orgánů dohledu, tak širší spektrum názorů z oblasti veřejné diskuse (zejména zahraniční). Po provedení analýzy relevantních otázek jsem u každého jednotlivého kroku sekuritizačního procesu identifikovala a vyložila nejdůležitější právní instituty a jejich úpravu, kdy jsem využila metodu syntézy.

V disertační práci jsem využila rovněž metodu komparace, která přispívá k vědeckému poznání prostřednictvím srovnání jednotlivých jevů a procesů, neboť tato mi umožnila nalézt odpovědi na řadu otázek výslovně neupravených českým právem, a to srovnáním s analogickou českou, případně zahraniční právní úpravou. S ohledem na původ části analyzované právní úpravy

² Abstrakce je myšlenkový proces, v jehož rámci se u různých objektů vydělují pouze jejich podstatné charakteristiky (nepodstatné se neuvažují), čímž se ve vědomí vytváří model objektu obsahující jen ty charakteristiky či znaky, jejichž zkoumání nám umožní získat odpovědi na otázky, které si klademe, Konkretizace je opačný proces, kdy vyhledáváme konkrétní výskyt určitého objektu z určité třídy objektů a snažíme se na něj aplikovat charakteristiky platné pro tuto třídu objektů.

³ Analýza je proces faktického nebo myšlenkového rozčlenění celku (jevu, objektu) na část. Je to rozbor vlastností, vztahů, faktů postupující od celku k částem. Analýza umožňuje odhalovat různé stránky a vlastnosti jevů a procesů, jejich stavbu, vyčleňovat etapy, rozporné tendence apod. Analýza umožňuje oddělit podstatné od nepodstatného, odlišit trvalé vztahy od nahodilých. Syntéza znamená postupovat od

v evropských předpisech jsem rovněž porovnávala jednotlivá jazyková znění evropských předpisů za účelem nalezení jejich správného výkladu.

Z výše uvedeného plyne, že v rámci disertační práce jsem rovněž vycházela z metod indukce a dedukce, tj. snažila jsem se nalézt určité zevšeobecnění principů sekuritizace (metoda indukce), abych následně v rámci jednotlivých částí tohoto obecného principu nalézala jejich obsah a identifikovala jim vlastní právní problematiku (metoda dedukce). Při formulaci závěru jsem potom využila zejména metodu syntézy.

části k celku. Dovoluje poznávat objekt jako jediný celek. Je to spojování poznatků získaných analytickým přístupem. Syntéza tvoří základ pro správná rozhodnutí.

2 ÚVOD DO SEKURITIZACE

2.1 POJEM A SMYSL SEKURITIZACE

Vymezení pojmu sekuritizace považuji za důležité již proto, že se nejedná o institut, který by byl českým právem nebo naukou podrobně vymezen a popsán. České právo obsahuje definici sekuritizace v podzákoném předpise (vyhlášce ČNB), pro účely úpravy pravidel obezřetnosti bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, která vychází z evropské právní úpravy.

V platném právu jakož i v právní teorii však chybí bližší zakotvení tohoto institutu, což považuji za problematické, z několika důvodů. Předně se jedná o skutečnost, že i relevantní evropská úprava akcentuje ekonomickou podstatu sekuritizace pro účely vymezení okruhu transakcí, které pod pojem sekuritizace spadají. I z hlediska výkladu definice v českém právu je tudíž potřeba vyjít z ekonomické podstaty sekuritizační transakce, a to při vědomí toho, že v souvislosti se sekuritizací plynou i českým subjektům (zejména bankám a družstevním záložnám) podstatné povinnosti. Dále se jedná o skutečnost, že sekuritizace představuje obecně nástroj financování a refinancování, který mohou využít i české právní subjekty, chybí však speciální právní úprava. Pro účely identifikace aplikovatelné obecné právní úpravy je tak zapotřebí nejprve vymežit pojem a základní strukturu sekuritizace.

Sekuritizace ve svém nejširším významu představuje proces, kterým se finanční závazkový vztah upravený obchodním právem mění na transakci na finančním trhu. Obchodní právo a finance byly vždy propojeny a obchodní právo podporovalo rozvoj finančního trhu. Jako příklad, kdy obchodní právo zásadně ovlivnilo finanční trh, lze uvést např. vznik akcií, které ztělesňují část vlastnictví společnosti. Vlastnictví společnosti je závazkovým vztahem, který je vtělen do transakce vznikem akcie. V širším pojetí je potom tento převod závazkového vztahu na transakci vlastní samotnému konceptu sekuritizace.

Ve smyslu dnešního kapitálového trhu má však sekuritizace samostatný význam, který je někdy vyjadřován také pod pojmem sekuritizace aktiv (*asset securitisation*). Pod tímto pojmem se rozumí nástroj strukturovaných financí⁴, jehož prostřednictvím určitá osoba shromažďuje skupinu svých

⁴ K pojmu strukturovaných financí viz např. *Fabozzi F. J., Davis H. A., Choudhry M.: Introduction to Structured Finance. 2006. „Co lze rozumět pod pojmem strukturované finance – jedná se o široký okruh finančních aktivit, užívaných kdykoli se vyskytne požadavek původce nebo vlastníka aktiv na financování, převod rizika a další, pokud tyto požadavky nemohou být uspokojeny prostřednictvím standardní nabídky produktů. Za účelem splnění požadavků je tedy zapotřebí zapojit existující produkty do produktů nebo transakcí upravených na míru. Strukturované finance jsou tak flexibilní finanční nástroj.“*

nároků na vymezitelné budoucí finanční toky, tyto převádí investorům samostatně nebo zajištěné dalšími kolaterály, a to za účelem převodu úvěrového rizika a získání financování⁵. Ačkoli konečným cílem sekuritizace je financování, nejde o financování ve vlastním smyslu slova, neboť osoba, která sekuritizuje svá aktiva, si nepůjčuje finanční prostředky, nýbrž prodává své očekávané budoucí finanční toky, které by jí jinak náležely⁶. **Tuto základní ekonomickou podstatu je tak dle mého názoru potřeba vždy zohlednit při posuzování, zda určitá transakce představuje sekuritizaci. Při vymezení veřejnoprávní regulace je potom zejména podstatné, zda dochází k převodu úvěrového rizika, neboť v opačném případě nedochází k rozdílnosti v zájmech původců a investorů.**

Pro vysvětlení základního konceptu sekuritizace považuji za účelné uvést následující příklad: osoba zamýšlí nákup automobilu jako předmětu podnikání pro pronájem vozů. Tato osoba může získat úvěr za účelem financování nákupu tohoto automobilu, kdy úvěr představuje její závazek a automobil její majetek (kdy předmětný závazek a majetek jsou ovlivněné dalšími závazky a majetkem osoby) a jedná se o případ jednoduchého financování. Vzhledem k tomu, že automobil představuje v tomto případě rovněž příslib budoucích příjmů z pronájmu, osoba může rovněž postupovat tak, že prodá část těchto budoucích finančních toků za určitou časovou jednotku a získá tak finance pro nákup automobilu bez nutnosti úvěru.

Aktuální význam pojmu sekuritizace tak spojuje dva základní pilíře současného světa financí, a to strukturované finance a kapitálové trhy. Sekuritizace vede ke strukturovaným financím, neboť výsledný cenný papír neztělesňuje riziko vlastní určité osobě (společnosti), nýbrž vlastní určitému aktivu nebo finančnímu toku takové osoby.

Základní cíl sekuritizace přitom spatřuji ve vytvoření produktu kapitálového trhu, a to obchodovatelného cenného papíru. Proces sekuritizace tak vnímán zejména jako:

- (i) Proces komoditizace: základní myšlenkou je uvést výsledek procesu sekuritizace na kapitálový trh, ať už je předmětem sekuritizace jakékoli aktivum;

⁵ Viz rovněž Davidson, A. S. Securitization: structuring and investment analysis, Svazek 1. 2003. „*Role sekuritizace: Finanční aktivum představuje jakýkoli závazek osoby nebo společnosti zaplatit. Tento závazek může být zajištěn buď samotným kreditem vypůjčitele, nebo dalším závazkem, který v případě potřeby zajistí vymožení závazku – mezi takové kolateralizované závazky patří např. hypotéky, leasing, auto leasing, úvěry*“.

⁶ K pojmu sekuritizace např. následující publikace: Deacon, J. Global securitisation and CDO. The Wiley Finance Series. 2006, Kothari, V. Securitisation: The Financial Instrument of the Future. Wiley Finance. 3. vydání. 2006, Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005.

- (ii) Proces integrace a diferenciacie: osoba, která sekuritizuje svá aktiva nejprve shromáždí (integruje) svá aktiva (jedná se typicky o různé druhy aktiv), následně je tento soubor aktiv rozdělen na jednotky (diferenciacie); jakož i
- (iii) Proces rozdělení společnosti: pokud vymezíme majetek společnosti jako soubor nároků k určitým finančním tokům, potom proces sekuritizace rozdělí tyto finanční toky, ocení je a prodá různým investorům dle jejich potřeb.

Z ekonomické podstaty sekuritizace se odvíjí také potřeba sekuritizace, která vychází ze stejného základu jako potřeba organizovaných finančních trhů. Finanční trhy se vyvinuly jako odpověď na potřebu zapojit větší množství investorů. Čím je počet investorů vyšší, tím menší je průměrná hodnota investic. Investoři potřebují instrumenty, které jsou snadno pochopitelné a likvidní, což představují finanční nástroje převádějící nelikvidní finanční nároky na likvidní, snadno pochopitelné a homogenní produkty, s označením kvality (*rating*). Tento základní znak je však v současné době do určité míry popřeh novou evropskou legislativou, která vyžaduje (po evropských úvěrových institucích, a v budoucnu pravděpodobně i po pojišťovnách a zajišťovnách) provedení vlastní hloubkové kontroly ohledně kvality produktů sekuritizace.

Je zřejmé, že strukturované úvěry postupně nahrazují tradiční model úvěrů. **Za hlavní důvody, pro které finanční svět upřednostňuje sekuritizované finanční nástroje před podkladovými finančními nároky v jejich původní formě, považují zejména následující důvody:**

- (i) Finanční nároky často zahrnují značné finanční částky, které jsou mimo dosah drobných investorů. Prvotní odpovědí na tento problém byl vznik finančního zprostředkování, kdy zprostředkovatel (např. banka) shromáždil zdroje drobných investorů a poskytl finanční prostředky (úvěr) osobě, která potřebovala financování, tj. realizovat investice;
- (ii) Drobní investoři nejsou typicky součástí podnikání, které poskytuje financování, a tudíž je pro jejich investice zásadní likvidita. Podkladové finanční transakce potřebují fixní investice po určenou dobu (od několika měsíců po několik let). Tento problém nemůže být vyřešen pouze finančním zprostředkováním, neboť pokud zprostředkovatel poskytl zájemci fixní financování a zájemce potřebuje likvidní prostředky, potom nejsou zájmy obou stran zcela sladěny. Řešením je v tomto případě obchodovatelný finanční nástroj;
- (iii) Obecně lze říci, že finanční instrumenty jsou snazší na porozumění než finanční transakce. Finanční nástroj je homogenní, standardně vytvořený v jednotné formě, obsahující povinné náležitosti. Stejně tak je u finančních nástrojů snazší určení kvality a ceny než u podkladových finančních transakcí.

Jako jednu z nejvíce aktuálních technik sekuritizace současnosti považují přetvoření pohledávek na obchodovatelné cenné papíry, jehož cílem je poskytnout pohledávkám obchodovatelnou formu. Tato varianta je vhodná zejména pro společnosti, u nichž tvoří pohledávky podstatnou část aktiv, přičemž se ideálně jedná o pohledávky, které mají být splaceny v rámci určité doby nebo za určitou dobu a jejichž splacení je smluvně zajištěno. Tradičně byla tudíž sekuritizace využívána poskytovateli residenčních úvěrů (hypoték), poskytovateli leasingů na automobily, poskytovateli kreditních karet, brzy však tuto techniku začali využívat i poskytovatelé elektřiny, telefonní společnosti, pronajímatelé nemovitostí, letecké společnosti a v nedávné době i pojišťovací a zajišťovací společnosti.

Ačkoli obecný pojem sekuritizace představuje, jak uvedeno výše, každý proces, kterým jsou finanční nároky transformovány na obchodovatelné cenné papíry, v rámci této disertační práce pojednávám o sekuritizaci jakožto procesu, jehož prostřednictvím jsou finanční toky nebo nároky vůči třetí osobě (existující nebo budoucí) identifikovány, shromážděny, odděleny od původcovské společnosti a následně rozděleny do cenných papírů, které jsou nabídnuty investorům.

Sekuritizace pohledávek přitom v tomto ohledu představuje unikání způsob využití techniky sekuritizace. Pro většinu ostatních sekuritizací platí, že je sekuritizován nárok vůči emitentovi. Pro příklad lze uvést emisi dluhopisu, kdy nárok majitele dluhopisu směřuje pouze vůči emitentovi. V případě pohledávek je sekuritizován nárok vůči třetí straně (stranám), vůči kterým má pohledávky původce. Investor tudíž získává nároky vůči dlužníkům původce a za využití práva rekursu (*recourse*) případně rovněž nároky vůči původci.

Sekuritizace pohledávek tak do sekuritizačního procesu zapojuje rovněž dlužníky původce, což do konceptu sekuritizace vnáší novou dimenzi. Předně lze zmínit možnost převedení nároků vůči třetím osobám na obchodovatelné cenné papíry. **Dále považuji za významný efekt sekuritizace pohledávek rovněž skutečnost, že tato metoda umožňuje pro původce získání finančních prostředků na základě kvality podkladových nástrojů, kdy vlastní kvalita kapitálu původce nemusí být rozhodující⁷.**

Profesor Josef Jílek zdůrazňuje pojetí sekuritizace jako nástroje pro nakládání s úvěrovým (kreditním) rizikem účastníků finančního trhu, kdy podkladovými aktivy jsou aktiva spojená s úvěrovým rizikem, tj. s rizikem ztrát z nesplnění závazku smluvní protistrany, jako úvěry fyzickým osobám nebo malým podnikům, leasingové pohledávky z pronájmu automobilů či letadel, studentské půjčky, kreditní karty, případně další finanční aktiva, která umožňují budoucí

⁷ Zdroj: Kothari, V. Securitisation: The Financial Instrument of the Future. Wiley Finance. 3. vydání. 2006

pravidelné finanční toky. Profesor Jílek upozorňuje, že podkladová aktiva mají často spekulativní stupeň (hodnocení BB, CCC, CC, C) a prostřednictvím sekuritizace (vyvedení úvěrů z bilance) tak mohou banky řídit požadavky kapitálové přiměřenosti, diverzifikace dlužníků. Sekuritizace však poskytuje rovněž alternativu ke standardním způsobům financování (úvěr, emise akcií nebo dluhopisů), neboť instituce získává ihned platbu za pohledávky, u kterých je placení rozvrženo do budoucna (navíc spojených s rizikem, že nebudou vůbec splaceny)⁸.

Profesor Jílek tudíž vychází z pojetí sekuritizace jako sekuritizace pohledávek a v užším smyslu úvěrů poskytovaných finančními institucemi nebo hypotečními společnostmi.

2.2 HISTORIE SEKURITIZACE

Výklad historie sekuritizace závisí na vymezení pojetí sekuritizace (viz rovněž v předchozí části 2.1).

Pokud je sekuritizace pojímána v širším smyslu, tj. zahrnující jakékoli sekuritizované nástroje, potom historie sekuritizace sahá k samotnému vzniku obchodních společností. Nicméně ve smyslu, v jakém je užívána dnes, tj. ve smyslu nástroje strukturovaných financí, jak byl vynalezen v rámci hypotečního trhu Spojených států, potom lze vznik tohoto trhu datovat k 70. letům minulého století, ačkoli v Evropě existovala forma hypotečního financování, které má obdobné znaky jako sekuritizace, již mnohem dříve. Obdobné nástroje se využívaly např. v Dánsku před více než dvěma sty lety a obdobně má dlouhou historii i německý *pfandbrief*.

Ještě hlouběji do historie sahá převod práv k pozemku. Prodej práv k nájům k pozemkům v severní Francii je datován ke 12. století. Spíše než prodej pozemků za hotovost mohly být pozemky prodávány oproti zřízení nájmu na takových pozemcích (*bail à rente, rent-sale*). Nájem mohly tvořit rovněž základ pro úvěr. Vlastník pozemku mohl převést právo na nájmy, které mu příslušely z jeho pozemků, na třetí osobu za finanční částku nebo mohl zřídit nájem na svých pozemcích a prodat tento nájem za finanční částku.

První snahy o sekuritizaci finančních aktiv, a tudíž o sekuritizaci v dnešním pojetí, byly realizovány ve Spojených státech a zaměřeny na financování hypotečních trhů, kde vznikla potřeba

⁸ Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005

vytvoření sekundárního trhu pro toto financování. Snaha vlády Spojených států o vytvoření tohoto sekundárního trhu spadá do 30. let minulého století⁹.

Hypoteční úvěry ve Spojených státech byly původně poskytovány spořicími a úvěrovými asociacemi, které své operace financovaly prostřednictvím vkladů drobných střadatelů, nicméně trh drobných vkladů se v rámci finanční krize 30. let zcela zhroutil. Kongres Spojených států přijal Národní zákon o bydlení (*National Housing Act*), který měl vytvořit sekundární trh hypoték a umožnit tak původcům financovat poskytování hypotečních úvěrů, a následně založil Federální úřad pro bydlení (*Federal Housing Administration, FHA*). Federální úřad pro bydlení pojišťoval hypoteční úvěry poskytované soukromými věřiteli, a tudíž absorboval ztráty a rizika spojená s hypotečním financováním. V roce 1938 byla založena Federální hypoteční asociace (*Federal National Mortgage Association, FNMA*) za účelem nákupu a prodeje vládou pojištěných hypoték. V roce 1968 byla tato asociace rozdělena na dvě asociace, a to novou FNMA (rovněž označovanou jako Fannie Mae) a Vládní hypoteční asociaci (*Government National Mortgage Association, GNMA*, rovněž označovanou jako Ginnie Mae). Právě tyto dvě asociace zásadně ovlivnily rozvoj sekuritizačního trhu ve Spojených státech.

V roce 1970 realizovala GNMA první sekuritizační transakci s průtokovou (*pass-through*) strukturou a vydala cenné papíry zajištěné hypotékami (*mortgage-backed securities, MBS*) pojištěnými FHA. Tyto cenné papíry byly zajištěny vládou Spojených států co do splacení jistiny a úroků¹⁰.

Rozvoj trhu MBS vedl k inovacím, jejichž cílem bylo zejména zajistit širší investorskou základnu. Jako reakci na tuto potřebu vydala Fannie Mae v roce 1983 první emisi kolateralizovaných cenných papírů zajištěných hypotékami (*collateralized mortgage obligations, CMO*), které směřovaly platby dlužníků do jednotlivých emitovaných tranší cenných papírů. Hlavním cílem CMO bylo ošetření rizika předčasného splacení hypoték, a to právě vytvořením struktury tranší, kdy podřízené tranše absorbovaly rizika ztrát¹¹.

⁹ Profesor Josef Jílek uvádí „Sekuritizace jako finanční produkt vznikla v 70. letech v USA, kde se stala populární zejména u hypotečních úvěrů. ... Tento proces byl podpořen agenturami federální vlády, které poskytovaly pro investory úvěrové posílení (*credit enhancement*). Nyní se používá i pro jiné druhy úvěrů, jako jsou pohledávky z úvěrových karet a jiné spotřební úvěry. Mimo USA značný objem ABS existuje v Kanadě a ve Velké Británii.“. Viz Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005

¹⁰ Pro další podrobnosti ohledně rozvoje sekuritizačních aktivit Fannie Mae a Ginnie Mae viz Kothari, V. *Securitisation: The Financial Instrument of the Future*. Wiley Finance. 3. vydání. 2006, str. 110 a násl.

¹¹ Pro další podrobnosti viz Stanovisko Cameron L. Cowan pro *American Securitization Forum* před *Subcommittee on Housing and Community Opportunity a Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of United States House of Representatives*, 5.11.2003

Jak uvádí profesor Josef Jílek „*Spojené státy prostřednictvím sekuritizace převedly největší část úvěrového rizika na zahraniční investory (1/3 úvěrového rizika převzali investoři v Evropě, 1/3 investoři v Asii, pouze zbývající 1/3 zůstala subjektům v USA). Naproti tomu ze sekuritizací provedených v Evropě zůstala převážná část rizika v Evropě (60%), pouze menší část (40%) se podařilo převést na zahraniční investory v Asii*“. **Tuto historickou zkušenost považuji za jednu z hlavních motivací koncepce nové evropské právní úpravy pravidel pro převod rizik prostřednictvím sekuritizace, která je zaměřena na investory (resp. osoby nabývající riziko vůči sekuritizaci).**

Ve Francii došlo k zavedení mechanismu sekuritizace se zpožděním daným skutečností, že francouzský občanský zákoník (založený na *Code Napoléon*) stanoví značně složitá pravidla pro převod pohledávek. K zavedení sekuritizace ve Francii došlo v roce 1988 přijetím zákona z 23. prosince 1988, kterým došlo k vytvoření speciálních investičních fondů („*Fonds Communs de Créances*“), které se zaměřují na nabývání pohledávek a jejich refinancování a pro něž byla zavedena podstatně jednodušší pravidla pro postoupení pohledávek. Úprava sekuritizace je v současné době ve francouzském právu obsažena ve finančním zákoníku („*Code monétaire et financier*“), zejména v čl. L.214-43 až L.214-49.

V České republice je sekuritizace ve výše uvedeném užším smyslu financování využívána minimálně. Z historického hlediska jde mimo jiné o důsledek specifického financování českých bank, jejichž problematické úvěry byly přebírány státem (konsolidační agenturou). Tento postup je někdy označován za českou formu sekuritizace¹².

Jako první sekuritizace pohledávek provedená českou společností je sekuritizace pohledávek společností Home Credit Finance, a.s. (dále jen „**Home Credit**“), spadající do skupiny Home Credit Groupe, jakožto součástí finanční skupiny PPF, uskutečněná v roce 2003. Strukturou se jednalo o revolvingovou sekuritizaci revolvingových podkladových expozic (revolvingových úvěrů poskytnutých fyzickým osobám z kreditních karet). Jako společnost pro speciální účel byla založena HCF FUNDING No. 1 B.V., společnost dle holandského práva, která emitovala ABS.

V roce 2006 dokončila Raiffeisenbank a.s. společně s Raiffeisenbank Polska a KfW Mittelstandsbank první syntetickou sekuritizaci bankovních úvěrů ve střední a východní Evropě, v rámci níž sekuritizovala úvěry poskytnuté malým a středním podnikům. Aranžérem emise se

¹² Viz např. *Teplý, P.* Řízení úvěrového rizika v českých bankách. Diplomová práce. Karlova Universita. Fakulta sociálních věd. 2002, kde jsou podrobně popsány postupy čištění bilance českých bank před privatizací.

stala Dresdner Kleinwort Wasserstein společně s Raiffeisen Zentralbank a transakce se významně zúčastnil i Evropský investiční fond¹³. Celkový objem sekuritizovaného portfolia činil 450 milionů eur, přičemž odhadovaná průměrná splatnost transakce je 7 let. V portfoliu se nachází 1256 úvěrů poskytnutých 943 českým a polským malým a středním podnikům.

Z aktuálního hlediska je sekuritizace v České republice využívána stále minimálně, nejde přitom pouze o Českou republiku, ale tento trend je zřejmý i v jiných zemích střední a východní Evropy (Polsko, Maďarsko, Rumunsko, Bulharsko, Chorvatsko, Srbsko). Důvodem je zejména skutečnost, že finanční instituce v těchto zemích jsou vlastněny převážně zahraničními bankami¹⁴.

V současné době prochází sekuritizační trh krizí, kdy proces sekuritizace je považován za jednu z příčin finanční krize, která vypukla v roce 2008. Tranše senior (vyšší) a mezzanine (střední) byly vysoce oceňované a drahé a investory považované za nízkorizikové. Po vypuknutí světové finanční krize však i z těchto tranší investoři realizovali obrovské ztráty. Následně byly i ratingové agentury viněny z nadhodnocení instrumentů. Ukázalo se, že investoři často ani neměli možnost posoudit rizikovost investic a to zejména proto, že hodnota produktů sekuritizace se odvíjí od podkladových aktiv, přičemž investoři často ani nemohli získat informace o skladbě podkladového portfolia, neboť investoři tyto informace nezveřejňovali.

Nejnovější vývoj zejména bankovní regulace, avšak i regulace dalších účastníků finančního trhu, pravidel kapitálové přiměřenosti a samotných pravidel sekuritizačních jakož i resekuritizačních procesů považují právě za reakci na veškeré tyto negativní zkušenosti s procesem sekuritizace.

¹³ Evropský investiční fond je finanční instituce Evropské unie v rámci skupiny Evropské investiční banky a specializuje se na malé a střední podniky. Evropský investiční fond poskytuje záruky, investuje do fondů rizikového kapitálu a poskytuje služby finančního inženýrství. Hlavní aktivitou Evropského investičního fondu je sekuritizace podložená financováním malých a středních podniků (www.europa.eu/institutions/financial/eif).

¹⁴ V rámci CEMA regionu (střední a východní Evropa, Střední východ a Afrika) jsou v rámci přeshraničních sekuritizačních transakcí nejvíce aktivní bývalé státy Sovětského svazu, neboť řada finančních institucí má soukromé vlastníky a potřebují nezávislé financování, přičemž v těchto zemích není ani dostatečná spořicí základna, která by pokryla potřeby poskytovatelů úvěrů. Země středního Východu, jižní Afrika a Izrael mají silný lokální sekuritizační trh v důsledku dostatečné likvidity na těchto trzích. Zdroj: *Nicolle T.*, Emerging CEMA securitisation. Global securitisation and structured finance. 2008

2.3 DEFINICE SEKURITIZACE

V české a zejména zahraniční odborné literatuře se můžeme setkat s řadou definic sekuritizace¹⁵, které popisují základní koncept sekuritizace a které jsou východiskem pro následné vymezení sekuritizace zákonodárcem (k obecnému pojetí sekuritizace viz rovněž výše bod 2.1).

Evropské právo vymezuje pojem sekuritizace v rámci evropských právních předpisů upravujících přístup k činnosti a kapitálové požadavky pro evropské úvěrové instituce, zejména směrnice 2006/48/ES, která v čl. 4 odst. 36 definuje sekuritizaci jako transakci nebo systém transakcí, kterou je úvěrové riziko související s jedním či větším počtem úvěrových expozic rozloženo do jednotlivých tranší a: a) finanční toky této transakce nebo systému transakcí závisí na kvalitě podkladových expozic a b) podřízenost tranší určuje rozložení ztrát během doby existence transakce nebo systému transakcí.

Od roku 2010 se Evropská centrální banka („ECB“) věnuje statistice finančních společností pro sekuritizaci a pro tento účel rovněž definuje pojem sekuritizace jako transakci nebo schéma, prostřednictvím kterého a) majetek nebo skupina majetku je převedena na osobu, která je odlišná od původce a je založena a slouží pro účely sekuritizace; a/nebo b) úvěrové riziko majetku nebo skupiny majetku nebo jeho části je převedeno na investory do cenných papírů, podílových listů, jiných dluhových nástrojů nebo finančních derivátů vydaných osobou odlišnou od původce, založenou a sloužící pro účely sekuritizace.

Pro české právní prostředí je podstatné, že (i) české právo neobsahuje ucelenou speciální právní úpravu sekuritizace a (ii) sekuritizace je regulována na evropské úrovni pro úvěrové instituce, tudíž české právo zakotvilo právní úpravu týkající se určitých aspektů sekuritizace v důsledku harmonizace s evropským právem. **Tento přístup považuji za pasivní, spíše než aktivní přístup zákonodárce, který ve svém důsledku nevede k podpoře rozvoje realizace sekuritizačních transakcí v České republice.**

Definice sekuritizace stanovená českým právem (v souladu s právem evropským) má pouze omezený věcný i osobní dosah, vymezený účelem příslušné regulace.

¹⁵ Profesor Josef Jílek vymezuje sekuritizaci aktiv následovně: „*Sekuritizace (securitization) obecně představuje transformaci finančního aktiva na cenné papíry zajištěné aktivy (asset backed security, ABS)*“ In Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005. Frank Fabozzi a Vinod Kothari vymezují sekuritizaci ve vztahu k tradičním formám financování, kdy zásadním znakem sekuritizace je, že finanční toky generované souborem aktiv mohou podložit vyšší úvěrovou kvalitu cenných papírů oproti zajištěnému úvěru poskytnutému společnosti. Viz Fabozzi, F.J., Kothari, V. Introduction to securitization, 2008

České právo upravuje určité aspekty spojené se sekuritizací ve vyhlášce ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění vyhlášky č. 282/2008 Sb., vyhlášky č. 380/2010 Sb. a vyhlášky č. 89/2011 Sb. (dále jen „POP“).

V § 2 definuje POP klíčové pojmy sekuritizační transakce, přičemž definuje jednak sekuritizaci, jednak tradiční sekuritizaci a syntetickou sekuritizaci.

Dle ustanovení § 2 odst. 4 písm. i) POP se pod pojmem sekuritizace rozumí **transakce nebo systém transakcí, na jejichž základě je úvěrové riziko spojené s jednou či více expozicemi rozloženo do jednotlivých tranší s tím, že finanční toky této transakce či schématu transakcí závisejí na kvalitě podkladových expozic a podřízenost tranší určuje rozložení ztrát po dobu platnosti transakcí či schématu transakcí.**

Sekuritizace se dělí na dvě základní kategorie a to sekuritizaci tradiční (*true sale*) a syntetickou, kdy tradiční sekuritizací dochází k převodu samotných úvěrů, půjček apod. jako podkladových aktiv, tedy jejím základem jsou smlouvy o postoupení pohledávek, zatímco v případě syntetické sekuritizace dochází k převodu pouze rizika z úvěrů a dalších aktiv a to prostřednictvím úvěrových derivátů.

Tradiční sekuritizací je dle POP 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 (ustanovení § 2 odst. 5 písm. d) POP).

Syntetickou sekuritizací je dle POP sekuritizace, ve které je úvěrové riziko rozloženo do jednotlivých tranší pomocí úvěrových derivátů nebo záruk s tím, že expozice zůstávají aktivem původce (ustanovení § 2 odst. 5 písm. c) POP).

Vedle tohoto členění je sekuritizace dále členěna na další kategorie podle několika rozhodných kritérií. Tak např. podle charakteru investorů, kteří produkty sekuritizace nakupují, rozdělujeme sekuritizaci na veřejnou, privátní a *conduit*, podle počtu převodů na jednorázovou a opakující se sekuritizaci, podle struktury na *master, issuance, grantor a owner trust*¹⁶.

¹⁶ *Master trust* je typem jednotky pro speciální účel (SPV), která je vhodná zejména pro revolvingové zůstatky kreditních karet. V rámci typické *master trust* transakce původce pohledávek z kreditních karet převádí balík takových pohledávek trustu a trust emituje cenné papíry zajištěné těmito pohledávkami a původce nadále spravuje pohledávky. S *master trust* typem transakce jsou spojena rovněž určitá rizika. Jedním z rizik je, že platby investorům jsou nastaveny v čase, který se liší od okamžiku splacení

Resekuritizací se rozumí sekuritizace, kdy úvěrové riziko spojené s jednou nebo více podkladovými expozicemi je rozloženo do tranší a alespoň jedna podkladová expozice je sekuritizovaná expozicí (ustanovení § 2 odst. 7 písm. b) POP).

Tranší¹⁷ se rozumí smluvně vytvořený segment úvěrového rizika spojeného s expozicemi s tím, že pozice v tomto segmentu představuje větší nebo menší úvěrové riziko než stejně velká pozice v jakémkoli jiném segmentu, aniž by se přihlíželo k zajištění úvěrového rizika, kterou držitelům pozice v daném segmentu nebo v jiných segmentech poskytly třetí osoby (ustanovení § 2 odst. 5 písm. f) POP).

Původce je definován jako osoba, která se podílela, sama nebo jednáním ve shodě, přímo či nepřímo, na vzniku smluvního závazku nebo budoucího závazku jiné osoby vztahujícímu se k sekuritizovaným expozicím, nebo nabyla od jiné osoby expozice s úvěrovým rizikem s cílem provedení jejich sekuritizace (ustanovení § 2 odst. 4 písm. g) POP).

Sponzorem je osoba, která není původcem a vytváří a spravuje sekuritizační schéma typu program krátkodobých cenných papírů zajištěných aktivy (*asset-backed commercial paper programme*), nebo jiné sekuritizační schéma, v jehož rámci nakupuje expozice od třetích osob (ustanovení § 2 odst. 5 písm. a) POP).

Stejně jako směrnice 2006/48/ES vyhláška POP nedefinuje pojem původního věřitele.

podkladových pohledávek, např. cenné papíry zajištěné pohledávkami z kreditních karet jsou splatné do deseti let, zatímco podkladové pohledávky jsou spláceny rychleji. Tento problém je řešen prostřednictvím stanovení tří lhůt: revolvingová lhůta, shromažďovací lhůta a amortizační lhůta, které jsou založeny na historické zkušenosti s pohledávkami. V průběhu revolvingové lhůty jsou splátky jistiny, které jsou připsány na kreditní účet, použity k nákupu dalších pohledávek. V průběhu shromažďovací lhůty jsou tyto splátky shromážděny na samostatný účet. V průběhu amortizační lhůty jsou nové splátky postoupeny investorům.

Issuance trust byl představen v roce 2000 Citibank jako nová struktura pro cenné papíry zajištěné kreditními kartami, která odstraňuje nedostatky struktury master trust a která je převažující strukturou při sekuritizacích pohledávek z kreditních karet.

Grantor trust je struktura, která je užívána převážně pro cenné papíry zajištěné auto leasingy a REMICs (*Real Estate Mortgage Investment Conduits*). Tato struktura je obdobná struktuře průchozí (*pass-through*). Původce shromáždí pohledávky a prodá je grantor trustu, který emituje cenné papíry zajištěné těmito pohledávkami. Jistina a úroky získané na splátky pohledávek po odpočtu výdajů jsou postupovány poměrně držitelům cenných papírů.

Owner trust poskytuje větší flexibilitu při alokaci jistoty a úroků získaných při splácení podkladových pohledávek na jednotlivé skupiny emitovaných cenných papírů. V rámci owner trustu mohou být splátky jistiny i úroků náležející podřízeným cenným papírům užity na splácení nadřazených cenných papírů.

¹⁷ Pojem pochází z francouzského výrazu „*tranche*“, tj. plátek, část.

Jednotkou pro speciální účel se rozumí osoba, která není institucí, je zřízena za účelem provádění sekuritizace či sekuritizací, její činnost je omezena na úkony, které jsou nezbytné k dosažení uvedeného cíle, a její právní forma a organizační uspořádání zajišťují naprosté oddělení jednotky a úvěrového rizika původce (ustanovení § 2 odst. 2 písm. b) POP).

Úvěrovým posílením se rozumí smluvní ujednání, na jehož základě dojde ke zvýšení úvěrové kvality sekuritizované expozice s tím, že úvěrové posílení může být provedeno zařazením více podřízených tranší nebo jiným typem zajištění (ustanovení § 2 odst. 6 písm. c) POP).

Expozicí se rozumí aktivum nebo podrozvahová položka (ustanovení § 2 odst. 1 písm. e) POP) a sekuritizovanou expozicí se rozumí jakákoli expozice v sekuritizaci (ustanovení § 2 odst. 4 písm. j) POP), směrnice 2006/48/ES (CRD) označuje sekuritizované pozice jako „sekuritizační pozice“, což je pro účely jasného odlišení pozic v sekuritizaci a podkladových expozic vhodnější. **V rámci této disertační práce považuji pro účely jasnosti** (a rovněž s ohledem na připravovanou právní úpravu nařízení CRD IV, které rovněž expozici v sekuritizaci definuje v čl. 4 odst. 39 jako „sekuritizovanou pozici“) **za vhodnější používat ve smyslu sekuritizované expozice pojem pozice nebo sekuritizační pozice.**

Definice sekuritizace a souvisejících pojmů dle českého práva je transpozicí evropské právní úpravy, zřejmě tedy nevychází ze základů českého práva. V tomto ohledu považuji rovněž za komplikovaný výklad jednotlivých pojmů.

Pro výklad právní úpravy sekuritizační transakce vycházím níže ze standardní struktury sekuritizace. Sekuritizační transakce regulují předpisy soukromého i veřejného práva, jejichž aplikaci nelze zcela oddělit. Důraz je však v rámci této práce kladen na úpravu veřejnoprávní. Před tímto výkladem se věnuji ve stručnosti rovněž ekonomickým aspektům sekuritizace, a to pro účely dokreslení ekonomické podstaty sekuritizace.

Z definice sekuritizace v českém právu je přitom zřejmé, že vychází ze široké definice sekuritizace, která je vymezena minimálními obsahovými prvky sekuritizační transakce (tj. v případě tradiční sekuritizace převod aktiv na jednotku pro speciální účel a emise cenných papírů touto jednotkou), kterými je dosaženo převodu úvěrového rizika na jednotku pro speciální účel a rozložení finančních toků z podkladových aktiv do jednotlivých tranší, **a to při zohlednění ekonomického smyslu transakce, kterým je převod úvěrového rizika z původce na třetí osobu.**

2.4 EKONOMICKÉ ASPEKTY SEKURITIZACE

Za základní možné ekonomické dopady sekuritizace považují zejména: vytváření trhu finančních nároků, rozptýlení finančních aktiv mezi investory, podpora spoření, snížení nákladů, diversifikace rizika, zaměření se na využívání zdrojů a nikoli jejich vlastnictví. Považují však za nutné zmínit, že v kontextu současné finanční krize se řada těchto očekávání ohledně pozitivních ekonomických efektů sekuritizační transakce nepotvrdila. Tuto skutečnost však přičítám zejména zneužívání sekuritizačních transakcí a systému *originate-to-distribute*, kdy finanční instituce zjevně nedbaly na kvalitu podkladových expozic. Věřím však, že následující ekonomické dopady jsou vlastní procesu sekuritizace a tudíž je možné je v rámci sekuritizace dosáhnout:

(i) Usnadnění vzniku trhu finančních nároků

V důsledku sekuritizace jsou finanční nároky přetvářeny na obchodovatelné cenné papíry. Sekuritizace tak usnadňuje vytváření trhu nároků, které by jinak zůstaly dvoustrannými obchody. Sekuritizace tak činí finanční trhy více efektivní a snižuje transakční náklady.

(ii) Rozptýlení držení finančních aktiv

Základním záměrem sekuritizace je rozptýlit finanční aktiva mezi co největší počet investorů, zaměřuje se tudíž na vytvoření co nejmenších obchodovatelných skupin aktiv. Tento účinek sekuritizace je do jisté míry snížen tím, že do sekuritizačních produktů dosud investují zejména institucionální investoři. Do budoucna však dle mého názoru nelze vyloučit ani zájem ze strany drobných neprofesionálních investorů.

(iii) Podpora spoření

Tím, že sekuritizace zajišťuje dostupnost finančních nároků v obchodovatelné formě s dostatečnou zárukou kvality ve formě úvěrového ratingu a s úvěrovým posílením, umožňuje drobným investorům investice přímo do finančních nároků s atraktivními výnosy, což podporuje investice a spoření. S ohledem na novou regulaci bankovních investorů by mohl trh drobných investorů představovat velmi významnou alternativu pro původce ohledně cílové skupiny investorů.

(iv) Snižování nákladů

Sekuritizace směřuje ke specializaci ve zprostředkovací funkci, čímž šetří náklady na zprostředkování.

(v) Diversifikace rizika

V průběhu sekuritizace nabývá společnost pro speciální účel portfolio finančních rizik, které rozděljuje mezi mnoho investorů, čímž se riziko spojené s finančními transakcemi rozprostře do široké skupiny investorů.

(vi) Zaměření na využití zdrojů a nikoli na vlastnictví zdrojů

Osoba, která sekuritizuje své finanční nároky, přestane být jejich vlastníkem, a stane se správcem pro investory, které vlastnictví k těmto nárokům nabývají.

2.5 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍ STRUKTURY A DRUHŮ SEKURITIZACE

Pro analýzu právní úpravy aplikovatelné na proces sekuritizace považuji za nezbytné vymezení standardní struktury (tj. jednotlivých kroků sekuritizační transakce). Vzhledem k množství možných variant sekuritizace přitom postupuji prostřednictvím určitého zobecnění charakteristických znaků sekuritizačního procesu.

Strukturu sekuritizační transakce můžeme předně odvodit z definic tradiční a syntetické sekuritizace, obsažené v českém (§ 2 odst. 5 písm. c) a d) POP) a evropském právu, z nichž plyne, že tradiční sekuritizace se skládá z (i) ekonomického i právního převodu expozic (tj. aktiv nebo podrozvahových položek) na jednotku pro speciální účel, kdy převod je doprovázen právním oddělením expozic od původce a (ii) vydání cenných papírů, kdy platby investorům nejsou závazkem původce. Syntetická sekuritizace potom spočívá v rozložení úvěrového rizika do jednotlivých tranší pomocí úvěrových derivátů nebo záruk s tím, že expozice zůstávají aktivem původce.

Jako příklad odpovídající uvedené definici lze uvést např. následující situaci, kdy banka, která uzavřela s klienty úvěrové smlouvy, převede tyto úvěrové smlouvy popř. riziko z těchto smluv na třetí osobu (společnost založenou ke speciálnímu účelu) a tato osoba emituje cenné papíry s úvěry jako podkladovými aktivy. Cenné papíry následně koupí investoři, kteří získávají výnosy podle toho, jak jsou úvěry spláceny dlužníky, tedy na investory přechází riziko, že úvěry nebudou splaceny. Vzniklé cenné papíry se obvykle vydávají v několika tranších (minimálně ve dvou tranších), s rozdílným stupněm rizika (priority splácení), kdy tranše s nejnižším úvěrovým rizikem mají často vyšší hodnocení (AAA) než samotná podkladová (sekuritizovaná) aktiva, naopak spodní (nejvíce riziková aktiva) jsou bez hodnocení.

Vymezení sekuritizační transakce v platném právu považují za vymezení minimálních náležitostí, převodu aktiv a emise cenných papírů. Pro účely úspěšné sekuritizační transakce však považují za nutné doplnit výčet základních kroků sekuritizační transakce a jednotlivé kroky podrobně analyzovat, a to v závislosti na typu sekuritizační transakce (tj. zda se jedná o sekuritizaci tradiční nebo syntetickou).

2.5.1 Mechanismus tradiční sekuritizace

Standardní struktura tradiční sekuritizace zahrnuje dle mého názoru s ohledem na definici sekuritizace, jakož i struktury realizovaných sekuritizačních transakcí zejména následující fáze:

- (i) Shromáždění podkladových aktiv (expozič) jejich držitelem (původcem), byť dle definice sekuritizace dle POP představuje sekuritizaci i převod úvěrového rizika ohledně jedné expozič, standardní struktura bude zahrnovat převod úvěrového rizika ohledně skupiny podkladových aktiv (expozič);
- (ii) Vytvoření jednotky pro speciální účel (*special purpose vehicle*, SPV), jejíž právní forma a organizační uspořádání zajišťují naprosté oddělení jednotky a úvěrového rizika původce, nad tento požadavek se u sekuritizačních transakcí standardně vyžaduje rovněž oddělení expozič od rizik spojených s SPV, tj. jakási nedotknutelnost předmětných aktiv ze strany věřitelů SPV;
- (iii) Převod (ekonomický a právní) podkladových aktiv původcem na SPV, kdy převod je spojen s právním oddělením podkladových aktiv (expozič) od původce;
- (iv) Vydání (emise) cenných papírů SPV zajištěných podkladovými aktivy a případně úvěrové posílení a ohodnocení cenných papírů ratingovou agenturou, resp. sdělení všech relevantních informací ohledně cenných papírů a podkladových expozič;
- (v) Veřejná nabídka cenných papírů, přijetí na regulovaný trh, plnění informační povinnosti SPV jako emitentem;
- (vi) Nákup cenných papírů investory a zajištění splácení cenných papírů investory.

Právní aspekty a úpravu jednotlivých výše uvedených kroků analyzuji podrobně v bodě 1 disertační práce.

Smluvní zajištění tradiční sekuritizace a strany transakce

Tradiční sekuritizace většinou zahrnuje následující strany: původce (*originator*) jako původní držitel podkladových aktiv (také označován jako prodávající *seller* nebo sponzor (*sponsor*),

obsluhovatel (*servicer*) nebo také aranžér sekuritizace, který je většinou rovněž původcem, správce (*trustee*), emitent (*issuer*) většinou je jím SPV, v některých případech má právní formu trustu, který drží podkladová aktiva pro investory a emituje cenné papíry zajištěné aktivy (ABS), upisovatel (*underwriter*), který cenné papíry distribuuje, poskytovatelé úvěrového posílení (*credit enhancers*), kteří snižují rizika investorů poskytnutím záruky nebo hotovosti, a konečně investoři (*investors*) do cenných papírů.

Obsluhovatel (neboli aranžér sekuritizace) je odpovědný za vymáhání pohledávek a poskytování těchto prostředků SPV. Správce sekuritizace má jen omezenou roli, když udržuje záznamy o aktivech, dostává od obsluhovatele sběrné platby úroků a jistin a platí jednotlivým třídám investorů jejich nároky na peněžní toky.

Hodnocení původce a SPV, kvalita podkladových nástrojů a struktura schématu ovlivňují velikost potřebného úvěrového posílení.

Možných schémat právního (smluvního) zajištění sekuritizace je několik, tradičně však lze uvést zejména dohodu o obsluze, která zahrnuje: operační dohodu o vytvoření SPV a převodu aktiv na SPV, správu aktiv obsluhovatelem a emisi průchozích cenných papírů. Podle složitosti schématu se rozlišují sekuritizace jednoduché: emise průchozích cenných papírů jediné třídy (*single class*): každý cenný papír představuje individuální poměrný zájem a oprávnění na jistinu a úrok z podkladových nástrojů v každém období a emise složité, např. emise mnohotřídních ABS (*multiclass ABS*¹⁸).

2.5.2 Mechanismus syntetické sekuritizace (synthetic securitisation)

Syntetická sekuritizace je odvozena od tradiční sekuritizace a spočívá v převodu úvěrového rizika z původce na SPV prostřednictvím úvěrového derivátu (buď financovaných úvěrových derivátů jako je úvěrový dluhopis nebo nefinancovaných úvěrových derivátů jako je swap úvěrového selhání nebo swap veškerých výnosů), tj. aniž původce prodá své pohledávky.

SPV emituje cenné papíry zajištěné aktivy s tím, že SPV za výnos z prodeje koupí kolaterál (většinou státní dluhopisy), který poskytne původci (případně se může výnos použít přímo jako kolaterál, tedy vklad u původce).

¹⁸ Emise mnohotřídních ABS představují velký počet cenných papírů různých tříd (15-20), které emituje jediný správce. Každá třída má různá oprávnění na příjem plateb. Může se jednat o sekvenční platební třídy, kdy platby jistin se uplatňují v pořadí jednotlivých tříd s tím, že vyšší třídy jsou rizikovější, úrokové třídy, jistinné třídy, plánované amortizační třídy apod.

Výhodou sekuritizace jsou především nižší náklady spojené s derivátovým převodem rizika ve srovnání s náklady převodu samotných pohledávek. Syntetickou sekuritizací je rovněž možno vyřešit problém „nepřevoditelnosti“ některých bankovních úvěrů, ať už z důvodu smluvené nepřevoditelnosti nebo právní úpravy, která převod vylučuje. Sekuritizovaná aktiva, byť nejsou převedena, jsou u původce oddělena od ostatních aktiv („ring fenced“) a spravována nezávislým manažerem aktiv.

Variantou syntetické sekuritizace je situace, kdy sekuritizovaná (podkladová) aktiva tvoří tzv. černou skříňku, tedy investoři o nich nemají žádné informace. Tyto sekuritizace jsou oblíbené v zemích s vysokým stupněm bankovního tajemství (Švýcarsko, Německo, Japonsko).

Syntetickou sekuritizaci lze dále dělit na základní a pákovou:

(i) Základní syntetická sekuritizace (*basic synthetic securitisation*)

Při základní syntetické sekuritizaci se veškeré ztráty a úvěrové riziko pokladových aktiv převádějí na SPV a poté na investory. SPV emituje pro investory různé tranše dluhopisů, které poskytují investorům různé úrovně rizika a výnosů. SPV investuje výnosy z emise z tranší dluhopisů do vysoce kvalitních (státních) dluhopisů a poté tyto dluhopisy použije jako kolaterál swapu úvěrového selhání s původcem¹⁹.

(ii) Páková syntetická sekuritizace (*leveraged synthetic securitisation*)

Při pákové syntetické sekuritizaci se může převádět pouze část rizika ztráty spojená s podkladovými aktivy a to na SPV a následně na investory. Vzhledem k pákové podstatě operace původce většinou prodá úvěrové riziko SPV prostřednictvím swapu úvěrového selhání, nikoli úvěrového dluhopisu.

2.5.3 Produkty tradiční sekuritizace

České právo výslovně neupravuje produkty sekuritizace, tj. cenné papíry zajištěné aktivy. V úvahu tudíž přichází zejména analogická aplikace právní úpravy, která upravuje instituty těmto cenným papírům nejbližší. **Za účelem nalezení takových institutů považují za nezbytné věnovat se nejprve charakteru standardních produktů sekuritizace a vymezit jejich klíčové znaky.**

¹⁹ Příkladem základní syntetické sekuritizace je například operace mezi Swiss Bank Corporation (SBC) a jednotkou Glacier, která fungovala jako SPV, Credit Suisse poté provedla podobnou operaci (Triangle).

Mezi produkty tradiční sekuritizace patří zejména cenné papíry zajištěné hypotékami a cenné papíry zajištěné aktivy, které mají mnoho forem. Produkty sekuritizace se stále vyvíjejí a rozšiřuje se skupina druhů aktiv, která jsou sekuritizována, relativně nové jsou např. produkty sekuritizace práv duševního vlastnictví.

2.5.3.1 Cenné papíry zajištěné hypotékami (MBS a RMBS)

Cenné papíry zajištěné hypotékami jsou specifickým trhem USA, kdy tyto cenné papíry vydávají soukromé agentury²⁰ sponzorované vládou, které kupují hypotéky od úvěrových institucí (zejména bank), které tak mohou dále půjčovat hotovost fyzickým osobám, a emitují prostřednictvím samostatných společností speciálního účelu cenné papíry zajištěné hypotékami.

Cenné papíry zajištěné hypotékami jsou založeny na procházejícím systému (*pass-through arrangement*), neboť platby od dlužníků (splátky úroků, jistiny) procházejí jednotkou pro speciální účel na investory.

Hlavním rizikem cenných papírů zajištěných hypotékami je zejména (vysoké) riziko úvěrové, tj. riziko, že fyzické osoby úvěry (hypotéky) nebudou splácet. Dalším rizikem je riziko předčasného splacení²¹, plynoucí ze skutečnosti, že hypotéky jsou v USA nejčastěji spojeny s pevnou úrokovou mírou a opcí na předčasné splacení kdykoli a z jakéhokoli důvodu (velká část hypoték je v praxi skutečně splácena předčasně).

Pouze část MBS je zajištěna zárukami americké federální vlády, většinou se však jedná o cenné papíry bez vládního zajištění, stejně tak nejsou zajištěny ani samotné agentury tyto cenné papíry emitující.

Z MBS se v USA v roce 1983 vyvinuly kolateralizované hypoteční závazky (*collateralised mortgage obligations*, CMO), které jsou již klasickými ABS, a jejich účelem je zejména odstranění rizika předčasného splacení u MBS. CMO je od MBS liší zejména tím, že jsou stanovena pravidla pro výplatu (alokaci) splátek úvěrů mezi jednotlivé tranše (včetně plateb na předčasné splacení hypotéky). CMO jsou emitovány rovněž v tranších, které umožňují spekulovat na četnost předčasného splacení hypoték, tak tranše úrokové (*interest only*, IO) kupují investoři, kteří

²⁰ Jedná se o následující agentury: Federální národní hypoteční asociace („*Federal National Mortgage Association*“, Fannie Mae), Státní hypoteční asociace („*Government National Mortgage Association*“, Ginnie Mae) a Federální korporace domovních úvěrů („*Federal Home Loan Mortgage Corporation*“, Freddie Mac).

²¹ Jde tedy o svolatelné dluhopisy, u nichž není předem znám termín svolatelnosti a tedy splatnosti.

očekávají pokles předčasného splácení hypoték a naopak tranše jistinné (*principal only*, PO) kupují investoři, kteří spekulují na nárůst předčasných splacení hypoték.

Byť prostřednictvím CMO došlo k určitému omezení rizika spojeného s MBS, stále se jedná o velmi rizikové cenné papíry, jejichž nejrizikovější tranše kupuje jen velmi omezený okruh investorů (většinou se jedná o pojišťovny)²².

Typy CMO

Základní struktura CMO se skládá z tranší, které jsou spláceny v přísné posloupnosti. Každá tranše získává pravidelné platby úroků, avšak platba jistiny je hrazena pouze první tranši až do jejího úplného splacení a následně druhé tranši do jejího úplného splacení a následně dalším tranším stejným způsobem.

První tranše mívá splatnost přibližně 2 až 3 roky, druhá tranše 5 až 7 let a třetí tranše 10 až 12 let a tak dále. Jednotlivé tranše jsou většinou velmi individualizované svými podmínkami a umožňují tak původci rozložit riziko předčasného splacení hypoték a požadavky splatnosti.

Mezi tranše CMO patří např. tranše plánované amortizace (*Planned Amortization Class (PAC) Tranches*), která zajišťuje stabilní peněžní toky na splacení jistiny a to tak, že výkyvy ve splácení způsobené rychlejším nebo pomalejším předčasným splácením, než jaké bylo očekáváno, je odklášeno k jiným tranším. U PAC tranše je tak pravděpodobné, že výnos a průměrná délka transakce, odhadované na počátku transakce, zůstanou stejné po celou dobu života transakce.

Splátky na PAC tranši jsou zajištěny pořadím priority, kdy tranše PAC jsou spláceny jako první z plateb na jistiny podkladových hypotečních úvěrů. Platby jistin, které přesahují platby na PAC tranše, jsou směrovány na podpůrné tranše. V určitém čase jsou tedy aktivní minimálně dvě tranše, a to PAC tranše a podkladová tranše (*support/companion tranche*). Pokud jsou předčasná splacení minimální (málo častá), potom je primárně hrazena PAC tranše a ostatní tranše mohou čekat delší dobu, než budou spláceny. Naopak, pokud jsou předčasná splacení častá, PAC tranše absorbuje pouze určenou výši splátek a přebytek je směrován na podpůrné tranše.

2.5.3.2 Další cenné papíry zajištěné aktivy (ABS)

Cenné papíry zajištěné aktivy (ABS) jsou dluhové cenné papíry emitované v rámci sekuritizace, kde platby jsou odvozeny z portfolia nehypotečních aktiv. ABS mají mnoho forem,

z nejvýznamnějších je možné, vedle kolateralizovaných hypotečních závazků (CMO) uvedených výše v bodě 1.3.1, uvést:

- (i) Kolateralizované úvěrové závazky (*collateral loan obligations*, CLO) a kolateralizované dluhové závazky (*collateralised debt obligations*, CDO)

Kolateralizované úvěrové závazky (CLO) jsou formou cenných papírů zajištěných aktivy, přičemž sekuritizovanými (podkladovými) aktivy jsou bankovní úvěry. Jedná se o obchodování s bankovními úvěry na sekundárním trhu.

Stejný charakter mají kolateralizované dluhové závazky (CDO).

- (ii) Kolateralizované dluhopisové závazky (*collateral bond obligations*, CBO)

Kolateralizované dluhopisové závazky (CBO) představují formu cenných papírů zajištěných aktivy, kdy sekuritizovanými (podkladovými) aktivy jsou dluhopisy (prašivé dluhopisy). První emisi CBO provedla americká společnost TriCapital Ltd. v roce 1988 ve výši 420 mil. USD.

- (iii) Komerční papíry zajištěné aktivy (*asset backed commercial paper*, ABCP)

Komerční papíry zajištěné aktivy (ABCP) jsou cenné papíry zajištěné aktivy emitované v podobě komerčního papíru.

2.5.4 Produkty syntetické sekuritizace

Syntetické kolateralizované dluhové závazky (*synthetic CDO*)

Od CDO se liší tím, že společnost založená ke speciálnímu účelu nepřevéde na sebe sekuritizovaná aktiva, ale převede na sebe pouze úvěrové riziko sekuritizovaných aktiv, a to prostřednictvím úvěrového derivátu, např. swap úvěrového selhání nebo swap veškerých výnosů. Společnost současně investuje hotovost obdrženu z prodeje jednotlivých tranší do bezrizikových dluhových cenných papírů (státní dluhopisy).

²² Zdroj: Jilek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005

2.5.5 Nové produkty sekuritizace: cenné papíry zajištěné právy duševního vlastnictví

Sekuritizace prochází neustálým vývojem a vznikají nové produkty. **Za příklad nové techniky sekuritizace považují např. sekuritizaci práv duševního vlastnictví.**

V rámci této sekuritizace vznikají cenné papíry zajištěné finančními toky z práv duševního vlastnictví, zejména patentů. V USA se sekuritizační transakce objevují na filmovém²³ a hudebním trhu. První takovou sekuritizací byly tzv. Bowie Bonds vydané Pullman Group.

Za hlavní výhody těchto transakcí pro vlastníka patentu nebo jiných práv duševního vlastnictví považují zejména:

Omezení úvěrového rizika: dlužník je chráněn, protože je věřitelem považován za oddělitelné aktivum. Sekuritizace aktiv typicky zahrnují vytvoření entity, která je odolná vůči úpadku, čímž se minimalizuje úvěrové riziko dlužníka. Úvěrová kredibilita dlužníka není pro investory tolik podstatná jako kvalita podkladového aktiva.

Nižší náklady na kapitál, vylepšená kapitálová struktura a rating: Vyvedení dluhu z bilance snižuje celkové náklady na správu dluhu a zlepšuje podíly kapitálové přiměřenosti.

Vyšší pákový efekt pro práva duševního vlastnictví: práva duševního vlastnictví zůstávají nedostatečně využita. Sekuritizace zajištěné právy duševního vlastnictví umožňují vyšší získávání kapitálu z těchto aktiv.

Nástroj akvizice: Financování zajištěné právy duševního vlastnictví může být využito jak pro cílové obchodní portfolio tak portfolio duševního vlastnictví jako zdroje financování při akvizici.

Za hlavní výhody pro investory do cenných papírů zajištěných právy duševního vlastnictví považují zejména:

Z pohledu investora má transakce zajištěná právy duševního vlastnictví zejména tu výhodu, že odděluje technologické riziko od rizika řízení společnosti a ostatních operačních rizik. Zároveň umožňuje, aby se investoři přímo účastnili v určitém úzkém technologickém odvětví. Investoři tak mohou investovat přímo do technologií, aniž by museli investovat zároveň přímo do podniku.

²³ Filmový trh je specifický tím, že několik málo (přibližně 5%) velmi výdělečných filmů financuje ostatní zcela převažující skupinu málo výdělečných filmů, tudíž je možné stanovit očekávané výnosy u skupiny filmových produktů.

Vlastníci podniku potom získávají zdroje financování, aniž by museli přistoupit např. k primární emisi akcií (IPO) nebo prodeji části podniku.

2.5.6 Právní povaha produktů sekuritizace dle českého práva

Za společný znak produktů sekuritizace, tj. cenných papírů zajištěných aktivy, jak jsou popsány výše, považuji to, že dávají investorům nárok na určité platby, které závisí na kvalitě podkladových aktiv (expozic), přičemž tyto platby bývají dále zajištěny formou úvěrových posílení. Nebývá však zaručeno splacení celé nominální hodnoty s určitým výnosem, jako je tomu u dluhopisů.

Výše uvedené produkty sekuritizace nejsou českým právem výslovně upraveny. Tato skutečnost poskytuje určitou flexibilitu při posuzování charakteru těchto nástrojů. Na druhou stranu však za negativní důsledek této skutečnosti považuji, že vytváří určitou nejistotu ohledně povinných náležitostí a právního režimu těchto cenných papírů.

Pro posouzení náležitostí vydání a nakládání s takovými produkty tak v úvahu přichází jejich podřazení pod jiné výslovně upravené cenné papíry, resp. skupinu cenných papírů, kdy základními právními předpisy jsou zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „ZCP“), zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (dále jen „DluhZ“) a zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „ZPKT“).

Předně je třeba zodpovědět otázku, zda produkty sekuritizace jsou cennými papíry ve smyslu českého práva. České právo neobsahuje legální definici cenného papíru²⁴, je tudíž třeba vyjít z právní teorie. Teorie vymezuje cenný papír jako písemné prohlášení dlužníka obsahující příslušný závazek, přičemž tento závazek je nerozlučně spjat s tímto písemným prohlášením. Důsledkem toho je, že převod takové pohledávky je dokonán teprve předáním cenného papíru²⁵.

Cenným papírem je tak třeba rozumět písemný projev vůle (skripturní akt), se kterým je spojeno subjektivní právo takovým způsobem, že dispozice s tímto právem je možná jen současně spolu s dispozicí se skripturním aktem²⁶. Písemný projev může být nahrazen zápisem v zákonem stanovené evidenci cenných papírů, kdy se jedná o zaknihované cenné papíry.

²⁴ V důvodové zprávě k ustanovení § 1 zákona o cenných papírech novelizovaném zákonem č. 362/2000 Sb. je výslovně uvedeno, že „se nezavádí obecná definice cenného papíru.“

²⁵ Rouček, F., Sedláček, J.: Komentář k československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a Podkarpatské Rusi, 6. Díl, Codex, Praha 1998, str. 136

²⁶ Dědič, J., Pauly, J.: Cenné papíry, Prospektrum, Praha 1994, str. 17

České právo (shodně jako právo evropské nebo francouzské) obsahuje demonstrativní výčet cenných papírů, připouští tedy i cenné papíry jiné než výslovně vyjmenované (ustanovení § 3 ZCP spolu s § 8a ZCP a § 3 ZPKT). Výčet cenných papírů je potom podstatný pro posouzení charakteru a práv a povinností spojených s nepojmenovanými cennými papíry, a to právě jejich přiřazením k určitým cenným papírům pojmenovaným. Při vydávání a nakládání s nepojmenovanými cennými papíry se tak postupuje analogicky podle úpravy obdobných pojmenovaných (výslovně upravených cenných papírů)²⁷.

Produkty sekuritizace jsou cennými papíry ve smyslu výše uvedeného vymezení, neboť se jedná o listiny, resp. zápisy v evidenci, které mají jak legitimační tak převodní funkci a je v nich inkorporováno právo vlastníka takového cenného papíru na plnění z podkladových aktiv.

Pro přiřazení cenných papírů, které jsou produkty sekuritizace, k určitým pojmenovaným cenným papírům je potřeba vyjít z charakteru a vlastností těchto cenných papírů. Cenné papíry, které jsou produkty sekuritizace, poskytují jejich vlastníkům (tj. investorům) nároky na určité peněžní plnění, a nikoli podíl na společnosti. V nejobecnější rovině lze tudíž tyto cenné papíry přiřadit k dluhopisům, resp. obecněji do skupiny dluhových cenných papírů. Současně by bylo možné podřadit tyto cenné papíry pod nástroje umožňující převod úvěrového rizika ve smyslu § 3 odst. 1 písm. e) ZPKT, tj. pod investiční nástroje.

V případě tradiční i syntetické sekuritizace však ve většině případů produktem nebudou dluhopisy přesně tak, jak jsou vymezeny českým právem, neboť dle jednotlivých tranší bude splacení cenného papíru záviset na plnění podkladového aktiva (nepůjde tudíž čistě o splacení celé nominální hodnoty)²⁸. V současné době je však v legislativním procesu návrh novely DluhZ (schválen poslaneckou sněmovnou jako tisk č. 531), která mimo jiné upravuje nově i definici dluhopisu dle českého práva, a to jako „*zastupitelný cenný papír vydaný podle českého práva,*

²⁷ Viz rovněž úřední sdělení ČNB ze dne 10.9.2007 uveřejněné ve Věstníku ČNB částce 21/2007 ze dne 17.9.2007, dle kterého je možné vydat i cenný papír výslovně neupravený českým právem. V takovém případě se úprava takového cenného papíru řídí obecnými ustanoveními práva cenných papírů a v speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný cenný papír.

²⁸ Tento závěr ostatně plyne i z úředního sdělení České národní banky ze dne 31.7.2008, o některých položkách finančního umístění pojišťoven a zajišťoven, uveřejněného ve Věstníku ČNB, částka 14/2008 ze dne 8.8.2008, který uvádí mimo jiné, že „Cenné papíry, u kterých se emitent nezavázal splatit celou nominální hodnotu a u nichž je splacení dlužné částky závislé na jiných podkladových aktivech a peněžních tocích z nich vyplývajících (cenné papíry kryté aktivy – např. ABS, CDO, CBO, CLO), nelze klasifikovat jako dluhopisy ve smyslu zákona o dluhopisech, a proto není možné takové cenné papíry zařadit do položky finančního umístění podle § 21a odst. 1 písm. b) zákona o pojišťovnictví – dluhopisy vydané bankami a obdobnými úvěrovými institucemi členských států, ani do položky uvedené v písmenu c) téhož odstavce – kotované dluhopisy vydané obchodními společnostmi“.

s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky jeho emitentem a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu“. Dle důvodové zprávy k návrhu novely je důvodem tohoto rozšíření definice to, aby definice byla dostatečně obecná a aby se vztahovala na všechny zastupitelné cenné papíry, s nimiž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky, čímž má být zabráněno obcházení zákona o dluhopisech vydáváním „inominátních“ cenných papírů s obdobnými účinky.

I přes toto rozšíření definice (pokud bude navrhovaná novela přijata) nepovažuji za jisté, že cenné papíry zajištěné aktivy naplní definici dluhopisu dle DluhZ, neboť právo na splacení určité dlužné částky je s nimi spojeno podmíněně v závislosti na plnění podkladových aktiv (expozic). V každém případě se však tímto cenné papíry zajištěné aktivy ještě více přiblíží dluhopisům a bude tedy namísto aplikovat analogicky právní úpravu dluhopisů.

Z výše uvedeného plyne, že pro vydávání, přijetí na regulovaný trh, nakládání s cennými papíry, které jsou produkty sekuritizace, se uplatní zejména úprava ZCP, DluhZ, ZPKT.

V souladu s ustanovením § 1 odst. 3 ZCP je zahraničním cenným papírem cenný papír vydaný v zahraničí, nestanoví-li zvláštní právní předpis jinak. V souladu s ustanovením § 2 odst. 4 DluhZ se dluhopisem vydávaným v České republice rozumí dluhopis, který byl v listinné podobě předán nebo v zaknihované podobě zapsán v evidenci podle zvláštního právního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu na účet prvnímu nabyvateli na území České republiky²⁹.

K obdobným závěrům lze dospět i na základě nového občanského zákoníku, č. 89/2012 Sb., zveřejněný ve Sbírce zákonů dne 3.2.2012, který nabude účinnosti 1.1.2014 (dále jen „NOZ“). NOZ již pojem cenného papíru definuje, a to v ustanovení § 514 NOZ: „*Cenný papír je listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést.*“ NOZ tedy vychází z dosavadních závěrů teorie, které jsou uvedeny výše. V souladu s § 515 NOZ: „*Nevydal-li emitent cenný papír jako druh s náležitostmi zvlášť*

²⁹ Návrh nového zákona o mezinárodním právu soukromém připravený v rámci rekodifikace soukromého práva nově stanoví kolizní pravidla pro určení rozhodného práva ve věcech cenných papírů a investičních nástrojů (§ 82 a násl. návrhu zákona). Kolizní pravidla jsou stanovena alternativně podle povahy cenného papíru. Zda je cenný papír platně vydán, zda jsou s ním spojena práva takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze po dobu jeho platnosti bez cenného papíru uplatnit, a jaká práva a jaké právní účinky jsou s ním spojeny, se řídí podle povahy cenného papíru a) právem, kterým se řídí právní způsobilost a vnitřní poměry právnické osoby, která cenný papír vydala, b) právem, kterým se řídí právní poměr, jehož úprava vydání cenného papíru zakládá, c) právem platným v místě, v němž byl cenný papír vydán, d) právem státu, v němž má sídlo nebo obvyklý pobyt osoba, která cenný papír vydává, neodpovídá-li povaze cenného papíru použití jiného práva, nebo e) právem, které je v cenném papíru určeno, jestliže to povaha cenného papíru připouští. Pokud ze zákona nevyplývá něco jiného, právo k cennému papíru se řídí právním řádem platným v místě, v němž je cenný papír, a převod práva k cennému papíru se řídí právním řádem platným v místě, v němž je cenný papír v době nakládání s ním. Zdroj: <http://obcanskyzakonik.justice.cz>

upravenými zákonem, musí listina určit alespoň odkazem na emisní podmínky právo, které je s cenným papírem spojeno, a údaj o emitentovi“, což je případ nepojmenovaných cenných papírů a tedy i případ cenných papírů zajištěných aktivy.

3 PRÁVNÍ ÚPRAVA SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICE: SPOLEČNÉ OTÁZKY

3.1 ÚVOD DO PRÁVNÍ ÚPRAVY SEKURITIZACE V ČR

3.1.1 Aplikovatelné právní předpisy a jejich původ

České právo neobsahuje speciální komplexní úpravu sekuritizace, tj. úpravu všech kroků sekuritizační transakce v jednom právním předpise. **Tuto skutečnost nepovažují nutně za negativní, neboť je možné ji řešit prostřednictvím analogické aplikace předpisů upravujících obdobné instituty. Problematickou se však situace jeví tam, kde české právo neobsahuje vhodnou právní úpravu.** Jednotlivá úskalí aplikace právních předpisů na jednotlivé sekuritizační kroky analyzují níže.

Právní úprava jednotlivých kroků v rámci sekuritizační transakce (tj. shromáždění aktiv, vytvoření jednotky pro speciální účel, převod aktiv na jednotku pro speciální účel, emise cenných papírů, jejich veřejná nabídka a přijetí na regulovaný trh) v České republice vychází zejména ze základních předpisů o podnikání na kapitálovém trhu, ZPKT, ZCP a DluhZ a dále z předpisů soukromého práva, jako občanský a obchodní zákoník a další.

České právo obsahuje speciální veřejnoprávní regulaci určitých aspektů sekuritizace. Tato veřejnoprávní regulace se týká zejména dvou oblastí, a to:

- (i) pravidel pro převod rizik, která regulují činnost úvěrových institucí (tj. bank a družstevních záložen);
- (ii) pravidel pro kapitálovou přiměřenost, která regulují činnost úvěrových institucí, obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů.

Pro výklad této veřejnoprávní regulace považují za nutné zohlednit původ této regulace, kterým je především transpozice předpisů Evropské unie. Předpisy Evropské unie potom z části vychází z dohod přijatých Basilejským výborem pro bankovní dohled (zejména ohledně pravidel pro kapitálovou přiměřenost a transparentnost sekuritizačních transakcí) a dále z doporučení přijatých mezinárodními orgány v rámci diskusí o zajištění řádného fungování sekuritizačních trhů (zejména ohledně ponechání podílu původce v sekuritizační transakci)³⁰.

³⁰ Viz Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (*the International Organisation for Securities Commissions*, IOSCO) a její konzultační materiál: „*Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report*“ z 6.5.2009 a finální zpráva: „*Unregulated Financial Markets and Products – Final Report*“ z 4.9.2009. Zpráva Rady pro finanční stabilitu pro summit zemí G20 o zlepšení finanční regulace

Z evropských právních předpisů jsou v tomto ohledu zásadní směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí (směrnice 2006/48/ES dále jen „**CRD**“, směrnice 2006/49/ES dále označována svým číslem 2006/49/ES) a směrnice, které je novelizují, tj.

- (i) směrnice Komise 2009/27/ES ze dne 7. dubna 2009, kterou se mění některé přílohy směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES, pokud jde o technická ustanovení o řízení rizik a směrnice Komise 2009/83/ES ze dne 27. července 2009, kterou se mění některé přílohy směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES, pokud jde o technická ustanovení o řízení rizik (dále jen „**CRD I**“);
- (ii) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/111/ES ze dne 16. září 2009, kterou se mění směrnice 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2007/64/ES, pokud jde o banky přidružené k ústředním institucím, některé položky kapitálu, velkou angažovanost, režimy dohledu a krizové řízení (dále jen „**CRD II**“) a
- (iii) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování (dále jen „**CRD III**“).

V rámci směrnic CRD jsou přijímány závěry Basilejského výboru pro bankovní dohled, některá ustanovení jsou však pouze evropská, jako např. požadavek na ponechání čistého ekonomického podílu původcem na sekuritizační transakci v rámci úpravy čl. 122a směrnice CRD.

Směrnice CRD I, CRD II a CRD III byly do českého právního řádu transponovány vyhláškami ČNB č. 380/2010 Sb. a č. 89/2011 Sb., které novelizovaly vyhlášku POP. Pravidla jsou dále

(„*Improving Financial Regulation – Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*“) z 25.9.2009, bod 47 a násl. Nejnovější a nejvíce relevantní je potom Zpráva o pobídkách sekuritizace aktiv vydaná v červenci 2011 společným fórem BSBC (Basilejského výboru pro bankovní dohled), IOSCO (Mezinárodní organizace komisí cenných papírů) a IAIS (Mezinárodní asociací správců pojištění) („*The Joint Forum of Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors - Report on asset securitisation incentives*“).

rozvedena úředními sděleními ČNB a vyložena doporučeními Výboru evropského bankovního dohledu (CEBS)³¹.

Evropská právní úprava finančního sektoru se neustále vyvíjí a zpřísňuje v reakci na stále trvající finanční krizi. V současné době se jedná o návrzích nových předpisů, předložených Komisí 20.7.2011, které by měly nahradit dosavadní směrnice CRD, a to o návrhu nové směrnice o přístupu k činnosti úvěrových institucí³² a nového nařízení o obezřetnostních požadavcích³³, které by mělo sjednotit v rámci přímo aplikovatelného komunitárního předpisu rovněž předpisy týkající se sekuritizace, a to včetně zapojení pravidel přijatých dohodou Basel III, přičemž tento přímo účinný předpis nahradí z velké části rovněž úpravu vyhlášky POP. **Tento krok hodnotím pozitivně, neboť zejména v rámci nového nařízení dojde ke sjednocení regulace týkající se sekuritizace do jednoho předpisu a zároveň dojde ke zpřehlednění úpravy, která v rámci čl. 122a CRD a následně i v rámci POP postrádá přehlednou strukturu a ztěžuje tak výklad.**

3.1.2 Pravidla pro převod rizik zavedená přijetím nového čl. 122a směrnice CRD

Za zásadní změnu v právní úpravě sekuritizace považuji novou evropskou úpravu pravidel pro převod rizik v rámci sekuritizace, tj. nový čl. 122a směrnice CRD (v rámci CRD II) a jeho transpozici do českého právního řádu (ustanovení § 189b až § 189e POP), která stanovila nové a dle mého názoru přísné požadavky na evropské úvěrové instituce (tedy i české banky a družstevní záložny), jednající jako původci nebo investoři v rámci sekuritizačních transakcí, a to v České republice od 1.4.2011 pro nové sekuritizační transakce a od 1.1.2015 pro existující sekuritizační transakce, pokud dojde k výměně nebo doplnění podkladových expozic.

³¹ Zejména doporučení vydaná k aplikaci čl. 122a směrnice CRD Výborem evropského bankovního dohledu (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS). Nástupcem tohoto výboru je ode dne 1. 1. 2011 Evropský bankovní úřad (*European Banking Authority*).

³² Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky a o změně směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES o doplňkovém dozoru nad úvěrovými institucemi, pojišťovny a investičními podniky ve finančním konglomerátu, ze dne 20.7.2011, KOM(2011) 453 v konečném znění 2011/0203 (COD), zdroj: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:CS:PDF>

³³ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky ze dne 20.7.2011, KOM(2011) 452 v konečném znění, 2011/0202 (COD), zdroj: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0452:FIN:CS:PDF>

3.1.2.1 Důvody pro přijetí čl. 122a směrnice CRD

Pro výklad nové právní úpravy pravidel pro převod rizik považují za nutné vyjít z důvodů, pro které byla tato úprava přijata. Nová úprava v rámci CRD II byla reakcí zejména na světovou finanční krizi v roce 2008. Jako jedním z hlavních důvodů této krize byla považována rovněž sekuritizace vysoce rizikových hypoték v USA (*subprime mortgages*).

Pravidla vychází obecně z doporučení mezinárodních organizací bankovního dohledu a dohledu nad kapitálovým trhem, jakož i z mezinárodní platformy Basilejského výboru (v rámci Basilejského výboru nebyl posuzován Požadavek na ponechání podílu původcem a/nebo sponzorem, tento byl doporučen Mezinárodní organizací komisí pro cenné papíry a je tudíž přijat i v dalších státech, byť jednotlivé úpravy nejsou zcela sladěny, kdy např. Spojené státy přijaly vlastní úpravu požadavku na ponechání podílu původcem v sekuritizační transakci (ke srovnání jednotlivých úprav viz bod 4.7.2 níže).

Východiska a důvody pro přijetí úpravy čl. 122a CRD, jakož i očekávané dopady této právní úpravy jsou vyjádřeny ve Zprávě Komise Radě a Evropskému parlamentu KOM/2010/0262 ze dne 28.5.2010³⁴. Jak plyne z této zprávy, od léta 2007, kdy došlo k velkým neočekávaným ztrátám ze sekuritizací hypotečních úvěrů, jsou trhy se sekuritizovanými aktivy v hluboké krizi, z níž se jen pomalu a částečně zotavují. Jelikož tato krize silně dopadla na finanční systém a hospodářství vůbec, je velmi důležité, aby se právní předpisy zabývaly hlavními příčinami velkých neočekávaných ztrát z určitých sekuritizací.

Za hlavní příčinu lze přitom považovat důvody na straně původců sekuritizovaných expozic i investorů do těchto expozic.

Na straně původců se jednalo zejména o nedostatečně důkladné postupy při upisování úvěrů, což je vnímáno jako důsledek nesouladu mezi zájmy původců a investorů, kdy původci nebyly motivováni zajistit dostatečnou kvalitu sekuritizovaných expozic, např. pohledávek z poskytnutých úvěrů, neboť vzniklé úvěrové riziko mohli jednoduše převést prostřednictvím sekuritizace na investory a naopak usilovali o maximalizaci příjmů z poplatků spojených se sekuritizovanými transakcemi (systém *originate-to-distribute*).

Uvedený přístup původců byl umožněn tím, že profesionální investoři (retailoví investoři byli vystaveni riziku ze sekuritizačních tranší pouze nepřímo a ve velmi omezeném rozsahu a pokud

³⁴ Zpráva Komise Radě a Evropskému parlamentu – Očekávaný dopad článku 122a směrnice 2006/48/ES, KOM/2010/0262 v konečném znění (ze dne 28.5.2010).

nakoupili finanční produkty obsahující sekuritizační tranše, mohli podcenit rizika spíše z důvodu způsobů prodeje a nedostatečné průhlednosti produktů) do sekuritizačních tranší neprováděli u svých investic hloubkovou kontrolu (*due diligence*), a tudíž ani nevyžadovali od emitentů opravdovou disciplínu. Investoři se navíc příliš spoléhali na externí rating, tj. hodnocení ratingových agentur, která se ukázala často jako chybná.

Z výše uvedeného je zřejmé, že sekuritizace nenaplnila očekávání, která do ní byla vkládána ve smyslu, že představuje prostředek pro zmírnění rizika spojeného s úvěry v důsledku diversifikace úvěrového rizika mezi větší a širší skupinu investorů, tj. neprojevíly se pozitivní ekonomické efekty, které považují za potenciál sekuritizace. Oproti těmto očekáváním se ukázalo, že produkty sekuritizace nakupovaly opět zejména úvěrové instituce (banky), aniž by si byly vědomy riziku, které přebíraly.

3.1.2.2 Cíle nové úpravy pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD)

Novou právní regulaci vnímám zejména jako prostředek k odstranění uvedených nedostatků sekuritizace a k oživení sekuritizačního trhu s potenciálem pozitivních ekonomických efektů. Úprava čl. 122a CRD se tak snaží zejména změnit naznačenou praxi původců i investorů a dosáhnout sladění zájmů mezi původci a investory tak, aby původci byli motivováni k tomu, aby dbali na kvalitu sjednávaných úvěrových produktů a aby investoři znali přebíraná úvěrová rizika spojená se sekuritizací.

Záměrem nové právní úpravy je tak především dosáhnout sladění zájmů emitentů se zájmy investorů a ozdravit tak trh sekuritizace jako zdroje refinancování půjček finančního sektoru reálné ekonomice a předejít excesům, které se projevíly např. v rámci ekonomické krize v roce 2008.

3.1.2.3 Nástroje nové úpravy pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD)

Právní úprava čl. 122a je založena při zjednodušení na třech základních principech (pilířích): (i) bankovní investoři musí dodržovat určitý soubor opatření hloubkové kontroly, přičemž plnění tohoto souboru opatření bude kontrolováno ze strany orgánů dohledu (mezi tato opatření patří povinnost investora provést stresové testování kupovaných cenných papírů a přezkoumat podkladové portfolio cenných papírů, (ii) pokud je původcem banka (úvěrová instituce), potom musí zajistit, aby investoři měli k dispozici veškeré potřebné informace pro provedení hloubkové kontroly a (iii) úvěrové instituce mohou nabývat úvěrové riziko jen u sekuritizací, u nichž jim původce sdělí, že si ponechává ekonomický podíl v sekuritizacích.

CRD se tak zjevně snaží dosáhnout ochrany úvěrových institucí jako investorů, a to vedle zvýšení transparentnosti těchto transakcí zejména propojením zájmů původců a investorů na základě požadavku, aby si původci ponechali expozici v sekuritizaci (tzv. *retention requirement* – požadavek na ponechání podílu, dále rovněž jako „**Požadavek na ponechání podílu**“) a byli tak motivováni být náležitými původci půjček. Uplatnění Požadavku na ponechání podílu by mělo zmírnit systém *originate to distribute*, kdy původci úvěrů je pouze přesouvají na jiné subjekty a nejsou tudíž motivováni zabývat se důsledně podmínkami pro poskytování těchto úvěrů a omezovat riziko s těmito úvěry spojené.

3.1.3 Transpozice pravidel pro převod rizik (čl. 122a CRD) do českého právního řádu

Požadavky stanovené v čl. 1 bod 30 směrnice 2009/111/ES, kterým se do směrnice CRD vkládá nový článek 122a stanovující Požadavek na ponechání podílu, byly do českého právního řádu transponovány zákonem č. 41/2011 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti se stanovením kapitálových požadavků a postupů dohledu nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy a obchodníky s cennými papíry a dále novelou vyhlášky POP, provedenou vyhláškou ČNB č. 89/2011 Sb. Osobě, která je bankou nebo družstevní záložnou se nově stanoví povinnost dodržovat zvláštní pravidla pro převod rizik při obchodních aktivitách se sekuritizovanými expozicemi.

Důvodová zpráva k vyhlášce ČNB č. 89/2011 Sb., stanoví, že: „*Neméně důležitou změnou je stanovení pravidel pro sekuritizaci. Sekuritizace spočívající v převodu úvěrového rizika na jiný subjekt (transformaci pohledávek na cenné papíry) se stala jednou z hlavních příčin rozšíření finanční krize po celém světě. Umožňovala úvěrovým institucím prostřednictvím prodeje cenných papírů vyvážet riziková aktiva mimo své rozvahy, a dosáhnout tak snížení kapitálových požadavků pro krytí rizik spojených s těmito aktivy. Riziko se tak přeneslo do rozvah finančních institucí po celém světě napříč všemi sektory finančního trhu. V důsledku následného poklesu kvality úvěrového portfolia a přecenění rizika dramaticky poklesla hodnota cenných papírů s vazbou na problematická aktiva. Ztráty finančních institucí plynoucí z vysokých expozic vůči těmto aktivům ohrozily samotné fungování finančního systému a vyvolaly tak potřebu přísnější regulace a stanovení pravidel pro sekuritizaci aktiv a investování do nich za účelem zvýšení bezpečnosti finančního sektoru.*“

V návaznosti na nový čl. 122a CRD, je v § 12a odst. 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách (dále jen „**BankZ**“) uložena bankám nová povinnost dodržovat pravidla pro převod rizik. Jedná se o kvantitativní a kvalitativní požadavky uložené bankám v Evropské unii, které se účastní sekuritizace jako původce, sponzor, resp. původní věřitel sekuritizovaných expozic nebo investor

do těchto expozic. Ustanovení § 38j odst. 1 nová ustanovení písm. g) a h) BankZ transponuje čl. 122a odst. 9 CRD, který ukládá příslušným orgánům dohledu, aby zveřejnily přístupy a metody, jež používají při výkonu dohledu, jakož i roční zprávy o výsledcích výkonu dohledu v oblasti sekuritizace. Stejnou úpravu obsahuje zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech dále jen „**SpořÚvDZ**“).

Podrobnější úpravu k § 12a odst. 1 BankZ (a § 8 odst. 2 SpořÚvDZ) ohledně pravidel pro převod rizik obsahuje v části pátá, hlava druhá, § 189b až § 189e vyhlášky POP nazvaná „Pravidla pro převod rizik“.

Implementace a vynucování pravidel pro převod rizik náleží ČNB. Dle úředního sdělení ČNB ze dne 5. dubna 2011 k pravidlům obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, pravidla pro převod rizik při obchodních aktivitách se sekuritizovanými expozicemi³⁵, jsou povinné osoby, tj. banky a družstevní záložny, při obchodních aktivitách se sekuritizovanými expozicemi povinny řídit se doporučeními vydanými evropským Výborem orgánů bankovního dohledu (CEBS)³⁶ k výkladu čl. 122a CRD (dále rovněž pouze jako „**Doporučení CEBS**“), přičemž ČNB bude z těchto doporučení vycházet při výkonu dohledu.

S ohledem na výše uvedené považuji pro výklad ustanovení § 189b až § 189e vyhlášky POP za podstatná zejména: (i) východiska nové evropské legislativy stanovené v čl. 122a CRD, uvedená zejména v recitálech č. 24-27 směrnice 2009/111/ES, (ii) znění samotná § 189b až § 189e vyhlášky POP a (iii) výklad v Doporučeních CEBS a navazující diskuse k těmto doporučením v řadách odborné veřejnosti.

Tento systematický výklad je o to důležitější, že transpozice čl. 122a CRD do českého právního řádu proběhla vložením § 189b až § 189e do vyhlášky POP, přičemž z těchto ustanovení není dle mého názoru jasný kontext právní úpravy, rozsah transakcí, na které se tato pravidla uplatní a v řadě případů ani přesný okruh povinností úvěrových institucí (bank a družstevních záložen), které přijímají určitou roli v rámci sekuritizační transakce.

Vymezení transakcí, na které se uplatní právní úprava sekuritizace je uvedeno v bodě 3.2.1 níže. Povinnosti úvěrových institucí v rámci jednotlivých kroků procesu sekuritizace jsou vymezeny v bodech 4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 4.5 a 4.6 níže.

³⁵ Bod 6 úředního sdělení ČNB 3/2011/2.

³⁶ Od 1.1.2011 nahrazen Evropským bankovním úřadem (EBA).

Ohledně časové působnosti právní úpravy pravidel pro převod rizik v českém právu platí dle přechodných ustanovení vyhlášky č. 89/2011 Sb., že ustanovení § 189b až 189e POP se vztahují na sekuritizace, které se uskuteční ode dne nabytí účinnosti této vyhlášky (tj. od 1.4.2011). Od 1.1.2015 se potom úprava ustanovení § 189b až 189e POP vztahuje i na sekuritizace, které se uskutečnily přede dnem nabytí účinnosti této vyhlášky (tj. do 31.3.2011), pokud ode dne nabytí účinnosti této vyhlášky dojde u těchto sekuritizací k doplnění podkladových expozic nebo k jejich nahrazení novými podkladovými expozicemi.

Považuji rovněž za významné, že dle čl. 122a odst. 8 mohou orgány dohledu dočasně pozastavit aplikaci požadavků čl. 122a odst. 1 a 2 směrnice (tj. ustanovení § 189b a § 189c odst. 1 a 2 POP) v obdobích, kdy na trhu je obecně nedostatek likvidity.

V souladu s výše uvedenými přechodnými ustanoveními shrnuji za účelem přehlednosti časovou působnost pravidel pro převod rizik následovně:

- (i) Sekuritizace, které existovaly před 1.4.2011 (v souladu s výkladem v Doporučeních CEBS odkazu na uskutečněné sekuritizace rozumím tak, že k určitému datu existuje sekuritizační program nebo schéma, tudíž není relevantní, zda k takovému datu existují konkrétní závazky takového sekuritizačního programu), u kterých nedojde k doplnění podkladových expozic nebo k jejich nahrazení novými podkladovými expozicemi, nespádají pod úpravu § 189b až 189e POP;
- (ii) Sekuritizace, které existovaly před 1.4.2011, u kterých došlo nebo dojde k doplnění podkladových expozic nebo k jejich nahrazení novými podkladovými expozicemi pouze do 31.12.2014, nespádají pod úpravu § 189b až 189e POP;
- (iii) Sekuritizace, které existovaly před 1.4.2011, u kterých dojde k doplnění podkladových expozic nebo k jejich nahrazení novými podkladovými expozicemi kdykoli od 1.1.2015, spadá pod úpravu § 189b až 189e POP, pokud takové podkladové expozice byly poprvé doplněny nebo nahrazeny nejdříve 1.1.2015;
- (iv) Sekuritizace, které existují k 1.4.2011 nebo po tomto datu, budou všechny předmětem právní úpravy § 189b až § 189e POP.

Za změnu sekuritizace (tj. doplnění nebo náhrada podkladových expozic) v souladu s výkladem v Doporučeních CEBS považuji změnu v aktivech a nikoli v závazcích sekuritizace. Úprava přitom nestanoví žádný limit pro nutný počet nových podkladových expozic, aplikace úpravy proto nastane při jakékoli změně v podkladových expozicích (nové podkladové expozice nebo nahrazení podkladových expozic) po 1.1.2015.

Pojem doplnění nebo náhrady podkladových expozic je přitom nutno vykládat tak, že nezahrnuje zejména následující situace:

- (i) Nedošlo ke změně v osobě oprávněného (věřitele) v rámci sekuritizované podkladové expozice (jako příklad lze uvést situaci, kdy hypoteční dlužník přejde k jinému úvěrovému produktu);
- (ii) U oprávněného dojde ke změně právní nebo vlastnické struktury (např. osoba oprávněného se účastní fúze nebo jiné přeměny, nebo změny právní formy společnosti);
- (iii) Dojde k nahrazení jedné expozice za jinou expozici za předem stanovených původních smluvních podmínek sekuritizace (např. v důsledku porušení prohlášení a záruk (*representations and warranties*) učiněných původcem nebo původním věřitelem při převodu úvěrů do sekuritizace);
- (iv) Dojde ke zpětné koupi expozice za smluvně předem stanovených smluvních podmínek (např. v důsledku porušení prohlášení a záruk učiněných při převodu úvěrů do sekuritizace);
- (v) Dojde k prodloužení splatnosti stávající expozice, aniž by taková expozice byla nahrazena novou expozicí.

3.1.4 Pravidla kapitálové přiměřenosti

Pravidla kapitálové přiměřenosti se uplatní pro úvěrové instituce, jakož i pro obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele. Právní úprava kapitálové přiměřenosti vychází rovněž ze směrnic CRD, je však rovněž sjednocena na mezinárodní úrovni, a to prostřednictvím dohod Basilejského výboru pro bankovní dohled, kdy poslední dohodou, která byla implementována do evropského a dále do českého práva je dohoda Basel II.³⁷ Připravovaná úprava CRD IV potom zohledňuje dohodu Basel III.

V případě kapitálových požadavků spojených se sekuritizovanými pozicemi jsou kladeny požadavky kapitálové přiměřenosti na původce sekuritizovaných expozic, u nichž jsou stanovena pravidla, za nichž původci mohou vyjmout sekuritizované expozice pro účely výpočtu kapitálového požadavku, jakož i na investory do sekuritizovaných pozic, u nichž jsou stanoveny hodnoty a rizikové váhy sekuritizovaných pozic pro účely výpočtu kapitálových požadavků.

³⁷ Basel II.5 je dokument o vylepšení Basel II (*Enhancements to the Basel II framework*) ze dne 13.7.2009, rovněž označovaný za Basel II.5, který obsahuje převážně změny v úpravě investičního a obchodního portfolia.

V podrobnostech je otázka kapitálové přiměřenosti ve spojení se sekuritizací řešena v oddílu 1 níže.

3.2 ROZSAH PŮSOBNOSTI PRÁVNÍ ÚPRAVY SEKURITIZACE V ČESKÉ REPUBLICCE

Jak je uvedeno výše, česká právní úprava neobsahuje speciální úpravu celého procesu sekuritizace, nýbrž pouze specifickou veřejnoprávní úpravu určitých otázek se sekuritizací souvisejících, a to pravidel pro převod rizik a kapitálové přiměřenosti, která se v plném rozsahu uplatní pouze v případě, že jako subjekty s určitou rolí v sekuritizaci vystupují úvěrové instituce (popř. obchodníci s cennými papíry nebo investiční zprostředkovatelé), přičemž tato právní úprava bude v budoucnu nahrazena přímo účinným evropským předpisem v rámci nařízení CRD IV.

Výklad právní úpravy zaměřené na jednotlivé kroky sekuritizační transakce, který je uveden níže, vychází z předpokladu plné aplikace všech předpisů, tj. za podmínky, že se daného kroku účastní úvěrová instituce v dané roli, a dále specifikuje případné odlišnosti pro ostatní subjekty, resp. jiné role úvěrové instituce.

Společnou otázkou pro vymezení rozsahu působnosti veřejnoprávní úpravy je vymezení pojmu sekuritizace ve smyslu CRD a POP, tj. vymezení transakcí, na které se daná úprava aplikuje.

3.2.1 Vymezení pojmu sekuritizace pro účely aplikace veřejnoprávní úpravy

Sekuritizace je definována v ustanovení § 2 odst. 4 písm. i) POP jako transakce nebo systém transakcí, na jejichž základě je úvěrové riziko spojené s jednou či více expozicemi rozloženo do jednotlivých tranší s tím, že finanční toky této transakce či schématu transakcí závisejí na kvalitě podkladových expozic a podřízenost tranší určuje rozložení ztrát po dobu platnosti transakcí či schématu transakcí. Uvedená definice vychází z čl. 4 odst. 36 směrnice CRD.

Při výkladu tohoto pojmu je třeba vycházím zejména ze zásad nové evropské legislativy upravující pravidla pro převod rizik prostřednictvím sekuritizačních transakcí, která jsou uvedena v recitálech č. 24 až 27 směrnice 2009/111/ES, a která se uplatní na aktuální výklad CRD.

Na základě recitálu č. 24 považuji za hlavní zásadu nové právní úpravy aplikaci pravidel pro převod rizik na veškeré sekuritizace, které splňují ekonomickou podstatu sekuritizace dle směrnice CRD, přičemž sekuritizace by neměla být strukturována způsobem, který by umožnil vyhnout se zejména Požadavku na ponechání podílu, např. prostřednictvím struktury poplatků či premií nebo

obojího. Toto ponechání expozice původce (nebo sponzora) vůči riziku by mělo pomoci zajistit sladění zájmů původců a investorů. Dále je stanoven požadavek, aby investoři investovali do produktů sekuritizace až po provedení hloubkové kontroly za předpokladu, že budou mít k dispozici přiměřené informace o sekuritizaci. **Z formulace recitálu č. 24 dovozují mimo jiné, že je odpovědností investora, aby požadoval splnění Požadavku na ponechání podílů původcem u všech transakcí, do kterých chce investovat a které zároveň naplňují ekonomickou podstatu sekuritizace.** Z recitálu č. 25 přitom plyne, že příslušné orgány (ČNB) by měly uplatňovat rizikovou váhu, pokud jde o nesplnění povinnosti provádět hloubkovou kontrolu a řídit rizika, pokud jde o sekuritizaci v případě závažnějších porušení politik a postupů, které jsou relevantní pro analýzu podkladových rizik.

Na základě recitálu č. 25 potom dovozují určité výjimky z aplikace pravidel pro převod rizik. Předně by se požadavek na ponechání expozice neměl uplatňovat vícenásobně. U sekuritizace postačuje, aby se požadavek vztahoval pouze na původce, sponzora nebo původního věřitele (dále společně rovněž pouze jako „původce“). Pokud sekuritizace obsahuje jiné sekuritizace jako podkladové transakce, uplatní se požadavek pouze na sekuritizaci, která je předmětem investice. Recitál dále uvádí výjimku z uplatnění požadavku na ponechání expozice v tom smyslu, že požadavek by se neměl vztahovat na nakoupené pohledávky vzniklé z činnosti podniku, které jsou převedeny nebo prodány za sníženou cenu (*at a discount*) za účelem financování této činnosti.

Výjimka pro aplikaci požadavku stanovená v recitálu č. 25 ohledně transakcí spočívajících v nákupu pohledávek vzniklých z činnosti podniku, které jsou prodány za účelem financování této činnosti, musí být dle Doporučení CEBS vykládána velmi úzce pro velmi specifické druhy činností (např. faktoring) a nikoli široce na transakce, které spadají pod definici sekuritizace. Nejde tedy o výjimku pro všechny programy komerčních papírů zajištěných aktivy (*asset-backed commercial paper programmes*)³⁸.

Tyto principy lze zobecnit následujícím způsobem:

- (i) Bez ohledu na právní strukturu konkrétní transakce se Požadavek na ponechání podílu uplatní na veškeré transakce, které splňují ekonomickou podstatu sekuritizace ve smyslu ustanovení čl. 4 odst. 36 směrnice CRD;

³⁸ V souladu se směrnicí 2006/48/ES bodem 1 přílohy č. IX se programem komerčních papírů zajištěných aktivy (programem ABCP) rozumí sekuritizační program, ve kterém vydané cenné papíry mají převážně formu komerčních papírů (commercial papers) s původní splatností maximálně jeden rok.

- (ii) V případě transakcí, které naplňují ekonomickou podstatu sekuritizace, musí úvěrové instituce dbát na to, aby byl splněn účel právní úpravy § 189b až § 189e POP, tj. aby byl odstraněn nesoulad mezi zájmy investorů a původců;
- (iii) Pro účely posouzení, zda Požadavek na ponechání podílu byl splněn, musí úvěrové instituce posoudit, zda transakce není strukturována tak, aby došlo k vyloučení nebo omezení splnění Požadavku na ponechání podílu, zejména prostřednictvím struktury poplatků, prémie nebo jiného způsobu oddělení zisku.

Recitál č. 26 reaguje na diskusi ohledně efektivity stanovené výše požadavku na ponechání expozice (5%) tím, že Komise by před koncem roku 2009 měla po konzultaci s Evropským výborem orgánů bankovního dohledu rozhodnout, zda je nezbytné předložit návrh na zvýšení požadavků na ponechání expozice a zda metody výpočtu požadavku splňují cíl zajištění sladění zájmů původců a investorů. Komise důvody pro změnu výše požadavku neshledala³⁹.

Recitál č. 27 se týká povinnosti provádět hloubkovou kontrolu za účelem řádného posouzení rizik vznikajících ze sekuritizačních expozic u obchodního i neobchodního (investičního) portfolia, přičemž stanoví, že povinnost provádět hloubkovou kontrolu by měla být přiměřená a podstatné informace týkající se postupů hloubkové kontroly by měly být zveřejněny.

Recitály č. 24 až 27 směrnice 2009/111/ES tak stanoví základní klíčové principy, které musí úvěrové instituce zohlednit při posouzení splnění požadavků čl. 122a směrnice CRD, resp. § 189b až § 189e POP.

3.2.2 Role úvěrových institucí v sekuritizační transakci

Právní úprava pravidel pro převod rizik se na úvěrové instituce aplikuje v závislosti na tom, jakou roli v rámci sekuritizační transakce zastávají, přičemž mohou vystupovat jako původci nebo sponzoři (příp. původní věřitelé), jako osoby nabývající riziko vůči sekuritizaci nebo jako investoři do sekuritizace. Blíže jsou tyto pojmy vysvětleny níže u jednotlivých kroků sekuritizačního procesu. Povinnosti úvěrových institucí u jednotlivých kroků sekuritizační transakce z hlediska pravidel pro převod rizik jsou rovněž názorně uvedena v tabulce, která tvoří přílohu č. 1 této disertační práce.

³⁹ Viz zpráva Komise pro Radu a Evropský parlament: očekávaný dopad čl. 122a směrnice 2006/48/EC (COM(2010)262), 28.5.2010.

4 PRÁVNÍ ÚPRAVA JEDNOTLIVÝCH KROKŮ SEKURITIZAČNÍCH TRANSAKČÍ V ČR

4.1 SHROMÁŽDĚNÍ PODKLADOVÝCH AKTIV JEJICH DRŽITELEM (PŮVODCEM)

Shromáždění (tedy mnohost) podkladových aktiv nepovažují s ohledem na znění definice sekuritizace v § 2 odst. 4 písm. i) POP za nezbytnou náležitost procesu sekuritizace, neboť v souladu s touto definicí se o sekuritizaci jedná i při převodu úvěrového rizika ohledně jedné expozice (tj. aktiva nebo podrozvahové položky). Mnohost aktiv a jejich shromáždění však přesto bude u většiny sekuritizací typickým znakem, protože se mu podrobněji věnuji i v této práci.

Aktiva vhodná k sekuritizaci může shromáždit každá právnická nebo fyzická osoba. Pokud hodlá taková aktiva shromáždit úvěrová instituce (banka nebo družstevní záložna, dále rovněž pouze banka), potom musí postupovat kvalifikovaným způsobem již při vzniku těchto podkladových aktiv.

Za vlastností podkladových aktiv, které usnadňují sekuritizační proces a tedy i ovlivňují úspěch sekuritizace považují zejména: homogenitu aktiv (např. jako hypoteční úvěry, úvěry z kreditních karet či úvěrů na pořízení automobilů), předpověditelnost budoucích peněžních toků (vhodné jsou zejména úroky s pevnými splátkami bez možností předčasných splátek), historii nízkého úvěrového selhání a nízké úrovně ztrát (pokud existuje příznivá historie ohledně obdobných aktiv), demografickou a geografickou různorodost dlužníků (čímž se snižují rizika plynoucí z regionálních ekonomických poklesů, klimatických změn, přírodních katastrof) a vysokou likvidační hodnotu (např. u MBS historicky likvidace prodejem nemovitostí (toto pravidlo však již zcela neplatí s ohledem na světovou finanční krizi od roku 2008).

Naopak za vlastnosti podkladových aktiv, které sekuritizaci brání nebo ji ztěžují, a tudíž vytváří potřebu vyššího úvěrového posílení, považují zejména: menší homogenitu aktiv (např. podnikatelské hypoteční úvěry a běžné podnikatelské úvěry), malý počet aktiv v portfoliu a vysoký podíl velkých aktiv (čímž se koncentruje riziko pro investory), nedostatek standardní dokumentace (což souvisí s menší předvídatelností a tudíž větším rizikem pro investory), malou frekvenci plateb, možnost dlužníků modifikovat platební toky (což přispívá k větší nejistotě ohledně budoucích peněžních toků) a nedostatek historických údajů o ztrátách a selháních.

V případě sekuritizační transakce může být buď jeden, nebo i více původců. Původcem se ve smyslu POP (§ 2 odst. 4 písm. g) POP rozumí osoba, která se podílela, sama nebo jednáním ve

shodě⁴⁰, přímo nebo nepřímo, na vzniku smluvního závazku nebo budoucího závazku jiné osoby vztahujícímu se k sekuritizovaným expozicím nebo nabyta od jiné osoby expozice s úvěrovým rizikem s cílem provedení jejich sekuritizace.

Jak uvedeno výše, jedním z cílů právní úpravy pravidel pro převod rizik je zajistit, aby úvěrové instituce (banky a družstevní záložny), které vystupují jako původci nebo sponzoři sekuritizace, postupovaly obezřetně při upisování podkladových úvěrů. Tento požadavek byl zaveden v novém čl. 122a odst. 6 CRD a do českého práva transponován v rámci ustanovení § 189e odst. 1 a 2 POP.

Dle § 189e odst. 1 POP povinná osoba (banka nebo družstevní záložna, dále rovněž pouze jako banka), která je sponzorem nebo původcem, uplatňuje na expozici určenou k sekuritizaci pravidla pro poskytování úvěrů podle přílohy č. 1 části 1 písm. A bodu I. POP (příloha č. V bod 3 směrnice CRD) tak, jako kdyby se jednalo o expozici určenou k zařazení do vlastního obchodního nebo investičního portfolia. Banka musí uplatnit stejné postupy pro schvalování a tam, kde je to relevantní, rovněž pro doplnění obnovení a refinancování úvěru. Banka musí dále uplatnit stejné standardy pro rozbor účastí nebo úpisů v sekuritizačních emisích nabytých od jiné osoby bez ohledu na to, zda tyto účasti nebo úpisy zařadí do obchodního nebo investičního portfolia.

Pokud banka nesplní požadavky dle § 189e odst. 1 POP, potom nemůže postupovat dle § 109 odst. 1 a 110 odst. 1 POP (čl. 95 odst. 1 směrnice) a nemůže vyloučit sekuritizované expozice pro účely stanovení kapitálového požadavku.

Jak uvedeno výše, ustanovení § 189e odst. 1 a 2 POP transponuje do českého právního řádu ustanovení čl. 122a odst. 6 směrnice CRD, které po bance (úvěrové instituci) požaduje, aby expozice určené pro sekuritizaci posuzovala dle stejných pravidel jako expozice určené k zařazení do jejího portfolia. **Oproti § 189e odst. 1 POP však čl. 122a odst. 6 směrnice požaduje rovněž, aby se jednalo o pravidla správná a dobře definovaná.**

Za zásadní otázku v tomto ohledu považuji posouzení, co se rozumí pod pojmem „stejná pravidla posouzení“, přičemž vycházím z účelu právní úpravy.

Účel požadavku, aby sekuritizované i nesekuritizované expozice byly posouzeny dle stejných správných a dobře definovaných kritérií hodnocení při poskytování úvěrů, spatřuji v zajištění, aby expozice určené k sekuritizaci nevznikaly za méně přísných podmínek, nebude tedy dle mého názoru nutné sjednocení pravidel posuzování nad míru nezbytnou pro

⁴⁰ Jednání ve shodě vymezuje ustanovení § 66b zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

dosažení tohoto účelu. Tento závěr potvrzuje i výklad v Doporučeních CEBS, dle kterého účelem není sjednotit standardy poskytování úvěrů nad nezbytnou míru, tedy např. není nutné, aby u sekuritizovaných a nesekuritizovaných expozic byly shodné skupiny dlužníků nebo úvěrových produktů, je však nutné, aby se uplatnily shodné podmínky pro prodloužení úvěrů u sekuritizovaných i nesekuritizovaných expozic. V případě, že Požadavek na ponechání čistého ekonomického podílu je plněn způsobem dle čl. 189b odst. 2 písm. c) POP, tj. ponecháním náhodně vybraných expozic původcem (viz v podrobnostech níže), je však nutno rovněž posoudit, zda není obcházen požadavek na náhodný výběr ponechaných expozic.

Výklad v Doporučeních CEBS uvádí, že úvěrová instituce (banka) může poskytnout úvěr dlužníkům prostřednictvím řady různých dceřiných nebo spřízněných společností. Za těchto okolností nebude nutné, aby kritéria poskytování úvěrů byla identická pro všechny takové spřízněné společnosti, místo toho se očekává, že u každé spřízněné společnosti budou aplikována stejná kritéria pro úvěrové hodnocení jak pro sekuritizované tak nesekuritizované expozice, a že tato kritéria budou správná a dobře definovaná.

Ačkoli sekuritizovaným expozicím by měla být zajištěna shodná správná a dobře definovaná kritéria úvěrového hodnocení, toto nutně neznamená, že by tato kritéria musela být shodná ve všech ohledech. Může se jednat např. o aspekty převodu úvěrů v rámci sekuritizace, které nebudou naopak relevantní pro ponechání těchto úvěrů v rozvaze věřitele.

Ačkoli banka by měla uplatnit shodná správná a dobře definovaná kritéria na sekuritizované i nesekuritizované expozice, v případech, kdy se sekuritizované expozice skládají z expozic, které úvěrově hodnotil (a úvěr poskytl) odlišný (nespřízněný subjekt), potom hodnocení za aplikace shodných správných a dobře definovaných kritérií může být uskutečněno i s menším množstvím informací, než které by banka měla k dispozici, pokud by sama poskytla předmětné úvěry. **Nicméně se domnívám, že banka se nemůže zcela zprostit své povinnosti provést řádnou hloubkovou kontrolu a měla by tak i v tomto případě vyvinout úsilí k získání nezbytných informací umožňujících provedení řádné hloubkové kontroly na expozice určené k sekuritizaci, a to i s ohledem na skutečnost, že banka je povinna informovat investory o podstatných údajích ohledně kvality a výkonnosti podkladových expozic (§ 189e odst. 3 POP a čl. 122a odst. 7 CRD).**

Pokud banka neposkytuje určitý typ úvěrů (nenabízí produkty), které budou sekuritizovány (může se např. jednat o situaci, kdy banka vystupuje jako původce nebo sponzor sekuritizace pohledávek

z leasingu na automobily, ačkoli takový typ produktů sama nenabízí a neposkytuje), potom není možné, aby na takové expozice aplikovala shodná pravidla pro úvěrové hodnocení jako na expozice ponechané v jejím portfoliu. Nicméně, za takových okolností banka jedná jako původce nebo sponzor takové sekuritizace musí být schopna posoudit a skutečně provést posouzení toho, zda kritéria pro hodnocení expozic určených k sekuritizaci jsou správná a dobře definovaná, a to bez odkazu na určitá vlastní kritéria úvěrových hodnocení.

V případě některých typů sekuritizací (jako např. ABCP conduit) se připouští, aby banka, která jedná jako sponzor nebo původce, neprováděla úvěrové schvalování ohledně expozic, které budou prodány v rámci sekuritizace (toto schvalování je prováděno typicky původci nebo původními věřiteli podkladových expozic). Od bank se v tomto případě rovněž nevyžaduje, aby takové expozice podrobily vlastním procesům úvěrového hodnocení. Nicméně, požadavky § 189e odst. 1 POP (čl. 122a odst. 6 směrnice CRD) v širším smyslu, tj. aby byla použita správná a dobře definovaná kritéria, a to shodně na sekuritizované i nesekuritizované expozice, se uplatní i v tomto případě.

Ustanovení § 189e odst. 1 POP dále vyžaduje, aby banka uplatnila stejné standardy pro rozbor účastí nebo úpisů v sekuritizačních emisích nabytých od jiné osoby, bez ohledu na to, zda jsou tyto účasti vedeny v jejím obchodním nebo investičním portfoliu. Pokud je banka součástí skupiny upisující sekuritizační emisi (např. v případě, že taková sekuritizace je zajištěna pohledávkami koupenými od třetí osoby), potom banka musí aplikovat stejné standardy hodnocení bez ohledu na skutečnost, že sekuritizace byla nakoupena od třetí osoby a bez ohledu na to, zda takové sekuritizace jsou vedeny v obchodním nebo investičním portfoliu.

Shodná právní úprava je obsažena v rámci připravovaného nařízení CRD IV⁴¹.

Úpravu § 189e odst. 1 POP (čl. 122a odst. 6 CRD) hodnotím pozitivně z toho důvodu, že se jedná o povinnost stanovenou přímo vůči původci, tj. osobě, která nejlépe disponuje s informacemi a podklady ohledně podkladových expozic (např. poskytovaných úvěrů), resp. osobě, která může

⁴¹ Návrh nového nařízení uvádí v čl. 397 nazvaného Kritéria pro poskytování úvěrů: „Instituce, které jsou sponzory a původci, použijí též správná a dobře definovaná kritéria pro udělování úvěrů v souladu s požadavky článku 77 směrnice [vloží OP] na expozice, které mají být sekuritizovány, jako na expozice, které mají být drženy v jejich portfoliu. Za tímto účelem instituce, které jsou původci a sponzory, použijí stejné postupy pro schvalování a případně změnu, obnovení a refinancování úvěrů. Úvěrové instituce rovněž použijí stejné normy analýzy na účasti nebo úpisy u emisí sekuritizací nakupovaných od třetích stran, ať už takové účasti nebo úpisy mají být drženy v jejich obchodním portfoliu, nebo v jejich investičním portfoliu. V případě, že požadavky uvedené v prvním pododstavci tohoto článku nejsou splněny, instituce, která je původcem, nepoužije čl. 240 odst. 1 a nesmí jí být povoleno vyloučit sekuritizované expozice z výpočtu kapitálových požadavků podle tohoto nařízení.“

úpravou svých vnitřních politik dosáhnout toho, aby potřebnými informacemi disponovala, přičemž pozornost bude nutné věnovat zejména případným nabýváním expozic od třetích osob. **Za určitý nedostatek právní úpravy vnímám použití blíže nespecifikovaného pojmu „správná a dobře definovaná“ pravidla posuzování expozic. Pravděpodobně se zde nechává určitý prostor bankám, tento prostor je však dle mého názoru fakticky limitován informační povinností banky vůči investorům ohledně podstatných údajů o kvalitě a výkonnosti podkladových expozic (§ 189e odst. 3 POP a čl. 122a odst. 7 CRD), která vymezuje rozsah údajů, které banka ohledně podkladových expozic musí zjistit. Považovala bych tudíž za vhodné obě úpravy propojit, kdy požadavky (§ 189e odst. 3 POP a čl. 122a odst. 7 CRD) by představovaly součást údajů nutných pro správná a dobře definovaná kritéria posouzení.**

4.2 VYTVOŘENÍ JEDNOTKY PRO SPECIÁLNÍ ÚČEL (SPV)

Institut jednotky pro speciální účel (rovněž *special purpose vehicle*, SPV) považuji za stěžejní pro účely realizace sekuritizační transakce, neboť je to právě SPV, které provádí sekuritizaci ve vlastním slova smyslu, tj. převádí aktiva na cenné papíry zajištěné aktivy a tyto prodává investorům.

Vzhledem k tomu, že česká právní úprava neobsahuje speciální komplexní úpravu sekuritizace, neupravuje podrobně ani speciální jednotky (společnosti), které by byly zřízeny pro účely sekuritizace, tj. neupravuje povinnosti takové jednotky, nutná povolení k její činnosti ani konkrétní požadovanou právní formu.

Vymezení jednotky pro speciální účel je obsaženo v ustanovení § 2 odst. 2 písm. b) POP, které ji definuje jako osobu, která není institucí, je zřízena za účelem provádění sekuritizace či sekuritizací, její činnost je omezena na úkony, které jsou nezbytné k dosažení uvedeného cíle, a její právní forma a organizační uspořádání zajišťují naprosté oddělení jednotky a úvěrového rizika původce.

Tato definice je transpozicí evropské úpravy CRD, kterou považuji za minimalistickou, tj. obsahující jen základní znaky bez sjednocení právní úpravy jednotek pro speciální účel ve všech ohledech (právní forma apod.). Důvodem je dle mého skutečnost, že v rámci jednotlivých evropských zemí existují různé právní úpravy a praxe ohledně jednotek pro speciální účel (v části zemí je uznáván koncept trustu, případně přijímány speciální zákony zavádějící koncept trustu, např. Francie, v části jsou využívány obchodní společnosti se smluvním zajištěním, např. Německo). V praxi jsou na jednotku pro speciální účel kladeny další požadavky, zejména odolnost vůči úpadku a oddělení aktiv od nároků věřitelů jednotky.

V České republice právní úprava i praxe chybí, což považuji za problematické z hlediska případného založení jednotky pro speciální účel dle českého práva. **Za základní otázku považuji, zda by dle českého práva bylo možné zřídit právnickou osobu, která by splňovala vlastnosti jednotky pro speciální účel, a to jak vlastnosti stanovené evropskou úpravou (a transponované do § 2 odst. 2 písm. b) POP), tak vlastnosti standardně požadované v sekuritizační praxi.**

Za základní vlastnosti jednotky pro speciální účel považuji zejména:

- (i) Omezení činnosti na úkony, které jsou nezbytné k provedení sekuritizace (vyplývá z evropské úpravy a úpravy POP);
- (ii) Právní forma a organizační uspořádání zajišťují naprosté oddělení jednotky a úvěrového rizika původce (vyplývá z evropské úpravy a úpravy POP);
- (iii) Odolnost vůči úpadku původce a vůči úpadku obecně;
- (iv) Odolnost aktiv převedených na jednotku pro speciální účel vůči nárokům věřitelů jednotky.

Jednotlivé uvedené požadavky na vlastnosti jednotky se do určité míry prolínají. Tak např. odolnost vůči úpadku jednotky bývá zajišťována mimo jiné tím, že jednotka vykonává pouze činnosti spojené se sekuritizací a nemá jiné závazky. Odolnost vůči úpadku původce může být zajištěna mimo jiné oddělením od úvěrového rizika původce.

Ad (i) Omezení činnosti na úkony, které jsou nezbytné k provedení sekuritizace

Jednotka pro speciální účel bude typicky nakupovat aktiva (standardně pohledávky) od původce, tyto bude spravovat (byť správa pohledávek může být zajištěna rovněž původcem, popř. i třetí osobou), a následně emituje cenné papíry zajištěné podkladovými cennými papíry a obsahující další zajištění. Ke své činnosti tak bude nutně potřebovat povolení ČNB k hlavní investiční službě umístování investičních nástrojů (tj. investičních cenných papírů dle § 3 odst. 2 písm. b) ZPKT) bez závazku jejich upsání, popř. dle struktury transakce i k dalším investičním službám dle § 4 odst. 2 ZPKT.

Ad (ii) První forma a organizační uspořádání, která zajišťují naprosté oddělení jednotky a úvěrového rizika původce

Oddělení od úvěrového rizika původce má pravděpodobně zajistit odolnost jednotky od úpadku původce, z terminologie to však jasně neplyne a považovala bych za vhodné terminologii upřesnit.

Odolnost vůči úpadku původce (ad (iii)) znamená, že v případě úpadku původce, nemohou být aktiva převedená původcem na jednotku pro speciální účel zahrnuta správcem do majetkové podstaty původce.

V případě amerických sekuritizací je odolnost vůči úpadku původce vyjadřována rovněž tak, že se jedná o skutečný převod (*true sale*) na jednotku pro speciální účel, kdy přistupuje možnost vynětí sekuritizovaných aktiv z rozvahy původce, přičemž podmínkou je mimo jiné právě doložení skutečného převodu aktiv na jednotku pro speciální účel. Skutečný převod se dokládá právními stanovisky (*true sale/bankruptcy remoteness legal opinions*). Možnost vynětí aktiv převedených na jednotku se speciálním účelem z rozvahy původce dle amerických účetních standardů se však v poslední době rovněž vyvíjela a zpříšňovala. Nyní podle standardu FAS 166 (ASC 860) pravidel GAAP 2011, který upravuje postup v případě převodu finančních aktiv na jednotku pro speciální účel, je rozhodující, zda si původce nadále ponechává vliv nad převedenými aktivy (potom se jedná pouze o zajištěné financování a původce nemůže vyjmout aktiva z rozvahy), nebo zda kontrolu nad aktivy nabývá zcela jednotka pro speciální účel (potom se jedná o prodej a původce může aktiva vyjmout z rozvahy)⁴². Vzhledem k tomu, že dle nové právní úpravy Dodd-Frank Act (v podrobnostech níže) si původce musí ponechat určitý podíl v sekuritizační transakci, zvýší se opět pravděpodobnost, že původce si ponechá efektivní kontrolu aktiv ve smyslu FAS 166, a tudíž nebude moci aktiva vyjmout z rozvahy.

Mezinárodní účetní standardy (IFRS) aplikovatelné i v České republice požadují konsolidaci původce a jednotky pro speciální účel (IAS 27), pokud jednotka vykonává činnost pro původce, původce jednotku efektivně kontroluje, původce drží většinu rizika jednotky a původce získává většinu výnosů jednotky. Uvedené podmínky jsou velmi obecné a budou u většiny sekuritizací splněny.

⁴² Jako kritéria převodu kontroly uvádí FAS 166 (i) nemožnost insolvenčního správce sepsat aktiva do podstaty původce, (ii) možnost jednotky pro speciální účel zastavit nebo směnit aktiva, (iii) původce nadále neovládá aktiva. Má se za to, že původce ovládá aktiva a tudíž není splněna podmínka převodu kontroly v situaci, kdy (i) na základě dohody může původce zpětně odkoupit aktiva před jejich splatností, (ii) původce může přinutit držitele určitého převedeného aktiva k jeho vrácení, (iii) nabyvatel aktiva má na základě dohody právo požadovat zpětný odkup aktiva původcem, a to za tak výhodných podmínek, že je pravděpodobné, že nabyvatel tohoto práva využije.

Podle českého práva považují za problematickou možnost zajištění odolnosti jednotky vůči úpadu původce a to s ohledem na úpravu § 231 až 243 zákona č. 182/2006 Sb., insolvenční zákon, ohledně neúčinných právních úkonů, kterými by byla aktiva vyváděna mimo majetek původce.

Odolnost vůči úpadku obecně (ad (iii)) znamená, že vůči jednotce nemůže být zahájeno insolvenční řízení. Cílem je přitom zejména zajistit ochranu práv investorů do cenných papírů emitovaných jednotkou pro speciální účel.

Ohledně odolnosti jednotky pro speciální účel obecně vůči úpadku je rovněž otázkou, zda by bylo možné odolnost vůči úpadku v českém právním řádu zajistit. Obecně bývá odolnost vůči úpadku založena na tom, že (i) jednotka nevyvíjí činnost, ze které by jí mohly vzniknout závazky, v úvahu tak přichází závazky daňové a závazky vůči ostatním členům sekuritizační transakce (vůči úpadci v důsledku vykonávání správy pohledávek apod.) a dále na tom, že (ii) ostatní členové transakce se vůči jednotce omezují své nároky (*limited recourse*) a vzdávají se práva podávat žaloby a insolvenční návrhy (*non-petition clause*). Zejména platnost ujednání o omezení nároků a vzdání se práva na podání žalob a insolvenčních návrhů by však z pohledu českého práva byla značně problematická a byla by možná pravděpodobně pouze ohledně vzdání se nároku na náhradu škody

Ad (iv) Odolnost aktiv převedených na jednotku pro speciální účel vůči nárokům věřitelů jednotky

Pro účely sekuritizace je potřeba, aby případní věřitelé jednotky pro speciální účel nemohli dosáhnout uspokojení svých pohledávek z aktiv převedených na jednotku pro účely sekuritizace. Tohoto cíle bývá dosahováno prostřednictvím struktur trustu v zemích, kde je trust uznáván, případně prostřednictvím speciálních sekuritizačních jednotek s povahou trustu (*fonds communs de titrisation* ve Francii) nebo prostřednictvím smluvních ujednání, zejména vzdání se nároků vůči věřitelům.

V České republice není koncept trustu doposud právně upraven⁴³. Novou úpravu přináší NOZ (§ 1448 a násl.), a to pod pojmem svěřenský fond, který je považován za trust v českém právu.

⁴³ Trust vymezuje čl. 2 Haagské úmluvy o právu rozhodném pro trust a o jeho uznání z 1.7.1985 jako právní vztah založený mezi živými nebo pro případ smrti osobou, zakladatelem, s tím, že (i) kontrola nad určitým majetkem se svěřuje správci ve prospěch oprávněného (beneficienta) nebo pro jiný stanovený účel, přičemž trust se vyznačuje tím, že (i) majetek tvoří samostatný fond a je oddělen od majetku správce; (ii) vlastnické právo k majetku vykonává správce nebo jiná osoba na místo správce; a (iii) správce je povinen nakládat se spravovaným majetkem v souladu s pravidly trustu a dalšími požadavky stanovenými zákonem. Česká republika není smluvním státem Haagské úmluvy, a tudíž pro ni tato úmluva není závazná.

Svěřenský fond již umožňuje výslovně oddělení a nezávislé vlastnictví vyčleněného majetku, kdy vlastnická práva k majetku ve svěřenském fondu vykonává vlastním jménem na účel fondu svěřenský správce, majetek ve svěřenském fondu však není ani vlastnictvím správce, ani vlastnictvím zakladatele fondu ani vlastnictvím osoby, které má být ze svěřenského fondu plněno (oprávněného). Svěřenské fondy však zřejmě nejsou koncipovány pro poskytování investičních služeb.

Z výše uvedeného dovozují, že české právo neobsahuje dostatečnou úpravu, která by umožňovala vytvoření jednotky pro speciální účel se všemi vlastnostmi a kvalitami požadovanými v rámci sekuritizační transakce, tj. zejména zajišťující odolnost vůči úpadku původce a vůči úpadku obecně a odolnost aktiv převedených na jednotku pro speciální účel vůči nárokům věřitelů jednotky. Považovala bych proto za vhodné přijetí speciální úpravy, která by zavedla speciální formu jednotek, které by kombinovaly výhody trustu (resp. dle českého práva svěřenského fondu) a možnost poskytování investičních služeb.

Z pohledu českých původců i investorů je za současné úpravy pravděpodobné, že v případě sekuritizační transakce bude jednotka pro speciální účel založena v jiném státě s výhodným daňovým režimem, z evropských států standardně např. v Lucembursku nebo Irsku.

Dále považují za problematické, že v rámci české právní úpravy není zcela sjednocena terminologie ohledně jednotek pro speciální účel. Dle ustanovení § 2a odst. 1 písm. i) ZPKT je např. profesionálním zákazníkem osoba, která jako svou rozhodující činnost provádí sekuritizaci. Je otázkou, zda se jedná o stejný okruh osob jako jednotky pro speciální účel dle POP. Domnívám se, že v obou předpisech je míněn stejný okruh osob, neboť sekuritizaci (v užším slova smyslu emise cenných papírů zajištěných aktivy) provádí jednotka pro speciální účel ve smyslu POP, **považují však za vhodné terminologii obou předpisů sjednotit.**

Další terminologickou rozdílnost zakládá Evropská centrální banka, která se od roku 2010 věnuje statistice finančních společností pro sekuritizaci (*financial vehicle corporations, FVCs*). Tyto společnosti definuje jako společnosti, které splňují následující dvě kritéria:

- a) Provádí sekuritizační transakce⁴⁴ a je odolná vůči konkurzu nebo jinému úpadku původce;

⁴⁴ Sekuritizaci definuje ECB jako transakci nebo schéma, prostřednictvím kterého a) majetek nebo skupina majetku je převedena na osobu, která je odlišná od původce a je založena pro a slouží pro účely sekuritizace; a/nebo b) úvěrové riziko majetku nebo skupiny majetku nebo jeho části je převedeno na investory do cenných papírů, podílových listů, jiných dluhových nástrojů nebo finančních derivátů vydaných osobou odlišnou od původce, založenou pro a sloužící pro účely sekuritizace.

- b) Vydává cenné papíry, sekuritizační podílové listy nebo jiné dluhové nástroje a/nebo finanční deriváty a/nebo právně nebo ekonomicky vlastní podkladová aktiva k cenným papírům, podílovým listům, jiným dluhovým nástrojům a/nebo finančním derivátům, které jsou nabízeny k prodeji veřejnosti nebo prodány na základě privátní nabídky (*private placement*).

Ze statistiky za poslední čtvrtletí roku 2011 plyne, že v České republice nebyly založeny žádné finanční společnosti pro sekuritizaci. Ze zemí Evropské unie mimo eurozónu byly finanční společnosti pro sekuritizaci založeny pouze v Polsku (25 společností pro účely tradiční sekuritizace) a Bulharsku (9 společností pro účely tradiční sekuritizace). Ze států Evropské unie v rámci eurozóny bylo nejvíce společností pro sekuritizaci v Irsku (501 společností pro účely tradiční sekuritizace, 189 společností pro syntetickou sekuritizaci a 52 společností pro ostatní sekuritizace), následováno Španělskem (522 společností) a Holandskem (486 společností). Srovnávací graf jednotlivých členských států Evropské unie je přiložen jako příloha č. 2.

4.3 PŘEVOD AKTIV NA JEDNOTKU PRO SPECIÁLNÍ ÚČEL

Podmínky převodu aktiv na SPV se budou lišit podle charakteru podkladového aktiva. Vzhledem k tomu, že nejčastějším typem aktiva převáděného na SPV v rámci sekuritizace jsou pohledávky, soustředí se další výklad na podmínky převodu pohledávek.

Na počátku sekuritizace je nutné posoudit veškeré právní dokumenty týkající se pohledávek, zejména případné smluvní ujednání omezující nakládání s pohledávkami, tj. jejich postoupení, započtení, dále ustanovení týkající se předčasného splacení pohledávek, rozhodného práva, ochrany informací.

Ustanovení § 2 odst. 5 písm. d) POP vyžaduje právní i ekonomický převod aktiv na jednotku pro speciální účel, který je doprovázen právním oddělením aktiv od původce. Toto vymezení chápu jako vymezení skutečného převodu aktiv na jednotku pro speciální účel. Pokud v rámci sekuritizace dochází ke skutečnému převodu pohledávek, potom investoři získávají skutečný právní titul k pohledávkám. Pokud se nejedná o skutečný převod pohledávek, potom se investoři nacházejí ve stejné nebo horší pozici, než nezajištění věřitelé.

Skutečný převod představuje dělicí čáru mezi sekuritizací a zajištěným financováním. Požadavky pro uskutečnění skutečného převodu jsou dány zákony, rozhodnutími soudů, plynou ze soudní a právní historie a plynou i z mezinárodněprávního vývoje sekuritizačního průmyslu. Některé země dokonce přijaly speciální zákonodárství definující skutečný převod. V rámci právního systému

zemí common law potom existují rozhodnutí soudů definující skutečný převod oproti pouhému financování⁴⁵. Pro účetní účely jsou potom vydávána právní stanoviska o skutečném převodu (viz předchozí bod).

Pokud převod nelze kvalifikovat jako skutečný převod, potom důsledky pro investory mohou být zcela zásadní. Investoři buď nabývají pouze práva nezajištěných věřitelů, nebo je převod vnímán jako vytvoření zajištění ve prospěch věřitelů, potom jsou zajištěnými věřiteli, nebo pokud transakce není podložena úvěrovou dokumentací, potom investoři nemusí být vůbec vnímáni jako věřitelé, což znamená, že mají pouze poměrné právo na nabytí svých peněz, avšak nemají ani postavení zajištěných věřitelů.

Otázka, které pohledávky mohou být převedeny, závisí na ustanovení aplikovatelného práva. Obecně mohou být převedeny pohledávky existující a identifikovatelné. Prodej budoucích pohledávek může představovat příslib budoucího prodeje. Převod neidentifikovatelných pohledávek (neurčených) by mohl představovat pouze podíl na skupině pohledávek, nikoli převod pohledávek.

Krize rizikových (*subprime*) pohledávek prověřila některé aspekty sekuritizačních transakcí. Jako problematický aspekt převodu pohledávek se v USA ukázal převod kolaterálů (zajištění), a to zástav spojených s hypotečními úvěry. Přelomovým se stal rozsudek Okresního soudu státu Ohio, kdy soudce Ch. A. Boyko odmítl, aby Deutsche Bank jako správce přistoupila k realizaci zástav, neboť její oprávnění nebylo dostatečně osvědčeno⁴⁶.

V říjnu 2010 oznámila Bank of America, že z důvodu procesních pochybení zastavuje v celých Spojených státech realizaci zástav u nesplácených úvěrů. V některých případech neměli banky v pořádku dokumenty a nemohly doložit oprávněnost nároku na realizaci zástavy. Důvodem byla právě sekuritizace hypotečních úvěrů. Vlastníci cenných papírů zajištěných hypotékami neměli žádné potvrzení, že mají nárok na zástavy s těmito hypotékami spojené. Záznamy o těchto nárocích měly být uchovávány v centrální databázi, avšak dokumentace v této databázi nebyla

⁴⁵ Viz např. zásadní rozhodnutí soudů Spojených států *Major's Furniture, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979). V tomto rozhodnutí posoudil soud převod pohledávek prodejcem nábytku faktoringové společnosti pouze jako financování a nikoli jako postoupení, neboť faktor měl plný rekurz vůči prodejci a platil pouze část dluhu, který převzal. V dalších rozhodnutích soudy posuzovaly, zda došlo k převodu (true sale) nebo zda se jedná o financování na základě posouzení, zda došlo k převodu rizika na nabyvatele, viz např. *Endico Potatoes, Inc. and others v. Cit group/factoring, Inc.* Nos. 1751, 1961, 2nd Cir. 2.10.1995.

⁴⁶ Viz Rozsudek Okresního soudu státu Ohio ve spojených věcech 07CV2282, 07CV2532, 07CV2560, 07CV2602, 07CV2631, 07CV2638, 07CV2681, 07CV2695, 07CV2920, 07CV2930, 07CV2949, 07CV2950, 07CV3000, 07CV3029, soudce Christopher A. Boyko a následná judikatura soudů Spojených států).

úplná a vzhledem k četným přeměnám společností bude zřejmě velmi obtížné dokumenty dohledat. Ve 23 státech USA jsou tyto dokumenty ze zákona nezbytné pro realizaci zástav, i když dříve nebyly plně vyžadovány a soudy se často spokojily s četným prohlášením věřitele, že zástava byla uplatněna. Poslední dobou se soudy, po vzoru rozhodnutí Okresního soudu státu Ohio, nespokojují s tímto prohlášením a trvají na předložení původních dokumentů. Pokud banky nebudou schopny doložit svůj nárok na zástavu, budou nuceny úvěr odepsat. V případě většího množství takových situací dojde k významné změně kapitálové přiměřenosti a banky mohou být donuceny až k vydání dalších akcií. Za účelem vydání co nejméně akcií, potom mohou banky přistoupit k omezení poskytování úvěrů.

4.3.1 Převod pohledávek dle českého práva

Z výše uvedeného výkladu dovozují, že pro úspěšný převod aktiv (pohledávek) v rámci sekuritizační transakce je nutné, aby nabyvatel (SPV) platně nabyt převáděná aktiva (pohledávky), tj. aby byla platně uzavřena smlouva o převodu pohledávek, a aby tato aktiva nemohla být zahrnuta do majetkové podstaty původce v případě úpadku původce (resp. insolvenčního řízení proti úpadci).

České právo (pokud se bude v daném případě aplikovat) neobsahuje speciální úpravu převodu aktiv (pohledávek) v rámci sekuritizačních transakcí, bude proto nutné vyjít z obecné úpravy převodu pohledávek, přičemž se zaměřují na úpravu převodu pohledávek.

4.3.1.1 Aplikovatelnost českého práva na transakce s mezinárodním prvkem

V souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 593/2008 ze dne 17. června 2008, o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy (dále jen „**Nařízení Řím I**“) se vztah mezi postupitelem a postupníkem při postoupení pohledávky řídí právem, které se dle Nařízení Řím I aplikuje na smlouvu mezi postupitelem a postupníkem.

Nařízení Řím I se použije pouze na smlouvy uzavřené po dni jeho účinnosti, tj. po 17.12.2009. Na smlouvy uzavřené před tímto dnem se použijí dosavadní předpisy, tedy především Římská úmluva⁴⁷, a to v souladu s čl. 10 Ústavy České republiky, od 1.7.2006. Smlouvy uzavřené před

⁴⁷ Úmluva o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy z roku 1980, kterou Česká republika podepsala v dubnu 2005 a její stranou se stala od 1.7.2006 na základě Úmluvy o přistoupení k Úmluvě o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy a k Prvnímu a Druhému protokolu o jejím výkladu Soudním dvorem ES (č. 64/2006 Sb. m. s.).

tímto datem se posuzují dle zákona č. 97/1963 Sb., o mezinárodním právu soukromém a procesním.

Článek 12 Římské úmluvy obsahuje samostatné kolizní kritérium, podle kterého pro vzájemné závazky postupitele a postupníka při postoupení pohledávky je rozhodné právo, kterým se podle této Úmluvy řídí smlouva mezi postupitelem a postupníkem.

Nařízení Řím I uvádí kolizní úpravu pro postoupení pohledávky v čl. 14. Na rozdíl od pojmu „vzájemné závazky“ původního a nového věřitele uvádí „vztah“ mezi postupitelem a postupníkem, se řídí podle práva, které se na základě nařízení použije pro smlouvu mezi postupitelem a postupníkem⁴⁸.

Recitál 38 Nařízení Řím I k tomu uvádí, že v souvislosti s postoupením pohledávky by výraz „vztah“ měl vyjasnit, že se čl. 14 odst. 1 použije rovněž na věcněprávní dopady postoupení mezi postupitelem a postupníkem v právních řádech, ve kterých úprava těchto otázek nespádá do závazkového práva. Výraz „vztah“ by nicméně neměl být chápán jako jakýkoli vztah, který by mohl existovat mezi postupitelem a postupníkem. Zejména by neměl zahrnovat předběžné otázky, pokud jde o postoupení pohledávky. Výraz by měl být jednoznačně omezen na dopady, jež přímo souvisejí s daným postoupením.

4.3.1.2 Uzavření smlouvy o převodu pohledávek

Smlouva o převodu pohledávek je platná, pokud existuje dohoda mezi převodcem (původcem v sekuritizaci) a nabyvatelem (SPV), která musí být písemná. Pokud existuje smluvní ustanovení zakazující převod pohledávek, převod bude neplatný (a tudíž neúčinný). Souhlas dlužníka k převodu pohledávek obecně není třeba, ledaže tak stanoví dohoda mezi věřitelem a dlužníkem. K účinnosti není potřeba sdělení dlužníku, převod je účinný uzavřením smlouvy o převodu (dokud není převod oznámen dlužníku, tento splní svůj závazek plněním původnímu věřiteli, samotná okolnost, kdy bylo oznámeno postoupení pohledávky dlužníku, nemá vliv na promlčení pohledávky⁴⁹).

⁴⁸ Ustanovení čl. 14 odst. 3 Nařízení Řím I navíc vymezuje, co se rozumí pod pojmem postoupení pohledávky, a to tak, že pojem postoupení zahrnuje přímé převody pohledávek, převody pohledávek při zajištění závazku a zastavení pohledávek nebo jiné způsoby zajištění pohledávek.

⁴⁹ Viz rozsudek Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 32 Cdo 3436/2009 ze dne 26.5.2011: „Skutečnost, kdy jim byla doručena žaloba obsahující tvrzení o opakovaném postoupení pohledávky, však nemá žádný vliv na běh promlčecí doby. Pro stavení běhu promlčecí doby je podle ustanovení § 402 obch. zák. rozhodné podání žaloby u soudu, kterou se zahajuje řízení. Z tohoto pohledu nejsou námitky dovolatelů důvodné.“ Žalovaný neuspěl se svou argumentací, že žalobce (nabyvatel pohledávky) může žalovat až po oznámení převodu

Podstatné pro právní posouzení tudíž je, zda byly pohledávky nabyty řádně, a zda byl převod oznámen dlužníkům. S ohledem na problematiku převodu zástav v USA se rovněž zabýváme převodem zajištění spojeného s pohledávkami.

4.3.1.3 Vymezení pohledávek, které lze podle českého práva postoupit

Předně považuji za podstatné vymezení okruhu pohledávek, které lze převést smlouvou o postoupení pohledávek dle českého práva. S ohledem na sekuritizační transakce je aktuální zejména otázka, zda lze převést budoucí pohledávky (např. v případě sekuritizací pohledávek z platebních karet), a jaké pohledávky naopak převést nelze. Vzhledem k tomu, že právní úprava občanského zákoníku (§ 524 a násl.) ani NOZ neposkytuje dostatečnou odpověď na to, které pohledávky lze převést, je třeba vyjít z rozhodovací činnosti Nejvyššího soudu ČR, který vyložil, že je možné převést pohledávky budoucí, podmíněné i sporné⁵⁰, jakož i soubory budoucích pohledávek (tzv. generální či globální cese)⁵¹. Negativně se naopak Nejvyšší soud ČR vyjádřil k převodu pohledávky, která k okamžiku převodu svědčí jiné osobě než postupiteli⁵² (takovou situaci je nutno odlišovat od případu, kdy postupitel získá pohledávku (dosud neexistující) v budoucnu, kdy takový převod možný je.

Z výše uvedeného plyne, že lze postoupit i budoucí pohledávky nebo jejich soubor. Problematické však bude vymezení pohledávek tak, aby smlouva o převodu byla určitá. Naopak není možné převést pohledávku existující, kterou věřitel teprve získá.

žalovanému (dlužníku). Žaloba byla podána před uplynutím promlčecí lhůty (před oznámením převodu) novým věřitelem.

⁵⁰ Viz rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR z 19.7.2006, sp. zn. 29 Odo 1435/2005: „S dovolatelkou lze souhlasit v tom, že předmětem postoupení může být pohledávka splatná i nesplatná, popřípadě pohledávka budoucí či vázaná na podmínku, včetně toho, že postoupení pohledávky nebrání ani její 'spornost'...“

⁵¹ Viz např. rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR z 21.5.2003, sp. zn. 32 Odo 293/2002: „Obecně lze ... uvést, že způsobilým předmětem cese jsou i pohledávky, které mají vzniknout teprve v budoucnu (budoucí pohledávky), a že dohoda o postoupení pohledávek může zahrnovat též větší počet pohledávek (generální, resp. globální cese)...“ Úskalím takových smluv o postoupení pohledávky nicméně bývá jejich určitost.

⁵² Viz rozhodnutí Nejvyšší soud ČR ze dne 19.7.2006, sp. zn. 29 Odo 1435/2005: „Právní závěr odvolacího soudu (a soudu prvního stupně), podle něhož žalobkyně není věřitelkou pohledávky, určení pravosti které se domáhá, přitom Nejvyšší soud neshledává ... rozporným s hmotným právem... S dovolatelkou lze souhlasit v tom, že předmětem postoupení může být ... pohledávka budoucí... Soudy nižších stupňů však své právní posouzení věci nezaložily na tom, že pohledávku nebylo možno postoupit, nýbrž na tom, že není-li postupník věřitelem (a neshledá-li mu k postupované pohledávce jiné právo, které jej opravňuje s pohledávkou nakládat), nemůže smlouvou o postoupení pohledávky (§ 524 obč. zák.) takovou pohledávku převést na jiného.“

V rámci sekuritizace Home Credit byla problematika převodu budoucích pohledávek z kreditních karet řešena tak, že byl zvolen způsob denního převodu pohledávek vzniklých z předchozího dne. Takový denní převod pohledávek může být řešen rámcovou smlouvou ve spojení s denními potvrzeními o převodu. S ohledem na možnost elektronického podpisu mohou být tyto denní potvrzovací formuláře v elektronické formě s elektronickým podpisem.

Postoupení pohledávky je upraveno v ustanovení § 1879 a násl. NOZ, kdy nová úprava se zásadně neliší od současné úpravy OZ. Ustanovení § 1887 NOZ však obsahuje novou úpravu „**Postoupení souboru pohledávek**“, které stanoví, že postoupit lze i soubor pohledávek, ať již současných nebo budoucích, je-li takový soubor pohledávek dostatečně určen, zejména pokud se jedná o pohledávky určitého druhu vznikající věřiteli v určité době nebo o různé pohledávky z téhož právního důvodu. NOZ tak potvrzuje dosavadní výklad možností postoupení pohledávek.

De lege ferenda bych považovala za vhodné, aby občanský zákoník (resp. NOZ) vymezil výslovně, jaké pohledávky je možné převést, tj. i pohledávky budoucí, sporné nebo podmíněné. Kladně hodnotím začlenění úpravy postoupení souboru pohledávek do úpravy NOZ.

4.3.1.4 Převod zajištění (kolaterálu)

Práva příslušenství, zástavy, přechází na nabyvatele pohledávky automaticky s převodem pohledávek, za předpokladu, že souvisí s převáděnými pohledávkami. Nicméně, považují za vhodné za účelem právní jistoty, aby nabyvatel jako nový oprávněný ze zástavního práva (hypotéky) registroval svůj titul pro evidenční účely a za účelem vymožení pohledávek (notářský zápis s doložkou vykonatelnosti).

Zejména s ohledem na nejasnosti s realizací zástav převedených na nabyvatele v rámci sekuritizačních transakcí v USA považují za vhodné ošetřit i převod zástav. V katastru nemovitostí se změna v osobě zástavního věřitele zapisuje záznamem na základě ohlášení postupitele (původní zástavní věřitel) nebo postupníka (nový zástavní věřitel). K návrhu na zápis je nutné doložit buď úředně ověřenou kopií smlouvy o postoupení pohledávky, pokud z ní jasně vyplývá označení nového zástavního věřitele a předmět zástavního práva, který je smlouvou o postoupení pohledávek dotčen. Pokud smlouva o postoupení pohledávek uvedené náležitosti neobsahuje, dokládá se k návrhu na zápis dle § 40 odst. 2 písm. a) vyhlášky č.26/2007 Sb., katastrální vyhláška, souhlasné prohlášením postupitele a postupníka s náležitostmi dle § 40 odst. 3 katastrální vyhlášky.

Pokud by byly dlužné pohledávky uhrazeny ručitelem (např. v rámci úvěrového posílení), potom ručitel nabývá práva věřitele, nevstupuje však do zástavních práv, neboť zástavní právo zajišťující pohledávku věřitele zaniká, protože zanikla pohledávka samotná⁵³.

4.3.1.5 *Důsledky insolvenčního řízení na platnost převodních smluv*

Zásadní problém pro převod pohledávek (a obecně aktiv) v rámci sekuritizační transakce spatřuji v úpravě insolvenčního zákona, dle které může insolvenční správce zpochybnit převody uskutečněné původcem.

Dle zákona č. 182/2006 Sb., insolvenčního zákona, insolvenční správce může (a musí, pokud to požadují věřitelé) zpochybnit (vzít zpět) jakýkoli převod uskutečněný (i) bez odůvodněné úvahy, (ii) který zvýhodňuje určité věřitele na úkor jiných nebo (iii) který je úmyslně na úkor věřitelů, pokud k takovému převodu došlo jeden rok, tři nebo pět let před zahájením insolvenčního řízení (tři roky v případě převodů (i) a (ii) mezi propojenými osobami, jeden rok v případě převodů (i) a (ii) mezi nepropojenými osobami a pět let v případě převodu (iii)).

Za inspirativní v tomto ohledu považuji francouzskou úpravu v rámci speciální úpravy sekuritizace (čl. L.214-43 francouzského finančního zákoníku), dle které převod pohledávek není dotčen případným zahájením insolvenčního řízení proti prodávajícímu (tj. původci).

4.4 EMISE CENNÝCH PAPIRŮ ZAJIŠTĚNÝCH AKTIVY, PŘIJETÍ K OBCHODOVÁNÍ NA REGULOVANÉM TRHU, VEŘEJNÁ NABÍDKA A INFORMAČNÍ POVINNOST EMITENTA

Jak uvedeno výše, cenné papíry zajištěné aktivy (souborem pohledávek) vydává jednotka pro speciální účel. Podmínky emise těchto cenných papírů se tak budou řídit právem místa, kde jsou cenné papíry emitovány. Jak uvedeno výše, budou se podmínky pro vydání, přijetí na regulovaný trh, jakož i další nakládání s cennými papíry zajištěnými aktivy řídit ustanoveními ZCP, DluhZ a ZPKT.

Pokud by cenné papíry byly vydány v rámci sekuritizace českou jednotkou pro speciální účel v České republice, potom by se aplikovatelná relevantní právní úprava odvíjela od charakteru vydávaných cenných papírů, tedy zejména podle pravidel pro vydávání dluhopisů dle DluhZ a pravidel pro přijetí na regulovaný trh a následné informační povinnosti emitenta dle ZPKT.

⁵³ Jak vyplývá rovněž z rozsudku Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 29 Odo 563/2003 z 9.6.2005.

4.4.1 Emise cenných papírů zajištěných aktivy

Nejprve je třeba posoudit potřebné náležitosti cenných papírů zajištěných aktivy. Tyto obsahové náležitosti nejsou výslovně českou právní úpravou stanoveny, nicméně měly by jistě vymezit předmětný cenný papír dostatečně určitým způsobem. Pro stanovení obsahových náležitostí bude nutné vyjít analogicky z úpravy pojmenovaných cenných papírů, které jsou cenným papírům zajištěným aktivy nejbližší, tj. zejména dluhopisů (v podrobnostech viz bod 2.5.6 výše). Při stanovení náležitostí se přitom vychází z povahy cenných papírů zajištěných aktivy, a tudíž není nezbytné dodržet ty náležitosti stanovené pro dluhopisy, které s ohledem na povahu cenných papírů zajištěných aktivy nejsou relevantní⁵⁴.

V souladu s ustanovením § 515 NOZ nevydal-li emitent cenný papír jako druh s náležitostmi zvlášť upravenými zákonem, musí listina určit alespoň odkazem na emisní podmínky právo, které je s cenným papírem spojeno a údaj o emitentovi. Tato úprava tedy ještě dále zjednodušuje do budoucna náležitosti nepojmenovaných cenných papírů.

V současné době byl poslaneckou sněmovnou schválen návrh novely DluhZ (sněmovní tisk č. 531), který dále zjednodušuje proces vydávání dluhopisů a omezuje dohled České národní banky. Za podstatné změny považují zejména širší vymezení pojmu dluhopis, možnost vydání dluhopisů fyzickou osobou, odstranění nutnosti schvalování emisních podmínek Českou národní bankou, možnost splnění náležitostí emisních podmínek odkazem na prospekt dluhopisu, možnost vydání listinných dluhopisů pouze ve formě na řad a vymezení podmínek rubopisu dluhopisu namísto obecných podmínek převoditelnosti.

Následující výklad vychází z aktuálně účinné úpravy a výkladu ČNB.

Náležitosti dluhopisu stanoví § 6 DluhZ. Jedná se o náležitosti identifikující předmětný cenný papír, emitenta a podmínky výplaty jmenovité hodnoty a výnosu dluhopisu. Pro cenný papír zajištěný aktivy bude nutné uvést náležitosti identifikující emitenta, tj. u právnické osoby obchodní firmu nebo název, sídlo a identifikační číslo, bylo-li přiděleno, u fyzické zahraniční osoby jméno a příjmení, datum narození, bydliště v České republice, obchodní firmu, místo podnikání a identifikační číslo osoby, bylo-li přiděleno, cenný papír, tj. označení druhu cenného papíru (zvl. druhu dluhového cenného papíru), ISIN, jmenovitou hodnotu, údaj o schválení emisních podmínek, datum emise, (u listinných cenných papírů zajištěných aktivy rovněž číselné označení,

⁵⁴ Viz rovněž úřední sdělení ČNB ze dne 10.9.2007 uveřejněné ve Věstníku ČNB částce 21/2007 ze dne 17.9.2007, dle kterého je možné vydat i cenný papír výslovně neupravený českým právem. V takovém

jméno vlastníka u cenných papírů na jméno, podpis osob oprávněných jednat k datu emise za emitenta, nebo podpis emitenta).

Specifickou oblastí cenných papírů zajištěných aktivy je způsob jejich splácení investorům, kdy platby investorům jsou přímo vázány na výkonnost podkladových aktiv, v tomto ohledu také bude nutné vymezit práva související s cenným papírem jako jeho náležitost. **Z analogické aplikace ustanovení § 6 DluhZ dovozují, že by měl být stanoven minimálně způsob a místo výplaty, prohlášení emitenta, že výplatu uskuteční a data splatnosti.**

Z analogické aplikace právní úpravy dluhopisů dovozují, že emise cenných papírů zajištěných aktivy bude muset splňovat stejné náležitosti jako emise dluhopisů (§ 2 odst. 3 DluhZ), což je soubor dluhopisů vydaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a ISIN.

Emitentem může být právnická osoba. Emitentem může být též fyzická osoba, která je bankou s místem podnikání na území státu Evropské unie nebo jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor, a která na území České republiky podniká na základě jednotné bankovní licence podle zvláštního právního předpisu, upravujícího činnost bank. Emitent může vydat dluhopisy, pokud Česká národní banka schválí emisní podmínky dluhových cenných papírů (dále jen „emisní podmínky“). Náležitosti emisních podmínek jsou uvedeny v ustanovení § 7 DluhZ a musí být schváleny ČNB. U veřejně nabízených cenných papírů lze spojit dohromady prospekt a emisní podmínky do jediného dokumentu a tyto schválit společně.

Emitent zaknihovaných cenných papírů je povinen uzavřít s centrálním depozitářem cenných papírů (CDCP) smlouvu o vedení emise v evidenci emisí, a to pro každou emisi zaknihovaných cenných papírů. Evidenci emise vede CDCP v souladu s § 94 odst. 9 ZPKT a její význam se projevuje především v tom, že liší-li se údaje o evidovaných cenných papírech na účtu vlastníka a v evidenci emise, je právě evidence emise rozhodující (§ 99 odst. 3 ZPKT).

4.4.2 Úvěrové posílení

Za účelem posílení kvality emitovaných cenných papírů zajištěných aktivy a důvěryhodnosti těchto cenných papírů pro investory se používá řady nástrojů úvěrového posílení, které jsou pro úspěšnou sekuritizaci nezbytné. Úvěrové posílení je dělím na vnitřní a vnější.

případě se úprava takového cenného papíru řídí obecnými ustanoveními práva cenných papírů a ve speciálních otázkách analogicky normami upravujícími podobný pojmenovaný cenný papír

Za vnější úvěrová posílení považují např.:

- (i) neodvolatelnou bankovní záruku (*letter of credit*), kterou banka poskytuje na zajištění aktiv nebo ztráty z aktiv;
- (ii) pojištění třetí stranou (pojišťovnou);
- (iii) ručení poskytnuté třetí osobou nebo mateřskou společností původce.

Za vnitřní úvěrová posílení považují např.:

- (i) nadměrné rozpětí (*excess spread* nebo *Spread Account*): rozpětí mezi úroky z podkladových aktiv a úroky z emitovaných cenných papírů, SPV převádí na správce sekuritizace, který akumuluje až do výše potřebné pro úvěrové posílení (většinou 3 až 6% objemu transakce);
- (ii) účet hotovostního kolaterálu (*cash collateral account*) nebo rovněž přezajištění: vklad na účtu nezbytný pro úvěrové posílení, který se drží ve prospěch vlastníků tranší, překolateralizace znamená, že hodnota aktiv v portfoliu je vyšší než hodnota emitovaných tranší, v takovém případě je rozdíl držen v nezbytné míře pro účely úvěrového posílení, pokud se hodnota sníží, musí dodat úvěrový posilovatel nový kolaterál;
- (iii) tranšování: emitují se podřízené tranše, které absorbují rizika a tím dochází k posílení přednostních tranší, podřízenou tranši drží většinou původce (*originator interest*) (sekuritizace s rekurzem), což je pro investory dobrá známka, jednak je osoba, která nese riziko nesplacení podkladových aktiv, jednak původce zůstává zainteresován v procesu vymáhání pohledávek;
- (iv) předčasné splacení cenných papírů zajištěných aktivy (*early amortization*) pro případ, že dojde k předčasnému splacení u podkladových aktiv (podkladových expozic);
- (v) likvidní podpora (*liquidity support*), která je běžná u komerčních papírů ve formě ABS.

Poskytování úvěrového posílení považují rovněž za nabývání rizika vůči sekuritizaci, neboť poskytovatelé přebírají vysoce koncentrované úvěrové riziko a jsou ve stejné pozici, jakoby vlastnili veškerá aktiva. Poskytovatelé úvěrového posílení (pokud se jedná o úvěrové instituce) by tudíž měli plnit stejné povinnosti (zejména ve smyslu čl. 122a CRD, viz níže) jako osoby nabývající riziko vůči sekuritizaci a měli by tato rizika vzít v úvahu při stanovení kapitálových požadavků.

4.4.3 Veřejná nabídka dluhových cenných papírů zajištěných aktivy a přijetí k obchodování na regulovaném trhu

V případě, že cenné papíry zajištěné aktivy nebudou předmětem veřejné nabídky, není nutné zveřejnit emisní podmínky. Uplatní se však dle mého názoru analogicky úprava § 10 DluhZ, který stanoví, že v případě neveřejné nabídky musí být emisní podmínky vždy bezplatně předány prvnímu nabyvateli a emitent je povinen zveřejnit v Obchodním věstníku informaci o místě, kde je možné seznámit se s emisními podmínkami. Emisní podmínky musí být přítomny rovněž v sídle osoby, která zajišťuje vydání cenných papírů, ve formě brožury a u této osoby musí být rovněž uveřejněny způsobem umožňujícím dálkový přístup. Emisní podmínky musí být zájemci poskytnuty zdarma, přičemž náklady na zaslání (nikoli pořízení nese zájemce).

Složitá úprava uveřejňování emisních podmínek je zjednodušena v rámci návrhu novelizace DluhZ (sněmovní tisk 531), který nově v § 3 DluhZ navrhuje úpravu, že *„emitent může vydat dluhopisy jen tehdy, pokud byly nejpozději k datu jejich emise investorům zpřístupněny emisní podmínky na nosiči informací, který investorům umožňuje reprodukci emisních podmínek v nezměněné podobě a uchování emisních podmínek tak, aby mohly být využívány alespoň do data splatnosti těchto dluhopisů.“*

Pokud budou cenné papíry nabízeny veřejně nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu ve smyslu ZPKT, potom bude nutné uveřejnit prospekt (emisní podmínky a prospekt mohou tvořit jeden dokument společně schvalovaný ČNB, nebo dva dokumenty). Veřejnou nabídkou se rozumí jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí tyto cenné papíry koupit nebo upsat.

Pokud jsou emisní podmínky schvalovány společně s prospektem, potom se uveřejňují společně s prospektem způsobem stanoveným pro uveřejnění prospektu. Pokud jsou schvalovány samostatně, potom v souladu s § 10 DluhZ musí být emisní podmínky uveřejněny ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátním deník nebo ve formě brožury, bezplatně poskytované v sídle emitenta, přičemž zvolený způsob uveřejňování musí emitent zveřejnit v Obchodním věstníku, a u emitenta způsobem umožňujícím dálkový přístup. I tato úprava však bude pravděpodobně nahrazena v rámci novelizace DluhZ, jak uvedeno v předchozím odstavci.

Emisní podmínky cenných papírů, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, musí být dále uveřejněny v sídle organizátora příslušného trhu nebo být u této osoby uveřejněny způsobem umožňujícím dálkový přístup.

Náležitosti prospektu obecně stanoví § 36 odst. 1 a 2 ZPKT. Prospekt musí obsahovat veškeré informace, které případní zájemci potřebují pro zasvěcené posouzení nabízených cenných papírů a práv s nimi spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby, která se zaručila za splácení cenných papírů (případně poskytla jiné úvěrové posílení)⁵⁵.

Pokud je původcem v rámci sekuritizační transakce úvěrová instituce (banka nebo spořitelna záložna), potom považují za vhodné vložit do prospektu rovněž informace, které je tato osoba povinna sdělit investorům ohledně ponechaného podílu v sekuritizaci a o kvalitě a výkonnosti podkladových expozic (v souladu s § 189e odst. 3 POP, čl. 122a odst. 7 CRD).

Prospekt musí být formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Podrobné náležitosti prospektu stanoví nařízení č. 809/2004. U cenných papírů zajištěných aktivy se uplatní registrační dokument dle čl. 10, resp. přílohy č. VII nařízení č. 809/2004. V souladu s recitálem č. 13 nařízení č. 809/2004 by registrační dokument pro cenné papíry zajištěné aktivy neměl být používán pro hypoteční zástavní listy dle čl. 5 odst. 4 písm. b) směrnice 2003/71/ES a jiné kryté dluhopisy. To by mělo platit i pro doplňující modul pro cenné papíry zajištěné aktivy, který musí být kombinován s popisem cenných papírů pro dluhové cenné papíry.

Způsoby a podmínky uveřejňování prospektu stanovení § 36h ZPKT, přičemž k uveřejnění musí dojít nejpozději současně s veřejnou nabídkou cenných papírů. Prospekt je nutno v každém případě uveřejnit elektronicky, a to buď na internetových stránkách emitenta, nebo osoby, která požádala o přijetí cenného papíru k obchodování bez souhlasu emitenta, nebo na internetových stránkách obchodníka s cennými papíry, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává, nebo organizátora regulovaného trhu nebo nabízejícího, pokud cenné papíry nabízí jiná osoba, než emitent. Bližší požadavky týkající se elektronické publicity prospektu stanoví § 36h odst. 5 ZPKT a rovněž čl. 29 nařízení č. 809/2004.

Paralelně k tomu je možné prospekt uveřejnit v úplném znění alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku, popř. ve formě brožury, která je bezplatně dostupná veřejnosti v sídle společnosti a v sídle a v provozovnách obchodníků s cennými papíry, kteří úpis organizují nebo obstarávají. V případě přijímání cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu přistupuje možnost publikovat prospekt ve formě brožury, která je bezplatně dostupná veřejnosti v sídle a v provozovnách organizátora regulovaného trhu, na jehož trhu mají být cenné papíry přijaty

⁵⁵ V podrobnostech *Jan Dědič, Ivana Štenglová, Petr Čech, Radim Kříž* Akciové společnosti, 6. vydání. Praha 2007.

k obchodování. *De lege ferenda* považují za vhodné, aby rovněž uveřejňování prospektu bylo zjednodušeno obdobně jako uveřejňování emisních podmínek dle připravované novelizace DluhZ.

4.4.4 Informační povinnosti emitenta

Informační povinnosti emitenta cenného papíru coby investičního cenného papíru přijatého k obchodování na regulovaném trhu jsou stanoveny v jednotlivých ustanoveních ZPKT, tj. § 118 (výroční zpráva), § 119 (pololetní zpráva), § 120 (ostatní povinnosti), § 120a až § 120c (oznámení o konání valné hromady)⁵⁶ a § 125 (vnitřní informace). S výjimkou znění § 120 odst. 2 a 3 ZPKT zákon nijak nerozlišuje v povinnostech emitentů podle druhu cenného papíru, který je přijat k obchodování na regulovaném trhu. Je zřejmé, že povaha uveřejňovaných informací musí odrážet konstrukci konkrétního druhu cenného papíru, tomu odpovídá i úprava v nařízení Komise č. 809/2004/ES.

V případě, že původcem v rámci sekuritizační transakce je úvěrová instituce (banka nebo družstevní záložna), potom musí povinně a průběžně informovat investory o podílu ponechávaném na transakci a o dalších skutečnostech umožňujících investorům vykonávat hloubkovou kontrolu ohledně výkonnosti podkladových expozic, a to dle Doporučení CEBS minimálně v intervalech plnění ostatních informačních povinností.

4.5 PRODEJ CENNÝCH PAPÍRŮ ZAJIŠTĚNÝCH AKTIVY INVESTORŮM - POŽADAVEK NA PONECHÁNÍ PODÍLU V SEKURITIZACI PŮVODCEM NEBO SPONZOREM, INFORMAČNÍ POVINNOST PŮVODCE A SPONZORA

Pokud je původcem, sponzorem nebo původním věřitelem v rámci sekuritizace úvěrová instituce (banka nebo družstevní záložna) přistupují k povinnostem uvedeným výše v bodu 4.4 této disertační práce další povinnosti, a to povinnost ponechat si podíl v sekuritizační transakci a informační povinnost původce vůči investorům, které jsou stanoveny v rámci nových pravidel pro převod rizik (dle čl. 122a CRD a § 189b až § 189e POP).

⁵⁶ Vyhláška ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparenci, stanovuje v příloze č. 6a náležitosti elektronického formuláře pro informaci dle § 120c odst. 1 ZPKT u emise dluhopisů nebo obdobných cenných papírů představujících právo na splacení dlužné částky: Elektronický formulář obsahuje zejména jedinečnou identifikaci informace, případně jedinečnou identifikaci původní informace a obsah a důvody oprav, identifikaci osoby emitenta, ISIN investičního nástroje, identifikaci jiné povinné osoby, stručný název informace, doplňující informace a identifikaci kontaktní osoby. K vyplněnému elektronickému formuláři se připojí informace související s emisí dluhopisů nebo obdobných cenných papírů představující právo na splacení dlužné částky podle § 120c odst. 1 zákona.

4.5.1 Povinnost ponechat si podíl v sekuritizační transakci

Právní úprava pravidel pro převod rizik je zaměřena na evropské úvěrové instituce, které nabývají úvěrové riziko vůči sekuritizaci. Není tedy stanoven přímo požadavek na ponechání části podílu bankou, která je původcem nebo sponzorem. Nicméně banka si bude muset podíl ponechat tehdy, pokud bude chtít produkty sekuritizace prodávat jiným evropským úvěrovým institucím. Bližší výklad je obsažen v bodu 4.6 této práce, který analyzuje povinnosti úvěrových institucí nabývajících úvěrové riziko vůči sekuritizovaným expozicím.

4.5.2 Informační povinnosti úvěrové instituce (banky a družstevní záložny) jako původce nebo sponzora sekuritizační transakce

V případě sekuritizační transakce byly v rámci novelizace CRD II (v ustanovení nového čl. 122a odst. 7) stanoveny další informační povinnosti banky, která vystupuje jako původce nebo sponzor v sekuritizační transakci. Další informační povinnosti zvažuje rovněž Evropská centrální banka⁵⁷.

Dle ustanovení § 189e odst. 3 POP (ustanovení implementuje ustanovení čl. 122a odst. 7 směrnice) banka, která je sponzorem nebo původcem, musí poskytnout investorovi informaci o míře svého závazku udržovat čistý ekonomický podíl v sekuritizaci (tj. o plnění požadavku dle § 189b POP). Banka přitom musí dále zajistit, aby případný budoucí investor měl snadný přístup ke všem příslušným významným údajům o úvěrové kvalitě a výkonnosti jednotlivých podkladových expozic, peněžních tocích a zajištění (příslušných kolaterálech), jakož i k údajům, které jsou nezbytné k provedení uceleného a informačně kvalitního stresového testování peněžních toků a hodnot zajištění podkladové expozice. Příslušné významné údaje se přitom stanovují k datu sekuritizace, anebo později v případech, kdy je to odůvodněné vzhledem k povaze této sekuritizace.

V souladu s Doporučeními CEBS platí, že při plnění povinnosti poskytnout informaci o míře závazku udržovat čistý ekonomický podíl musí banka rovněž informovat o tom, kterým ze stanovených způsobů plní Požadavek ponechání tohoto čistého ekonomického podílu (možnosti dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP). Stejně tak musí být investoři informováni o případné změně způsobu plnění Požadavku v průběhu života sekuritizační transakce. Banka však požadavek dle

⁵⁷ Evropská centrální banka zveřejnila 23.12.2009 konzultační papír ohledně požadavků na uveřejňování informací o podkladových aktivech cenných papírů zajištěných aktivy v rámci EU (*Public consultation on the provision of ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework*). Zdroj: www.ecb.int/paym/cons/previous/html/abs.en.html. Evropská centrální banka zamýšlí využití informací o podkladových aktivech u cenných papírů zajištěných aktivy pro posouzení, zda připustí cenné papíry zajištěné aktivy jako kolaterál u svých úvěrových operací. Poskytování údajů by bylo realizováno na základě standardizovaných formulářů podle typu podkladových aktiv.

§ 189e odst. 3 POP plní průběžným informováním o tom, že nadále plní závazek k ponechání Podílu, přičemž banka nemusí poskytovat další informace ohledně aktuální jmenovité hodnoty, aktuální tržní hodnoty apod. tohoto podílu. **Z tohoto výkladu dovozují, že není odpovědností investující banky zajistit, aby původce plnil povinnost na Ponechání podílu po celou dobu života sekuritizační transakce.**

Banky, které vystupují jako původci nebo sponzoři sekuritizační transakce, jsou rovněž povinny poskytovat investorům takové informace, které jsou nezbytné pro provedení informačně kvalitního zátěžového (stresového) testování ohledně peněžních toků a hodnot zajištění podkladových expozic. Tam, kde existují standardizované vzory k plnění informační povinnosti, které jsou obecně uznávány účastníky trhu, a které plní adekvátně požadavek na poskytnutí kvalitních informací k provedení stresového testování, tyto vzory mohou být použity, pokud informace v nich obsažené jsou dostatečné.

Pojmem „snadný přístup“ se rozumí požadavek, aby přístup k informacím nebyl příliš obtížný (ve smyslu vyhledávání, přístupnosti, užití, ceny a dalších vlastností, které by mohly ztížit přístup), pro investory, kteří provádějí hloubkovou kontrolu.

Banka přitom musí poskytovat informace ohledně „jednotlivých podkladových expozic“, tedy nikoli kolektivně na více různých expozic. Nicméně mohou nastat situace, kdy by takový postup nebyl vhodný, např. u sekuritizací s velmi vysokým počtem sekuritizovaných expozic. Na druhou stranu, v mnoha ohledech je informování o individuálních expozicích nutným předpokladem pro provedení řádné hloubkové kontroly.

Při plnění požadavku dle ustanovení § 189e odst. 3 POP nesmí banka postupovat tak, aby porušila svou zákonem nebo jiným závazným předpisem (např. předpisy ČNB jako dohledového orgánu) stanovenou povinnost mlčenlivosti.

Ustanovení čl. 122a odst. 7 CRD a odpovídající české právní úpravě v § 189e odst. 3 POP lze dle mého názoru vytknout, že nejsou blíže definovány podstatné údaje, které má původce nebo sponzor zveřejnit o jednotlivých podkladových expozicích. Zejména není toto ustanovení sladěno s požadavky na posouzení údajů bankou jako investorem dle čl. 122a odst. 4 CRD a § 189d odst. 1 až 3 POP. Logickým výkladem by se dalo dovodit, že banka jako původce nebo sponzor musí poskytnout veškeré informace, které investující banka potřebuje pro provedení hloubkové kontroly. V některých případech, zejména u RMBS nebo u sekuritizací spotřebitelských úvěrů, může být pro původce nebo sponzora obtížné splnit informační povinnost ohledně jednotlivých expozic právě s ohledem na ochranu osobních údajů a bankovního tajemství. Navíc u

sekuritizací s velkým počtem podkladových expozic (jako právě RMBS) se stresové testování neprovádí ohledně všech jednotlivých podkladových expozic a tudíž poskytování informací o jednotlivých podkladových úvěrech ani není nutné. Ostatně nevhodnost uplatnění principu informování o všech jednotlivých podkladových expozicích uznávají i Doporučení CEBS, jak uvedeno výše⁵⁸.

Za potenciálně problematický považují rovněž požadavek na průběžné poskytování informací o podkladových aktivech, a to v případě, že banka, která je původcem převedla veškerá podkladová aktiva na jednotku pro speciální účel a nezůstala ani správcem podkladových aktiv. V takovém případě totiž nebude mít přístup k uvedeným informacím o podkladových aktivech a situaci bude nutné řešit smluvně s jednotkou pro speciální účel, resp. osobou pověřenou správou podkladových aktiv.

Ohledně aplikace dodatečné rizikové váhy na porušení požadavků odst. 7 čl. 122a CRD (§ 189e odst. 3 POP), porušení těchto požadavků je v odst. 5 čl. 122a CRD (a v odpovídajícím ustanovení § 189d odst. 7 POP) výslovně uvedeno jako důvod pro aplikaci dodatečné rizikové váhy. Jedná se tudíž o jediný případ, kdy je dodatečná riziková váha aplikována na úvěrové instituce jednající jako původci nebo sponzoři v sekuritizaci, neboť ve všech ostatních případech se dodatečná riziková váha vztahuje na úvěrové instituce investující nebo jinak nabývající riziko v sekuritizaci. V souladu s výkladem v Doporučeních CEBS nemusí být aplikace dodatečné rizikové váhy v tomto případě nutně vhodná a její uložení bude záviset na konkrétních okolnostech případu a uvážení dohledového orgánu. Pokud orgán dohledu uloží dodatečnou rizikovou váhu, tato bude aplikována na pozice nebo expozice v sekuritizaci, které si původce nebo sponzor ponechal. Dodatečná riziková váha bude přítomna na úvěrové instituce jednající jako původci nebo sponzoři v sekuritizaci aplikována stejným způsobem jako na úvěrové instituce investující nebo jinak nabývající riziko v sekuritizaci.

Ohledně připravované úpravy CRD IV je nutno zdůraznit, že ačkoli zachovává v čl. 398 informační povinnosti úvěrové instituce jako původce nebo sponzora, porušení této informační povinnosti původce nebo sponzora již nesankcionuje aplikací dodatečné rizikové váhy na expozice (nebo pozice) ponechané původcem nebo sponzorem.

⁵⁸ Ohledně RMBS transakcí vydalo v roce 2008 Evropské sekuritizační forum (*European Securitisation Forum, ESF*), které se od 1.11.2009 stalo součástí Asociace pro evropské finanční trhy (*Association for Financial Markets in Europe, AFME*) soubor pravidel pro emitenty evropských RMBS ohledně informační povinnosti, jak při emisi sekuritizovaných cenných papírů, tak i v průběhu života sekuritizační transakce (*the RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure*). Zdroj: www.afme.eu/dynamic.aspx?id=1672. Tato pravidla poskytují podrobnosti ohledně povahy informací, které mají být zveřejněny a ohledně standardních formátů zveřejňování informací. AFME v současnosti připravuje druhou verzi pravidel, která zohlední požadavky CRD II.

Za další problematický aspekt považují skutečnost, že není jasné, jak má úvěrová instituce (banka nebo družstevní záložna) postupovat v případě, že nebude původce nebude plnit průběžnou informační povinnost ohledně výkonnosti jednotlivých podkladových aktiv, tj. neumožní bance provádět pravidelné stresové testování. Za této situace považují za nutné, aby banka vyvedla ze svého majetku předmětné sekuritizované pozice, neboť jinak jí v souladu s ustanovením § 189d odst. 7 POP hrozí aplikace dodatečné rizikové váhy na držené sekuritizační pozice. Podskupinou tohoto problému je situace, kdy původce neplní průběžnou informační povinnost sice z omluvitelných důvodů (např. v případě mnohosti podkladových aktiv, nebo v případě, že informace nemá bez své viny k dispozici), avšak tyto důvody investující bance nesdělí. Zde bude pravděpodobně rovněž potřeba, aby banka vyjmula předmětné sekuritizované pozice ze svého majetku. Konečně není upravena ani situace, kdy původce má omluvitelné důvody a tyto investující bance sdělí, není tedy jasné, zda banka může za takové situace dále pozice držet, nebo zda je bude muset pod sankcí dodatečné rizikové váhy vyjmout ze svého majetku.

Informační povinnosti původců u sekuritizačních transakcí byla dále rozšířena v rámci dohody Basel II.5 a CRD III, a do českého práva implementována vyhláškou ČNB č. 380/2010 Sb., novelizující vyhlášku POP v části přílohy č. 25 bod 12, stanovící doplňující údaje o sekuritizaci, a to s účinností od 31.12.2011 (viz čl. III vyhlášky ČNB č. 380/2010 Sb.). Oproti dosavadní povinnosti zveřejňovat informace ohledně jednotlivých sekuritizačních transakcí je informační povinnost rozšířena na obecné informování o bankovních aktivitách týkajících se sekuritizace.

Banky tak musí zveřejňovat:

- (i) informace o zásadách a cílech, které povinná osoba má v souvislosti se sekuritizací;
- (ii) informace o povaze dalších rizik včetně rizika likvidity spojeného se sekuritizovanými aktivy;
- (iii) druhy rizik z hlediska nadřazenosti podkladových sekuritizovaných pozic a z hlediska podkladových aktiv těchto sekuritizovaných pozic převzatých a držených v resekuritizaci;
- (iv) informace o zapojení do sekuritizace a o rolích v sekuritizaci (původce, investor apod.),
- (v) informace o rozsahu zapojení do sekuritizace;
- (vi) popis postupů sledování změn úvěrového a tržního rizika sekuritizovaných expozic včetně toho, jaké dopady na sekuritizované expozice má chování podkladových aktiv, a popis, jak se tyto postupy liší pro resekuritizované expozice;
- (vii) popis strategie při určování používání zajištění a osobního zajištění ke snižování rizik držených sekuritizovaných a resekuritizovaných expozic včetně identifikace protistran, které jsou zdrojem významného zajištění v členění podle typu rizikové expozice;

- (viii) informace o metodách použitých pro výpočet kapitálových požadavků v souvislosti se sekuritizací včetně informace, jaká metoda se používá pro jaký typ sekuritizace;
- (ix) typy jednotek pro speciální účel, které povinná osoba v roli sponzora využívá pro sekuritizaci expozic vůči třetím stranám, včetně informace, zda, v jaké formě a v jakém rozsahu má povinná osoba expozice vůči jednotkám pro speciální účel, uváděné samostatně pro rozvahové a podrozvahové expozice, a přehled osob, které povinná osoba řídí nebo jim poskytuje poradenství, a které investují do sekuritizovaných pozic, které povinná osoba sekuritizovala, nebo do jednotek pro speciální účel, které povinná osoba sponzoruje;
- (x) shrnutí účetních metod použitých pro sekuritizaci včetně stanovených informací;
- (xi) označení zapsané ratingové agentury, která poskytla externí rating při sekuritizaci, a typech expozic v členění podle jednotlivých zapsaných ratingových agentur;
- (xii) popis metody interního hodnocení podle přílohy č. 18 této vyhlášky včetně struktury procesu interního hodnocení a vztahu mezi interním hodnocením a externím ratingem, užití interního hodnocení pro jiné účely než pro stanovení kapitálového požadavku metodou interního ohodnocení, kontrolních mechanismů procesu interního hodnocení včetně popisu posuzování procesu interního hodnocení, odpovědnosti a naplňování požadavku nezávislosti; informace o typech expozic, pro které se použije proces interního hodnocení, a stresové faktory použité při stanovení úrovní úvěrového posílení podle typu expozice;
- (xiii) vysvětlení významných kvantitativních změn v uveřejňovaných informacích podle písmen n) až q) oproti předchozímu období;
- (xiv) v členění na expozice obchodního a investičního portfolia a dále v členění podle typu expozic, následující informace:
 - a. souhrnná výše nesplacených expozic sekuritizovaných povinnou osobou, a to v členění na expozice z tradiční sekuritizace a expozice ze syntetické sekuritizace a sekuritizace, v nichž je povinná osoba pouze sponzorem;
 - b. souhrnná výše rozvahových sekuritizovaných expozic, které povinné osobě zůstaly nebo je pořídila, a podrozvahové sekuritizované expozice;
 - c. souhrnná výše aktiv čekajících na sekuritizaci;
 - d. u sekuritizovaných facilit podléhajících předčasnému splacení souhrnná výše čerpaných expozic připadajících na podíl původce a souhrnná výše čerpaných expozic připadajících na podíl investora, souhrnná výše kapitálových požadavků vzniklých povinné osobě vůči podílu původce a vůči podílu investora a souhrnná výše kapitálových požadavků vzniklých povinné osobě vůči podílům investora na čerpaných a na nečerpaných úvěrových linkách;

- e. souhrnná výše sekuritizovaných expozic, které povinné osobě zůstaly nebo je pořídila, a to v členění podle rizikových vah se samostatným uvedením expozic s rizikovou váhou 1 250 % nebo odčítaných od kapitálu;
 - f. shrnutí o sekuritizaci během minulého účetního období včetně souhrnné výše sekuritizovaných expozic v daném období, a to v členění podle typu expozic, a včetně výše zisku nebo ztráty z prodeje, v členění podle typu expozic.
- (xv) informace v členění na obchodní a investiční portfolio:
- a. souhrnná výše sekuritizovaných expozic, které povinné osobě zůstaly nebo je pořídila, a s nimi spojených kapitálových požadavků v členění na sekuritizované a resekuritizované expozice a v dostatečném členění podle rizikových vah nebo kapitálových požadavků, a jaký přístup pro jaký kapitálový požadavek byl použit;
 - b. souhrnná výše resekuritizovaných expozic, které povinné osobě zůstaly nebo je pořídila, v členění na expozice před nebo po zajištění/pojištění a expozice k finančnímu ručiteli v členění podle úvěrové kvality ručitele nebo podle jména ručitele.
- (xvi) u investičního portfolia souhrnná výše expozic se znehodnocením nebo po splatnosti, sekuritizovaných povinnou osobou, a dále ztráty vzniklé povinné osobě za období, v obou případech v členění podle typu expozic, a
- (xvii) u obchodního portfolia souhrnná výše nesplacených expozic sekuritizovaných povinnou osobou, a k nimž se stanoví kapitálový požadavek k tržnímu riziku, a to v členění na expozice z tradiční sekuritizace a expozice ze syntetické sekuritizace a podle typu expozice.

S ohledem na vzrůstající sledování obchodních portfolií bank budou výše uvedené informace sdělovány samostatně jak pro obchodní tak i pro investiční portfolio banky, jak je zřejmé z výše uvedeného výčtu.

Z výše uvedených požadavků pochybuji o užitečnosti např. informace o celkové výši aktiv čekajících na sekuritizaci v situaci, kdy banka tato aktiva drží pouze krátce.

4.6 NABÝVÁNÍ ÚVĚROVÉHO RIZIKA SPOJENÉHO SE SEKURITIZOVANÝMI POZICEMI

Právní úprava pravidel pro převod rizika stanoví povinnosti zejména úvěrovým institucím (bankám a družstevním záložnám), které nabývají úvěrové riziko vůči sekuritizaci (tento pojem zahrnuje i investování do sekuritizace, je však širší), a dále úvěrovým institucím, které investují do sekuritizace (jedná se o investování v užším smyslu).

Úvěrová instituce je předně povinna postupovat tak, aby nabývala úvěrové riziko vůči sekuritizaci pouze za podmínky, že jí bylo sděleno původcem, sponzorem nebo původním věřitelem, že si tento ponechává podíl na sekuritizaci, a to pod sankcí aplikace dodatečné rizikové váhy na předmětné sekuritizované pozice, přičemž je povinna postupovat tak, aby byla podrobně obeznámena se všemi strukturálními prvky transakce, které by mohly mít vliv na výkonnost její expozice vůči sekuritizaci.

Úvěrová instituce, která investuje do sekuritizace má mimo výše uvedených povinností navíc povinnost postupovat obezřetně, tj. musí porozumět riziku spojenému se sekuritizovanými expozicemi a následně provádět pravidelné zátěžové testování, a musí sledovat výkonnost podkladových expozic.

Rozdíly mezi oběma kategoriemi úvěrových institucí jsou poměrně malé. Za úvěrové instituce, které nabývají úvěrové riziko vůči sekuritizaci, avšak nejsou přímo investory v užším smyslu, je dle Doporučení CEBS nutno považovat zejména úvěrové instituce, které poskytují sekuritizaci likvidní facilitu. Takové úvěrové instituce budou považovány za osoby nabývající úvěrové riziko vůči sekuritizaci v případě, že nabývají riziko ztráty jistiny, jakož i v dalších případech vymezených podrobněji níže.

4.6.1 Povinnost nabývat riziko pouze u sekuritizací, u nichž původce oznámil ponechání podílu

Obecně je přijímán výklad, že pravidlo ponechání podílu je mířeno na úvěrové instituce investující do sekuritizovaných expozic. **Tento výklad považuji za nutné upřesnit tak, že čl. 122a odst. 1 CRD i česká právní úprava hovoří o „vystavení úvěrovému riziku ze sekuritizované expozice“, což je širší pojem, než investice, tedy nabytí sekuritizovaných expozic.** Vystavení úvěrovému riziku ze sekuritizované expozice bude zahrnovat rovněž postup úvěrové instituce, která bude poskytovat likviditu sekuritizaci (likvidní facilitu), nebo bude protistranou v zajištění (hedžování) sekuritizační transakce. **Za osobu nabývající riziko úvěrové riziko vůči expozici by dle mého názoru měly být považovány osoby, které poskytují úvěrové posílení sekuritizaci (tento závěr ostatně potvrzuje i čl. 96 směrnice CRD, který uvádí, že se má za to, že poskytovatelé úvěrového zajištění sekuritizační pozice drží pozice v sekuritizaci)⁵⁹, a měla by být stanovena podrobná pravidla pro posouzení, zda je určitý poskytovatel úvěrového posílení osobou nabývající riziko vůči sekuritizaci.**

⁵⁹ Jedná se o úpravu v rámci oddílu pojedávajícího o kapitálových požadavcích, **systematicky bych považovala za vhodné vložení stejné úpravy i do čl. 122a CRD.**

V tomto ohledu poukazují dále na nesrovnalost v ustanovení čl. 122a odst. 7 CRD a odpovídajícího ustanovení § 189e odst. 3 POP, která hovoří o poskytování informací původcem nebo sponzorem investorovi, tedy nikoli osobě, která je vystavena úvěrovému riziku ze sekuritizované expozice. ***De lege ferenda by tedy bylo vhodné znění § 189e odst. 3 POP v tomto ohledu upravit.***

Dále považuji za nutné zdůraznit, že evropská právní úprava postupně rozšiřuje skupinu osob, na které se uvedený požadavek (tj. požadavek na nabývání úvěrového rizika pouze u sekuritizací, u nichž původce oznámil, že si ponechává podíl na sekuritizaci, případně další požadavky pravidel pro převod rizik ve smyslu CRD) nad rámec úvěrových institucí. Tak např. směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2011/61/EU ze dne 8.6.2011, o správcích alternativních investičních fondů (dále jen „AIFMD“)⁶⁰, stanoví v čl. 17 („investování do sekuritizovaných pozic“) zmocnění pro Komisi, aby prostřednictvím aktů v přenesené pravomoci stanovila požadavky, které musí původce, sponzor nebo původní věřitel splnit, aby správce alternativního investičního fondu mohl investovat do investičních nástrojů, které jsou produkty sekuritizace, vydaných po 1.1.2011, včetně požadavků na ponechání ekonomického podílu v transakci alespoň 5% (tj. ve smyslu CRD). Stejnou úpravu obsahuje směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/138/ES, o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu, ze dne 25.11.2009 (Solvency II), pro investice evropských pojišťoven a zajišťoven.

S ohledem na transakce postupného získávání podkladových expozic, jakož i s ohledem na transakce, u kterých je podkladové portfolio vytvářeno před sekuritizováním, aplikovatelnost pravidel pro převod rizika (čl. 122a směrnice) závisí na tom, zda transakce samotné (a to zejména v době vytváření podkladového portfolia) naplňují definici sekuritizace. Pokud je naplněna definice sekuritizace, aplikují se požadavky pravidel pro převod rizik, pokud definice naplněna není, neuplatní se ani požadavky pravidel pro převod rizik.

Nesplnění požadavku nabývání úvěrového rizika pouze u sekuritizací, u nichž původce sdělil ponechání expozice dle čl. 122a odst. 1 směrnice povede k aplikaci dodatečné rizikové váhy dle čl. 122a odst. 5 směrnice. V souladu s Doporučeními CEBS tomuto důsledku nebrání skutečnost, že odst. 5 čl. 122a přímo na porušení odst. 1 neodkazuje, neboť k aplikaci rizikové váhy dle ustanovení odst. 5 vede porušení odst. 4, podmínkou jehož splnění je demonstrace politik a

⁶⁰ AIFMD představuje přelomový akt Evropské unie na úseku kolektivního investování a private equity. Adjektivem „alternativní“ se zdůrazňuje její regulatorní vztah vůči směrnici 2009/65/ES (tzv. UCITS IV). Ambicí AIFMD je vůbec poprvé na úrovni evropského práva reglementovat obhospodařování entit kolektivního investování, které nejsou standardními (tj. UCITS) fondy. V podrobnostech viz konzultační materiál Ministerstva financí ČR k transpozici směrnice o správcích alternativních investičních fondů a Králík, A. K působnosti nové směrnice o správcích alternativních investičních fondů. Obchodněprávní revue 10/2011, s. 303

postupů pro analýzu a uchování informace požadované dle odst. 1. Ustanovení o dodatečné rizikové váze je uvedeno v odst. 5 (pododstavci 3) čl. 122a, a tudíž skutečnost, že se odst. 4 čl. 122a, sám o sobě, vztahuje na úvěrové instituce investující do sekuritizací (na rozdíl od obecnějšího vyjádření „nabývající riziko v sekuritizaci“), nebrání tomu, aby se na porušení odst. 1 čl. 122a aplikovala dodatečná riziková váha. V rámci návrhu nařízení CRD IV již čl. 396 aplikuje sankci dodatečné rizikové váhy v tomto případě výslovně⁶¹.

Ustanovení čl. 122a odst. 1 směrnice CRD implementuje § 189b POP, který stanoví možné způsoby splnění Požadavku ponechání expozice neboli ponechání čistého ekonomického podílu původcem nebo sponzorem v sekuritizaci.

Ustanovení § 189b POP předně vymezuje podmínky, za nichž může být povinná osoba vystavena úvěrovému riziku ze sekuritizované expozice v obchodním nebo investičním portfoliu. Jednak je to možné v případě, kdy je povinná osoba sama původcem, sponzorem nebo původním věřitelem (dále rovněž společně „**původce**“). Za situace, kdy povinná osoba není původcem, může nabýt riziko ze sekuritizované expozice pouze tehdy, pokud ji původce výslovně informuje o tom, že si průběžně ponechává čistý ekonomický podíl (ustanovení první věty odst. 1 čl. 122a směrnice k tomu ještě dodává: „který činí v každém případě nejméně 5%“. **Ačkoli to z ustanovení § 189e odst. 3 POP (a odpovídajícího ustanovení čl. 122a odst. 7 CRD) výslovně neplyne, domnívám se, že by původce měl informovat osoby, které nabývají úvěrové riziko sekuritizace (tj. ne pouze investory) průběžně o tom, že si ponechává podíl v transakci** (ke stejnému závěru dospívá i výklad v Doporučeních CEBS). **Stejně tak dle mého názoru není vyloučeno, že by v případě, že investující banka nebude sledovat, zda si původce podíl průběžně ponechává (a to např. i přes jiné negativní zkušenosti s plněním povinností původce), dohledový orgán (ČNB) mohl aplikovat sankci dodatečné rizikové váhy vůči pozicím držným takovou investující bankou.**

V souladu s odst. 1 čl. 122a jsou stanoveny možné způsoby splnění Požadavku ponechání čistého ekonomického podílu, a to:

- a) ponechání alespoň 5 % jmenovité hodnoty každé tranše převedené investorům;
- b) ponechání podílu původce ve výši alespoň 5 % jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic v případě sekuritizace revolvingových expozic;

⁶¹ Nové nařízení CRD IV v čl. 396 ukládá aplikaci dodatečné rizikové váhy na sekuritizované expozice nabyté investorem jak pro případ porušení povinnosti náležitě péče (čl. 395 návrhu nařízení), tak pro porušení povinnosti investovat (resp. nabývat úvěrové riziko) jen do expozic sekuritizací, u nichž je splněn požadavek na ponechání podílu původcem nebo sponzorem (čl. 394 návrhu nařízení).

- c) ponechání náhodně vybraných expozic, které odpovídají alespoň 5 % jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic a které by jinak byly sekuritizovány v rámci dané sekuritizační transakce, za podmínky, že počet expozic určených na počátku k sekuritizaci je alespoň 100, nebo;
- d) ponechání tranše první ztráty a případně dalších tranší, které znamenají stejné nebo vyšší riziko než tranše převedené investorům a které nejsou splatné dříve než tranše převedené investorům tak, aby expozice, které jsou ponechány, činily v úhrnu alespoň 5 % jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic.

Ohledně výpočtu výše podílu ustanovení § 189b POP dále stanoví požadavek, aby výše čistého ekonomického podílu byla určována podle jmenovité hodnoty podrozvahových položek na počátku sekuritizace a dále požadavek, aby tato výše byla průběžně udržována, přičemž čistý ekonomický podíl nelze převést a rovněž nemůže být předmětem zajištění nebo krátké pozice (ohledně nejasností v případě nesplnění tohoto požadavku viz výše). Požadavek se přitom na jednu sekuritizační transakci nemá uplatňovat opakovaně.

4.6.1.1 Výklad ke společným otázkám požadavku na ponechání čistého ekonomického podílu

Obecně považují nový požadavek na ponechání čistého ekonomického podílu patří mezi nejvíce diskutované části nové právní úpravy pravidel pro převod rizik.

Transakce, které naplňují definici sekuritizace podle čl. 4 odst. 36 CRD, jsou předmětem úpravy čl. 122a. Definice vymezuje sekuritizaci ve vztahu ke strukturování (tranšování) úvěrového rizika a nikoli tedy ve vztahu k převodu rizika na třetí osobu. Nicméně pokud sice dochází k rozdělení úvěrového rizika do tranší, avšak nedochází k převodu úvěrového rizika z původce na třetí osobu, je zřejmé, že požadavek sladění zájmů původce a investorů je dosažen a tudíž je automaticky naplněn i Požadavek ponechání ekonomického podílu dle § 189b vyhlášky POP (odst. 1 čl. 122a směrnice). Pro příklad lze uvést sekuritizaci, u níž jsou podkladovými aktivy zajištěné dluhopisy (*covered bonds, obligations sécurisées*), tj. dluhopisy, které zůstávají v rozvaze povinné osoby. Naopak tam, kde k převodu úvěrového rizika na třetí osoby přechází (např. emisí *credit linked notes*), uplatní se požadavky na ponechání ekonomického podílu dle ustanovení §189b POP.

4.6.1.1.1 Kdo může splnit Požadavek na ponechání podílu

V souladu s ustanovením § 189b vyhlášky POP (jakož i čl. 122a odst. 1 CRD) může Požadavek splnit původce, sponzor nebo původní věřitel.

Termíny původce a sponzor jsou definovány směrnicí CRD, avšak pojem původní věřitel nikoli.

Původní věřitel a původce budou typicky tatáž osoba, nemusí tomu tak však být vždy. Pojem původce je definován výslovně v ustanovení čl. 4 odst. 41 směrnice CRD, přičemž tato definice nemusí pokrývat všechny věřitele, kteří potom budou spíše původními věřiteli než původci.

Dle ustanovení čl. 4 odst. 41 směrnice CRD se původcem rozumí a) buď subjekt, který byl ať již samostatně nebo prostřednictvím spřízněných osob, přímo či nepřímo subjektem smlouvy zakládající závazky nebo budoucí závazky dlužníka či budoucího dlužníka, čímž došlo k sekuritizaci expozice, nebo b) subjekt, který do své rozvahy získá expozice od třetí strany a potom je sekuritizuje.

Ustanovení čl. 4 odst. 42 směrnice CRD definuje sponzora, když sponzorem se rozumí úvěrová instituce, která není původcem a která vytváří a spravuje program komerčních papírů zajištěných aktivity nebo jiný sekuritizační systém, v jehož rámci nakupuje úvěrové expozice od třetích stran.

Z uvedené definice plyne, že sponzor musí být úvěrovou institucí. Pokud tedy při sekuritizaci není sponzor úvěrovou institucí, povinnost ponechání čistého ekonomického podílu musí být splněna namísto sponzora buď původcem, nebo původním věřitelem. Nicméně může nastat situace, že při sekuritizační transakci není možné jasně vymezit, kdo je původce, kdo sponzor a kdo původní věřitel ve smyslu směrnice. V takovém případě je v souladu s Doporučeními CEBS nejprve nutno posoudit, zda předmětná transakce je skutečně sekuritizací ve smyslu směrnice CRD, neboť nemožnost identifikovat původce, sponzora a původního věřitele může být důsledkem skutečnosti, že transakce není sekuritizací ve smyslu směrnice CRD. Pokud se jedná o sekuritizaci, potom je nutné zajistit, aby si osoba, která je nejbližší roli původce ponechala čistý ekonomický podíl, a to i pokud její role nenaplnuje přímo definici vymezenou směrnicí CRD. Účelem čl. 122a směrnice CRD je totiž propojení zájmu investorů a původců. Při absenci identifikovatelného původce bude záměrem propojit zájmy investorů se zájmy té osoby, která převádí části rizika a zisků z podkladových expozic nebo pozic investorům.

Může dojít rovněž k situaci, kdy sice v rámci sekuritizační transakce vystupují osoby, které naplňují definici původce nebo sponzora nebo plní roli původního věřitele, avšak existuje jiná osoba, která nenaplnuje definice původce ani sponzora, ani neplní roli původního věřitele, jejíž zájmy jsou nejoptimálněji spojeny se zájmy investorů, a která hodlá sama splnit Požadavek na ponechání podílu⁶². Tento postup by byl možný např. v situaci, kdy by tato osoba plnila Požadavek prostřednictvím SPV zřízeného za účelem plnění role původce (např. nákupem expozic, které mají

⁶² Jako dva příklady lze uvést (i) asset manažera sekuritizace, který průběžně spravuje a substituuje expozice (pokud takový manažer není úvěrovou institucí), nebo (ii) nejvíce podřízený investor v sekuritizaci, kde

být sekuritizovány), kdy takové SPV následně splní definici původce dle směrnice, avšak které následně ponechané úvěrové riziko nechá nabýt osobou, která nesplňuje definici původce ani sponzora, ani není původním věřitelem. Pokud dojde k takovému modelu transakce, potom by měl být ekonomický podíl ponechán osobou, jejíž zájmy jsou neoptimálněji propojeny se zájmy investorů a nemělo by se jednat o mechanismus pro re-distribuci „technicky“ ponechaného rizika ostatním investorům.

Lze uvést příklady, kdy může sladění zájmů zajistit SPV, které vystupuje jako původce, jde např. o situaci, kdy ponechaný ekonomický zájem takového „původce“ SPV je držen finálně asset manažerem kolateralizovaného dluhového cenného papíru (*collateralised loan obligation – CLO*), nebo podřízeným investorem zapojeným do rozdělení expozic a strukturování tranší v komerčních cenných papírech zajištěných hypotékami (*commercial mortgage backed security – CMBS*). Nicméně, tam, kde je ponechaný zájem takového SPV původce prodán investorovi jako třetí straně, který není nijak zapojen do sekuritizační transakce nebo jinému fondu řízenému takovým asset manažerem, který strukturoval transakci, toto zjevně nezajišťuje dostatečné sladění zájmu. Obecným požadavkem pro transakce, kdy definici původce splňuje SPV je tedy nutnost zajištění v konečné fázi dostatečné sladění zájmů původce a investorů.

4.6.1.1.2 Specifické otázky při zajištění ponechání čistého ekonomického podílu

Je zřejmé, že stupeň zapojení původců nesmí být omezen zajištěním (hedžováním⁶³) nebo prodejem ponechaného podílu. Nicméně, stupeň zapojení by v souladu s Doporučeními CEBS neměl být považován za dotčený amortizační podíl prostřednictvím alokace *cash flow* nebo prostřednictvím alokace ztrát, což ve skutečnosti snižuje stupeň ponechání rizika v čase.

takový investor byl rovněž zapojen ve strukturování transakce a ve výběru expozic k sekuritizaci (nesplňuje však definici ani původce ani sponzora a není ani původním věřitelem)

⁶³ Hedžování (*hedging*) je způsob omezení rizika ztráty způsobené cenovou fluktuací. Spočívá v nákupu nebo prodeji stejných objemů stejných nebo obdobných komodit ve shodný čas na dvou různých trzích s očekáváním, že změna ceny na jednom trhu bude vyrovnána opačnou změnou na druhém trhu. Jako příklad lze uvést pěstitele obilí, který nakoupí pšenici a ve stejném okamžiku prodá termínovaný obchod (*futures contract*) na stejné množství pšenice. Po dodání pšenice na konečný trh nakoupí zpět termínovaný obchod. Pokud dojde v mezidobí ke změně ceny, tato bude vyrovnána prostřednictvím uvedeného termínového kontraktu. Pokud cena pšenice klesne, pěstitel může nakoupit termínový kontrakt zpět za nižší než prodejní cenu, čímž bude kompenzována jeho ztráta z prodeje pšenice. Osoba nabývající zajištění (*hedger*) tak počítá s tím, že se ochrání proti změnám ceny prostřednictvím převodu rizika na poskytovatele zajištění, který spoléhá na předvídaní budoucího vývoje cen. Prodej termínového obchodu se nazývá krátký hedž a nákup termínového obchodu dlouhý hedž.

Smyslu požadavku na ponechání podílu dle mého názoru odpovídá požadavek, aby sekuritizace nebyla strukturována tak, aby v ní byl zapojen mechanismus, kterým by se požadavek na minimální ponechaný podíl původce v průběhu času snižoval rychleji, než převedený podíl tak, že by následně došlo k porušení požadavku na ponechání ekonomického podílu.

Doporučení CEBS řeší rovněž situaci mnohosti původců nebo původních věřitelů. V takových případech musí být požadavek ponechání čistého ekonomického podílu splněn každým původcem nebo původním věřitelem podle podílu na souboru všech sekuritizovaných expozic v sekuritizaci, nebo, případně, může být splněn sponzorem sekuritizace, do které byly expozice prodány nebo jinak shromážděny. To znamená, že Požadavek nemůže být splněn pouze jedním původcem nebo původním věřitelem, který by si ponechal čistý ekonomický podíl, zatímco ostatní původci nebo původní věřitelé nikoli, ledaže takový původce nebo původní věřitel by byl zároveň sponzorem celé sekuritizace, a tudíž by splnil Požadavek tímto způsobem. Takto může být splněn Požadavek v případech, kdy je sekuritizační transakce obdobně strukturována ohledně více sponzorů, kdy si opět každý sponzor musí ponechat odpovídající podíl. **Tento výklad opět dle mého názoru odpovídá smyslu požadavku na ponechání podílu, neboť jde v každém případě o motivování konkrétního původce (resp. sponzora) k obezřetnému postupu při vytváření podkladových aktiv.**

Uvedená pravidla se neuplatní v případě, že více původců nebo původních věřitelů je součástí jedné obchodní skupiny. Potom postačí, aby požadavek ponechání čistého obchodního podílu byl splněn jen jedním původcem nebo původním věřitelem ze skupiny, tak, že požadavek ponechání čistého ekonomického podílu je dosažen na konsolidované úrovni. (čl. 29 Doporučení CEBS).

Povinností úvěrové instituce (banky a družstevní záložny, dále rovněž společně jako „banka“) při nabytí expozice k úvěrovému riziku sekuritizované expozice je zajistit, aby původce, sponzor nebo původní věřitel výslovně uvedli, že splní svou povinnost k ponechání čistého ekonomického podílu. Dle výkladu v Doporučení CEBS platí, že investující banka splní svou povinnost, i když původce nebude jednat tak, jak uvedl, tj. neponechá si takový čistý ekonomický podíl nebo dojde k nenadálým korporátním okolnostem, a banka se v takovém případě nepovažuje za odpovědnou za porušení svých povinností provést hloubkovou kontrolu.

V tomto případě navíc banka není povinna vyvést ze svého majetku takové sekuritizované expozice a banka nebude typicky ani předmětem dodatečné rizikové váhy pro jakoukoli sekuritizovanou pozici, pro kterou Požadavek na ponechání podílu nebyl splněn, pokud k nesplnění Požadavku nedošlo v důsledku nedbalosti nebo zanedbání ze strany banky.

Skutečností, že nedošlo k zanedbání ze strany banky, se rozumí, že banka pravděpodobnost takového porušení vzala adekvátně v úvahu v rámci procesu hloubkové kontroly provedené bankou (např. banka řádně zvažila povahu závazku k ponechání čistého ekonomického podílu a ke sdělení relevantních údajů ohledně podkladových expozic, např. prostřednictvím smluvních ujednání). Nicméně, jakékoli předchozí porušení závazků k ponechání čistého ekonomického podílu tímž původcem by mělo být vhodně zohledněno bankou, jinak může vést k aplikaci dodatečné rizikové váhy pro takovou investující banku.

Byť se tedy na první pohled může zdát, že investující banka neodpovídá za případná porušení povinnosti původce k ponechání podílu, tato neodpovědnost není absolutní, nýbrž je relativizována tím, že k nesplnění požadavku původcem nesmí dojít v důsledku nedbalosti nebo zanedbání ze strany investující banky. Investující banka se v žádném případě nemůže spolehnout pouze na sdělení původce, nýbrž je povinna pravdivost tohoto sdělení do určité míry prověřit. Jako problematický aspekt vnímám skutečnost, že není jasné, do jaké míry je banka povinna plnění požadavku původcem prověřovat, neboť výklad CEBS hovoří o tom, že banka vzala adekvátně v úvahu pravděpodobnost porušení požadavku původcem, což je obecný pojem. Jako vodítko může dle mého názoru sloužit požadavek, aby osoba nabývající riziko vůči sekuritizaci porozuměla základním strukturálním aspektům transakce (v tomto rozsahu by tedy banka měla posuzovat i plnění povinností původcem). Výklad CEBS přitom požaduje, aby banka posuzovala ekonomickou podstatu transakce jako celek a hodnotila, zda plnění požadavku na ponechání podílu původcem není ohroženo např. zajištěním ponechaného podílu, což považuji již za velmi široký výklad povinností investující banky.

Způsob ponechání čistého ekonomického podílu (způsoby uvedené v § 189b písm. a) až d) vyhlášky) se v průběhu života sekuritizační transakce nemůže měnit, aniž by se taková změna zohlednila v plnění požadavků dle čl. 122a odst. 1 CRD (§ 189b POP), s výjimkou některých výjimečných situací (např. pokud je nezbytné restrukturování transakce), za podmínky, že taková změna je důvodná (situace, kdy původce chce upravit nebo snížit svůj ponechaný čistý ekonomický podíl za účelem ochrany proti změně výhledu kreditní situace s ohledem na podkladové expozice, nebude považována za situaci odůvodňující změnu způsobu ponechání podílu), a za předpokladu, že taková změna bude transparentně oznámena investorům. Úvěrové instituce by však měly být vnímavé k možným tendencím původců zneužít tuto možnost změnit způsob plnění Požadavku.

4.6.1.1.3 Definice čistého obchodního podílu (čistý obchodní podíl dále rovněž pouze jako „Podíl“)

Tam, kde je procento ponechaného Podílu vztaženo ke jmenovité hodnotě sekuritizovaných expozic, toto procentu se vztahuje k hrubé hodnotě expozic.

Vyhláška (v souladu se směrnicí) definuje Podíl jako jmenovitou expozici a nikoli jako pomyslnou expozici. Tudíž, pozice v sekuritizaci, které nemají žádný jistotní komponent (např. *excess spread tranche*⁶⁴) nemohou být součástí ponechaného Podílu pro účely splnění Požadavku.

Požadavek ponechání Podílu může být splněn kterýmkoli ze způsobů stanovených v ustanovení § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP samostatně, avšak nikoli kombinací více než jednoho z těchto způsobů⁶⁵. Stejně tak požadavek ponechání Podílu může být splněn buď původcem, sponzorem nebo původním věřitelem avšak nikoli prostřednictvím více těchto osob společně.

4.6.1.1.4 Uveřejnění informace o ponechání Podílu

Informace o splnění Požadavku by měla být původcem, sponzorem nebo původním věřitelem uveřejněna a vhodným způsobem uchována. Vhodným je např. zveřejnění v prospektu cenných papírů emitovaných v rámci sekuritizačního programu (viz výše). Sdělení může být rovněž neveřejné, a to tam, kde je to vhodné (např. v případě soukromých nebo bilaterálních transakcí). V souladu s výkladem v Doporučeních CEBS však ústní sdělení nebude považováno za dostatečné.

Sdělení by mělo být učiněno na počátku transakce a mělo by být následně opakováno ve stejných intervalech, ve kterých jsou sdělovány ostatní informace o transakci, tj. ostatní informační povinnosti emitenta (minimálně však jednou ročně), a kdykoli, kdy by Požadavek byl porušen.

⁶⁴ *Excess spread*: představuje rozdíl mezi úrokem, jež generují podkladová aktiva (typicky hypotéky) a úrokem, který je spojen s cennými papíry vydanými v sekuritizaci. Tento rozdíl je obvykle ukládán na speciální účet, který je čerpán v případě

⁶⁵ Současná úprava pravidel pro převod rizik (v souladu s výkladem čl. 122a směrnice) neumožňuje kombinaci způsobů ponechání Podílu. Evropský výbor orgánů dohledu však vidí možné výhody umožnění této kombinace, a pokud to bude vhodné, doporučí Komisi příslušnou změnu směrnice. Tento postup je odůvodněn tím, že pokud všechny stanovené způsoby ponechání podílu sledují sladění zájmů původců a investorů, potom by i kombinace takových způsobů měla být stejně možná. **Tuto případnou změnu však nevnímám příliš pozitivně, neboť by pro investující banky ještě více zkomplikovala a ztížila posuzování plnění požadavku na ponechání podílu původcem.**

4.6.1.1.5 Zajištění a prodej ponechaného Podílu

Požadavek na ponechání podílu by neměl být předmětem jakéhokoli omezování úvěrového rizika, krátké pozice nebo jiného zajištění. V souladu s Doporučeními CEBS by do té míry, do jaké může být důvodně předpokládáno, že je to v rámci její kontroly nebo vědomosti, banka měla ekonomickou podstatu transakce hodnotit jako celek a zvažovat zda jakékoli omezení rizika, krátká pozice nebo zajištění činí ponechání Podílu neefektivní.

Na druhou stranu mezi zajištěními se rozlišují taková, která jsou způsobilá zcela podlomit aplikaci Požadavku a jiná, která tuto způsobilost nemají. Cílem je nepovolit takové zajištění, které eliminuje původcovu expozici vůči úvěrové kvalitě sekuritizovaných expozic. Zároveň by však původci měli mít stále dostatečnou flexibilitu k řízení svého úvěrového rizika plynoucího z expozic vůči změnám v úvěrové kvalitě tříd majetku, kolaterálu nebo makroekonomických ukazatelů, kterým jsou vystaveni v důsledku svých úvěrových aktivit, sekuritizačních aktivit a dalších.

S ohledem na tyto cíle nejsou povoleny následující formy zajištění:

- a) zajištění úvěrového rizika sekuritizovaných expozic, které jsou ponechány právě za účelem splnění požadavku ponechání Podílu, např. pokud je Požadavek plněn způsobem dle § 189b odst. 2 písm. a), b) nebo d) POP, původce nemůže nakoupit ochranu proti riziku pozice prostřednictvím swapu úvěrového selhání (*credit default swap*),
- b) zajištění úvěrového rizika z expozic, které jsou drženy za účelem splnění Požadavku, tedy pokud je Požadavek plněn způsobem dle § 189b odst. 2 písm. c) POP, potom původce nesmí zajistit úvěrové riziko náhodně vybraných expozic, které si ponechal.

Je však možné, aby původce vystupoval jako protistrana sekuritizace poskytující zajištění (např. při ochraně proti úvěrovému riziku nebo měnovému riziku). Původce může jednat např. jako protistrana sekuritizační transakce při poskytování ochrany proti úvěrovému riziku, aniž by byl považován za osobu poskytující ochranu své expozici v sekuritizaci.

Při sekuritizaci obchodních pohledávek kupují původci občas externí úvěrové pojištění. Obdobně je někdy pořizováno hypoteční pojištění. Tyto typy pojištění nemusí být nutně považovány za zajištění podkladových expozic, pokud jsou pořizovány jako legitimní a obezřetný způsob poskytování zajištění a pokud jejich užití nevytváří specifický rozdíl mezi úvěrovým rizikem ponechaných pozic nebo expozic a těch pozic nebo expozic, které byly prodány investorům. Např. „*mortgage guarantee insurance*“ nemusí být považováno za zajištění v uvedeném smyslu, pokud úvěry v souboru sekuritizovaných hypoték (vůči kterým jsou stejně vystaveni investoři i původce)

jsou takto zajištěny. Nicméně, za zajištění v uvedeném smyslu může být považováno, pokud sekuritizované expozice nejsou takto zajištěny, ale expozice ponechané v rozvaze původce dle možnosti § 189b odst. 2 písm. c) vyhlášky POP jsou zajištěny, tedy pokud by úvěrové posílení bylo poskytnuto pouze ve prospěch expozic ponechaných původcem.

4.6.1.1.6 Stanovení výše ponechaného Podílu

Výše Podílu je stanovena na počátku transakce a musí být udržován průběžně po celou dobu trvání transakce. Nejtypičtěji, pokud jsou cenné papíry nebo jiné závazky ze sekuritizace vydány nebo následně nakoupeny na sekundárním trhu investorem, investor musí v tomto okamžiku zajistit, že původce výslovně uvedl, že si ponechá pozici, která splňuje Požadavek. V důsledku toho je výpočet Podílu nezávislý na akviziční ceně expozic, které mají být sekuritizovány. Nabytí aktiv se slevou vůči jmenovité hodnotě nemá samo o sobě vliv na výpočet Podílu.

Za počátek transakce (jako okamžiku, ke kterému se Podíl počítá) se rozumí okamžik, kdy podkladové expozice byly poprvé sekuritizovány a ne okamžik, kdy podkladové expozice byly poprvé vytvořeny. Výpočet Podílu k okamžiku počátku transakce rovněž znamená, že výše 5% představuje procento ponechaného Podílu k okamžiku, kdy takový stupeň ponechání byl počítán a kdy byl Požadavek plněn (např. k okamžiku, kdy expozice byly poprvé sekuritizovány). Dynamické stanovení výše Podílu a úprava ponechaného procenta v průběhu života transakce se nutně nevyžaduje, ačkoli za určitých okolností může být taková úprava z praktického pohledu nezbytná. Na druhé straně by však taková dynamika ve stanovení výše Podílu mohla ohrozit splnění Požadavku. Pro upřesnění, následující příklady představují posouzení ve vztahu k platbám, ztrátám, revolvingovým sekuritizacím a strukturálním prvkům sekuritizací:

- (i) platby (*payment rates*): tam kde původce splňuje Požadavek způsobem dle § 189b odst. 2 písm. c) POP, potom by v důsledku náhodné povahy výběru expozic předpokládané platby plynoucí z expozic ponechaných v rozvaze původce typicky neměly být zásadně odlišné od očekávaných plateb generovaných sekuritizovanými expozicemi. Tudiž, jakýkoli následný odklon od počátečního procenta (5%) ponechaného Podílu nebude mít typicky za následek nedodržení Požadavku za předpokladu, že jakékoli vyšší platby plynoucí z expozic ponechaných v rozvaze původce ve vztahu k sekuritizovaným expozicím nejsou důsledkem kroků učiněných původcem nebo důsledkem nikoli náhodné povahy výběru expozic, které si původce ponechal ve své rozvaze. **Považuji v tomto ohledu za dostatečné, aby investující banka posoudila náhodnost výběru expozic a nepovažuji tedy za nutné, aby posuzovala rovněž platby plynoucí původci z jím ponechaných expozic (tyto informace ostatně ani**

nejsou uvedeny ve výčtu informací, které musí investující banka posuzovat dle § 189d odst. 1 až 3 POP před uskutečněním investice).

- (ii) ztráty: Původce není povinen průběžně doplňovat nebo upravovat ponechaný Podíl na alespoň 5% v situaci, kdy realizuje ztráty na ponechaných expozicích nebo pokud ztráty jsou alokovány na jím ponechané expozice. Požadavek na ponechání Podílu ve výši 5% je počítán podle jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic k okamžiku počátku transakce, a tento výpočet není dotčen alokací ztrát, které redukují úroveň Požadavku v čase, a to tak dlouho pokud Podíl není zajištěn nebo prodán. Tento princip se aplikuje bez ohledu na zvolený způsob ponechání Podílu (§ 189b) odst. 2 písm. a), b), c) nebo d) POP.
- (iii) revolvingové sekuritizace: Aplikace Požadavku je jasná v případě diskretních (*stand-alone*) a nikoli revolvingových (tedy statických) sekuritizací, nicméně, mnoho sekuritizací zahrnuje skupiny expozic, které fluktuují v čase, což potenciálně komplikuje výpočet Podílu. Skupina expozic se může vyvíjet (stoupat nebo klesat) v čase, může mít období vzestupu (hodně vystoupit před dalším poklesem), mít stejnou hodnotu po určitý čas („*substitution period*“) tj. zůstat po určitou dobu stejné před klesáním, nebo jednoduše klesat postupem času od počátku sekuritizace (tj. „*static transaction*“). S ohledem na tyto možné způsoby vývoje, kdy jmenovité hodnoty expozic v sekuritizaci se mohou zvyšovat nebo klesat v čase, ponechaný Podíl by se měl typicky v čase zvyšovat, pokud jmenovitá hodnota expozic roste nebo klesat, pokud jmenovitá hodnota expozic klesá.
- (iv) Strukturální okolnosti sekuritizace: v případě způsobů splnění Požadavku dle § 189b odst. 2 písm. a), b) a d) POP, se mohou vyskytnout ujednání o prioritě splácení (prostřednictvím smluvního rozložení toků hotovosti „*waterfalls*“), spouštěcí nebo jiné mechanismy v sekuritizaci, které urychlují nebo zpomalují rychlost splacení původcova nebo investorova podílu, např. splacení některých pozic rychleji prostřednictvím tzv. turbo mechanismu, nebo splacení některých pozic rychleji nebo pomaleji než jiných prostřednictvím pravidel o dřívější amortizaci (*early amortisation*). Tyto smluvní ujednání o rozložení toků hotovosti, spouštění a další mechanismy mohou způsobit dodatečné problémy při zjišťování, zda byl Požadavek splněn a mohou rovněž vytvořit situace, v nichž původce sice splnil Požadavek ke dni počátku sekuritizace, avšak následně může dojít ke změně v důsledku následné alokace toků hotovosti. **Investující banka tudíž v rámci porozumění základním strukturálním prvkům transakce musí zohlednit rovněž případnou existenci těchto ujednání.**

Jako základní pravidlo při posuzování těchto mechanismů ve světle plnění Požadavku, by měl být obecný přístup takový, že původcem ponechaný Podíl by neměl být upřednostňován ve vztahu k tokům hotovosti (ať už se jedná o platby jistiny nebo úroků), tak aby byl splacen nebo amortizován přednostně způsobem, který by jej snížil pod 5% aktuální jmenovité hodnoty prodaných tranší nebo sekuritizovaných expozic (ačkoli by mohl klesnout pod 5% původní jmenovité hodnoty prodaných tranší nebo sekuritizovaných expozic). Úvěrové posílení poskytnuté na počátku transakce investující bance by nemělo klesat nerovnoměrně ve vztahu k výši splátek plynoucích z podkladových expozic.

- a) Jedním z možných výkladů tohoto pravidla je, že splátky jistin a úroků mohou být placeny následně nebo proporcionálně vůči podílu investora, ale ne urychleně tak, aby došlo ke splacení dříve, než bude splacen podíl investora, neboť toto by způsobilo následné porušení Požadavku. Příklad lze uvést pro situaci, kdy je Podíl ponechán ve formě tranše první ztráty podle možnosti § 189b odst. 2 písm. d) POP: pokud skupina podkladových expozic sníží hodnotu ze €100 na €50, potom se taková tranše první ztráty může snížit rovněž z €5 na €2,5 v důsledku poměrného uplatnění splátek jistiny na podkladové expozice obou, investorů a původce, a tato tranše první ztráty nemusí být následně doplněna na původní výši €5. Nicméně, taková tranše první ztráty by se za těchto podmínek nemohla snížit např. až na €2 za stejné období v důsledku zrychleného spláčení této tranše oproti ostatním tranším převedeným investorům.
- b) S ohledem na možnost splnění Požadavku dle § 189b odst. 2 písm. d) POP, bez ohledu na znění úpravy: „*keré nejsou splatné dříve než tranše převedené investorům*“, toto znamená, že taková tranše první ztráty může být splacena stejně, jako jiné (potenciálně více seniorní) tranše poměrně (za podmínek uvedených výše v odst. (a)) a dále to znamená, že požadavek, že tranše první ztráty není splatná dříve, neznámá, že nemůže být splacena shodně (ve stejném čase) s ostatními tranšemi, které byly převedeny investorům.

Výše uvedené lze shrnout následovně. V závislosti na tom, jak je nastaveno spláčení Podílu ponechaného původcem lze rozlišit následující situace:

- (i) Spláčení Podílu je podřízeno spláčení pozic investorů nebo je nastaveno poměrně (*pro-rata*) se spláčením pozic investorů: v tomto případě je Požadavek splněn. Jako příklad lze uvést statické (*stand-alone*) RMBS (*residential mortgage backed securities*) nebo CMBS

s modifikovaným pro-rata splácením a s plněním Požadavku dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. d) POP.

- (ii) Splácení podílu je urychlené ve vztahu ke splácení pozic investorů: zde je nutné posoudit, zda je uvedená struktura splácení vytvořena za účelem obejití nebo porušení Požadavku. Pokud ano, Požadavek není splněn, pokud ne, Požadavek je splněn (jako příklad situace, kdy Požadavek není obcházen, a tudíž je splněn, lze uvést rozdělení plateb mezi původcův a investorův podíl (např. v rámci master trustu), za použití způsobu splnění Požadavku dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. b) POP, za předpokladu, že původce si ponechá podíl ve výši minimálně 5%).

S ohledem na výše uvedené se nabízí otázka, zda investující banka je povinna posuzovat rovněž strukturu splácení podílu ponechaného původcem a porovnávat ji se strukturou splácení sekuritizovaných pozic, které nabyla, nebo zda se může omezit na kontrolu plnění požadavku původcem v určitých intervalech. Přikláním se ke druhé variantě, s tím, že pokud při kontrole plnění požadavku investující banka zjistí, že podíl ponechaný původcem poklesl pod 5%, měla by požadovat dodatečné informace ohledně struktury splácení podílu původce a posoudit, zda původce nadále plní požadavek.

Při stanovení výše ponechaného Podílu se ustanovení § 189b POP (v souladu s terminologií čl. 122a odst. 1 směrnice CRD) liší v terminologii u možnosti dle odst. 2 písm. a), kde se hovoří o 5% jmenovité hodnoty tranše a možností dle odst. 2 písm. b) až d), kde se hovoří o 5% jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic. Za určitých okolností toto může vést k rozdílným výsledkům podle volby konkrétní možnosti, např. v situaci, kdy je jmenovitá hodnota sekuritizovaných expozic vyšší než jmenovitá hodnota tranší vydaných v takové sekuritizaci (např. v případě, že je sekuritizace překolateralizována).

Je rovněž možné, aby byl Požadavek na ponechání podílu splněn způsobem, který může být postaven na roveň některé z možností dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP (např. prostřednictvím použití derivátů). Např. původce nabývá úvěrové riziko prostřednictvím swapu veškerých výnosů (*total return swap*)⁶⁶ jako strana kupující riziko spojené s nejpodřízenější tranší v sekuritizaci, nebo

⁶⁶ Swap veškerých výnosů (total return swap) je úvěrový derivát. Většinou jde o tzv. nefinancovaný úvěrový derivát, kdy strana nakupující riziko neposkytuje zdroje na krytí rizika předem (v některých případech však kupující rizika skládá u prodávajícího své aktivum jako kolaterál, potom se jedná o financovaný úvěrový derivát). Prostřednictvím swapu veškerých výnosů převádí strana prodávající riziko své úvěrové i tržní riziko spojené s referenčním nástrojem po dobu trvání kontraktu nebo do úvěrové události. Strana prodávající riziko platí periodické platby ze všech peněžních toků plynoucích z referenčního nástroje a ze zvýšení reálné hodnoty referenčního nástroje (způsob stanovení reálné hodnoty by měl být uveden v kontraktu). Ve stejné

poskytuje akreditiv sekuritizačnímu programu. Takový způsob ponechání Podílu je dle Doporučení CEBS přípustný. Nicméně, za takových okolností musí být osobou, která si ponechává Podíl a plní tak Požadavek přímo původce (nestačí, pokud tak činí třetí osoba). Navíc, v situacích, kdy Požadavek je plněn prostřednictvím syntetické, podmíněné nebo derivativní pozice nebo expozice, ponechaný Podíl (výpočet 5%) musí být roven podmínkám vyjádřeným v možnostech plnění Požadavku dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP. Osoba, která plní Požadavek, by měla rovněž zveřejnit formu ponechání Podílu a metodologii výpočtu a její postavení na roveň nejvíce vhodné možnosti z možností § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP.

4.6.1.1.7 Pravidlo, že Požadavek se na jednu sekuritizační transakci nemá uplatňovat násobně

Ustanovení § 189b odst. 4 POP stanoví, že Požadavek na ponechání podílu se na jednu sekuritizační transakci nemá uplatňovat opakovaně. Toto pravidlo stanoví rovněž směrnice CRD. Toto pravidlo nepředstavuje zákaz, pouze znamená, že postačuje, pokud se Požadavek aplikuje na jednoho původce sekuritizace.

V případě re-sekuritizace, z pohledu investora v re-sekuritizaci, se splnění Požadavku vztáhne pouze na druhou vrstvu transakce (do které investor investuje) a nikoli do první (podkladové) vrstvy transakce. Pravidlo, že Požadavek se neuplatní opakovaně, znamená, že Požadavek se neuplatní násobně vůči jednotlivým stranám transakce nebo vůči jednotlivým SPV v rámci transakce, nicméně, mohou se vyskytnout různé stupně násobného ponechání Podílu jako výsledek samotného re-sekuritizačního procesu.

Pokud se jedná např. o re-sekuritizaci stávajících sekuritizací, toto může vyústit v ponechání Podílu na více úrovních celé transakce (tj. jak v podkladových sekuritizacích, tak i v nově vzniklé re-sekuritizaci). Nicméně, toto představuje výsledek samotného re-sekuritizačního procesu a nejde o podmínku splnění požadavků § 189b POP. **Investující banka by však vždy měla posuzovat, zda je požadavek na ponechání podílu plněn ve druhé vrstvě transakce.**

Naopak pokud účast dvou SPV v transakci je výsledkem právní struktury sekuritizace, nezpůsobí to nutně požadavek násobné aplikace Požadavku dle § 189b POP, ani to nutně nepovede nepřímo k násobnému ponechání podílu jako výsledek struktury transakce. **Nicméně, investující banky by měly být obzvláště opatrné u struktur sekuritizací, které užívají prostředních SPV, a neměly by investovat do struktur, které by mohly vyústit v obejití ekonomického základu Požadavku**

dny platí strana nakupující riziko platby ze všech peněžních toků odvozených od hypotetického nástroje (např. LIBOR + x bazických bodů) a částku odpovídající poklesu reálné hodnoty referenčního nástroje.

(v praxi je pravděpodobné, že ponechaný Podíl bude v případě takových re-sekuritizací držen sponzorem re-sekuritizací).

Přestože v případě re-sekuritizací není po bankách požadováno, aby zajistily, aby ponechání Podílu bylo splněno rovněž v první vrstvě (tj. v podkladových sekuritizacích), neboť tento požadavek se aplikuje pouze na druhou vrstvu (do které je investováno), nelze se dle mého názoru spoléhat na to, že investující banka nemusí posuzovat první vrstvu transakce, neboť ponechání podílu v první vrstvě transakce může být podstatné pro splnění povinnosti banky podle § 189d odst. 1 až 6 POP, popř. u bank vystupujících jako sponzoři nebo původci se může jednat o podstatné informace pro účely transparentnosti a uveřejnění (pro účely splnění jejich povinností dle § 189e odst. 3 POP).

4.6.1.2 Výklad k jednotlivým možnostem plnění Požadavku (možnosti dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP, v souladu s čl. 122a odst. 1 směrnice)

4.6.1.2.1 Ponechání vertikálního podílu (§ 189b odst. 2 písm. a) POP)

Dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. a) POP se ponecháním významného čistého ekonomického podílu rozumí ponechání alespoň 5% jmenovité hodnoty každé tranše převedené investorům.

Tento požadavek může být splněn rovněž ponecháním alespoň 5% výše úvěrového rizika z každé sekuritizované expozice, pokud ponechané úvěrové riziko ve vztahu k takovým sekuritizovaným expozicím vždy odpovídá nebo je podřízeno úvěrovému riziku, které bylo sekuritizováno ve vztahu k těmto expozicím.

V situaci, kdy v rámci programů komerčních papírů zajištěných aktivy (ABCP) je poskytnuta likvidní facilitita, potom může být Požadavek podle § 189b odst. 2 písm. a) POP splněn původcem prostřednictvím poskytnutí takové likvidní facility za následujících podmínek:

- (i) Likvidní facilitita pokrývá úvěrové riziko expozic, nikoli pouze likviditu, nestabilitu trhu nebo jiné úvěrové riziko sekuritizace, a kapitálový požadavek takové facility je kalkulován odpovídajícím způsobem;
- (ii) Likvidní facilitita pokrývá 100% úvěrového rizika takových expozic (likvidní facility jsou většinou v seniorní pozici, proto musí pokrýt 100% úvěrového rizika prostřednictvím možnosti dle § 189b odst. 2 písm. a) POP, pokud by ale byly na nižším stupni, podřízené, potom by mohl splnit Požadavek i prostřednictvím ostatních možností dle § 189b odst. 2 písm. b) až d) POP;

- (iii) Podmínky takové likvidní facility musí zaručit, že zůstane dostupná tak dlouho, dokud původce bude muset plnit Požadavek prostřednictvím takové facility pro relevantní sekuritizované expozice;
- (iv) Likvidní facility je poskytována původcem (a ne jinou osobou);
- (v) Banka investující nebo jinak přebírající expozici do takových expozic sekuritizace má dostatečný přístup k vhodné dokumentaci, což jí umožňuje ověřit splnění podmínek uvedených výše pod body (i) až (iv).

Jako příklad lze uvést likvidní facility poskytnutou sponzorem programu komerčních papírů zajištěných aktivy (ABCP), seniorní k ostatním závazkům v rámci dohody o rozložení toků hotovosti (*waterfall agreement*), ale pokrývající 100% úvěrového rizika podkladových expozic (tedy nikoli pouze hrazení oproti plnění pohledávek), s podmínkami, které zaručují, že tato likvidní facility bude dostupná tak dlouho, dokud nebude komerční papír zcela splacen. Taková likvidní facility může splňovat Požadavek dle možnosti § 189b odst. 2 písm. a) POP.

4.6.1.2.2 Ponechání původcova podílu (§ 189b odst. 2 písm. b) POP)

Dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. b) POP se ponecháním významného čistého ekonomického podílu rozumí ponechání podílu původcem

ve výši alespoň 5 % jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic v případě sekuritizace revolvingových expozic.

Tato možnost je otevřena nejen pro sekuritizaci revolvingových expozic, ale rovněž pro revolvingové sekuritizace nikoli revolvingových expozic (nebo revolvingové sekuritizace s kombinací revolvingových a nikoli revolvingových expozic).

Možnost plnění Požadavku způsobem dle § 189b odst. 2 písm. b) POP se uplatní typicky v případě revolvingové sekuritizace úvěrů z kreditních karet (kde obojí sekuritizace i expozice jsou revolvingové), a dále např. v případě revolvingové sekuritizace hypotečních úvěrů (kde pouze sekuritizace je revolvingová a expozice revolvingové být nemusí).

4.6.1.2.3 Ponechání náhodně vybraných expozic v rozvaze původce (§ 189b odst. 2 písm. c) POP)

Dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. c) POP se ponecháním významného čistého ekonomického podílu rozumí ponechání náhodně vybraných expozic, které odpovídají alespoň 5 % jmenovité

hodnoty sekuritizovaných expozic a které by jinak byly sekuritizovány v rámci dané sekuritizační transakce, za podmínky, že počet expozic určených na počátku k sekuritizaci je alespoň 100.

Možnost splnění Požadavku dle § 189b odst. 2 písm. c) POP je použitelná pro tradiční i syntetické sekuritizace, ovšem expozice, které jsou zahrnuty pro stanovení Požadavku, nemohu být dále synteticky sekuritizovány.

V případě, že Požadavek je plněn prostřednictvím možnosti dle § 189b odst. 2 písm. c) POP, tedy ponecháním náhodně vybraných expozic původcem, **banka nabývající riziko sekuritizace by měla provést test náhodnosti**, tj. posoudit způsob, kterým je vytvářen soubor podkladových expozic pro sekuritizační transakci, ze kterých budou vybírány expozice, které si ponechá původce a expozice, které budou sekuritizovány. Při tomto posouzení musí vzít banka v úvahu kvalitativní i kvantitativní faktory při takovém vytváření podkladového portfolia, tj. posoudit distribuci, vážený průměr, a rozvrstvení u následujících kritérií: ročník (stáří), produkt, místo, datum počátku transakce, datum splatnosti, poměr úvěru k hodnotě⁶⁷, způsob vlastnictví, průmyslové odvětví, poměr cash flow k závazkům z úvěru, nesplacená část úvěru, tak aby mezi skupinou expozic a expozicemi z nich náhodně vybranými byly skutečně jen náhodné rozdíly. Rizikové faktory při definování skupiny potenciálně sekuritizovaných expozic by měly být investorům jasně sděleny pro účely jejich hloubkové kontroly.

Požadavek, aby počet expozic určených na počátku k sekuritizaci bylo alespoň sto (100), znamená dle Doporučení CEBS požadavek, aby bylo alespoň sto (100) podkladových expozic, z nichž bude náhodně vybráno pět (5) expozic, nikoli, aby bylo alespoň sto (100) náhodně vybraných expozic. Bez ohledu na toto konkrétní číslo je tento způsob plnění Požadavku určen především pro větší skupiny expozic (*highly granular groups of exposures*), za takové skupiny se považují skupiny obsahující více než 100 podkladových expozic, neboť výsledkem by nemělo být, aby sekuritizovaná nebo ponechaná část byly příliš koncentrované.

Ohledně pojmu „expozice určené k sekuritizaci“ jsou ponechané expozice počítány jako 5,0% tedy 5/100, nikoli jako 4,76% (5/105).

V případě, že je zvolen tento způsob plnění Požadavku, náhodně vybrané expozice, které jsou drženy za účelem splnění Požadavku, musí představovat trvalou skupinu expozic, tj. pro původce nepřichází v úvahu, aby průběžně měnil expozice, které jsou určeny k plnění Požadavku, ledaže

⁶⁷ *Loan to value ratio (LTV)*: poměr úvěru k hodnotě: v případě úvěrů zajištěných aktivy se tímto poměrem rozumí výše úvěru jako procento hodnoty aktiva, kterým je úvěr zajištěn.

tak činí za účelem splnění požadavku ve vztahu k sekuritizaci, ve které revolvingový zůstatek fluktuuje v čase (takové doplnění musí projít testem náhodnosti výběru ponechaných expozic). **Z uvedeného dovozují, že banka nabývající riziko vůči sekuritizaci by měla mít přehled o expozicích ponechaných původcem a o změnách provedených v portfoliu ponechaných expozic, za problematické však považují, že chybí odpovídající informační povinnost na straně původce.**

4.6.1.2.4 Ponechání tranše první ztráty (§ 189b odst. 2 písm. d) POP)

Dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. d) POP se ponecháním významného čistého ekonomického podílu rozumí ponechání tranše první ztráty a případně dalších tranší, které znamenají stejné nebo vyšší riziko než tranše převedené investorům a které nejsou splatné dříve než tranše převedené investorům tak, aby expozice, které jsou ponechány, činily v úhrnu alespoň 5 % jmenovité hodnoty sekuritizovaných expozic.

Tranše první ztráty může být složena z expozic jako podřízená pohledávka nebo rezervní účet, akciový podíl, část platby za cenné papíry ponechaná SPV (namísto jejího zaplacení původci). Toto je neuzavřený výčet pozic nebo expozic, které jsou volitelné pod způsob dle § 189b odst. 2 písm. d) POP. Tyto expozice první ztráty mohou být vytvořeny na podmíněné, syntetické nebo derivativní bázi, např. prostřednictvím swapu veškerých výnosů nebo akreditivu.

Možnost dle § 189b odst. 2 písm. d) POP vyjadřuje „první ztrátu“ ve smyslu závazkové struktury sekuritizační operace (vyjadřuje ji specificky jako tranši první ztráty), mohou se však vyskytnout i okolnosti, kdy ponechání takové expozice první ztráty původcem je dosaženo srovnatelnými (ale nikoli identickými) prostředky). Např. původce může překolaterizovat závazky ze sekuritizace a taková překolaterizace funguje jako polštář první ztráty chránící závazky ze sekuritizace proti úvěrovému riziku prvních ztrát ze sekuritizovaných expozic. Za takových okolností by kalkulace ponechané částky (tj. kalkulace 5%) měla být postavena na roveň jasnějším a jednodušším způsobům plnění Požadavku dle § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP. **Osoba plnící Požadavek by měla zveřejnit způsob ponechání Podílu, metodologii výpočtu a její ekvivalenci vůči kalkulaci nevhodnějšího ze způsobů § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP.**

Akreditiv, garance nebo jiná forma úvěrového posílení poskytnutá původcem může být rovněž přípustná jako způsob ponechání Podílu podle možnosti písmena § 189b odst. 2 písm. d) POP, za následujících podmínek:

- (i) pokrývá úvěrové riziko expozic a ne pouze ostatní nikoli úvěrové rizika;

- (ii) pokrývá alespoň 5% úvěrového rizika takových expozic a nabývá pozici první ztráty ve vztahu k sekuritizaci (nicméně za určitých okolností může nabýt i expozici druhé ztráty, pokud tranše první ztráty je nabyta původcem);
- (iii) pokrývá takové úvěrové riziko tak dlouho, dokud původce musí splňovat Požadavek tímto způsobem pro relevantní pozice sekuritizace;
- (iv) je poskytováno původcem a ne jinou osobou; a
- (v) úvěrová instituce investující do, nebo jiným způsobem nabývajících expozic v takové sekuritizaci má dostatečný přístup k vhodné dokumentaci, která jí umožňuje ověřit splnění podmínek (i) až (iv) výše.

Je možné, aby Požadavek dle § 189b odst. 2 písm. d) POP byl splněn akreditivou (*stand-by letters of credit*)⁶⁸ poskytnutými jako úvěrové posílení pro celý program ABCP sponzorem, pokud jsou splněny podmínky uvedené výše pod (i) až (v).

Pouze splacený rezervní účet nebo splacená část rezervního účtu může splnit Požadavek; nesplacený účet nebo jeho nesplacená část nikoli. Navíc rezervní účet, který plní Požadavek podle možnosti § 189b odst. 2 písm. d) POP, by měl mít schopnost absorbovat ztráty jistiny podkladových expozic (*principal losses*), a neměl by mít omezené použití na nikoli úvěrové události, jako např. okolnosti poklesu trhu.

V případě některých sekuritizací (jako např. ABCP), může být Požadavek splněn způsobem dle § 189b odst. 2 písm. d) POP tehdy, pokud si původce ponechal 5% podíl v podkladových expozicích nebo v pozicích vzniklých sekuritizační transakcí, včetně prodeje expozic se slevou alespoň 5%. Tímto způsobem může splnění Požadavku zajistit nejen původce, ale i ostatní osoby účastníci se transakce (např. poskytovatel likvidní facility).

Další otázky a upřesnění

Minimální požadovaná úroveň ponechání Podílu činí 5%, nicméně nic nebrání tomu, aby skutečná výše ponechání Podílu byla vyšší. Viz k tomu zpráva Komise pro Radu a Evropský parlament: očekávaný dopad čl. 122a směrnice 2006/48/EC (COM(2010)262), 28.5.2010): „*S ohledem na specifickou otázku efektivnosti zvolené úrovně ponechání čistého obchodního podílu, Komise uzavírá, že dosavadní minimální úroveň ponechání ve výši 5% by měla být ponechána, přičemž je připuštěno, aby investoři požadovali vyšší stupeň ponechání podle konkrétní sekuritizace*“. Viz

⁶⁸ *Stand-by letter of credit (SLOC)*: (rovněž znám jako „*non-performing letter of credit*“, záruka poskytnutá bankou za jejího klienta, která přichází v úvahu, pokud klient nesplní svůj závazek k úhradě vůči třetí osobě, představuje záruku o kupcově schopnosti hradit závazky.

rovněž „Technické rady ohledně efektivnosti minimálního Požadavku pro sekuritizace“ vydané CEBS ze dne 30.10.2009, kde se dochází k závěru, že neexistuje žádný silný důkaz o tom, že změna v procentu ponechání Podílu (z 5% na jiné procento) by vedla k lepšímu propojení ekonomického zájmu původců a investorů: „Každé posouzení, zda zvýšení Požadavku je nezbytné, počíná s posouzením dostatečnosti stávajícího požadavku 5%. Je obtížné poskytnout přesvědčivý důkaz o adekvátnosti 5%, když efektivita propojení zájmu, které vytváří, se mění napříč skupinami majetku, strukturami a místy.“

V souvislosti s výše uvedeným považuji rovněž za podstatnou otázku, zda může být po bance, která nabývá úvěrové riziko vůči sekuritizaci, orgánem dohledu požadováno, aby vyžadovala vyšší než 5% podíl ponechaný původcem. Výklad Komise a CEBS je v tomto ohledu nejasný, když pouze připouští, aby úvěrová instituce požadovala vyšší podíl, než 5%. Domnívám se však, že výklad v tom smyslu, že banka (úvěrová instituce) je povinna posoudit, jaká výše podílu by byla v daném případě dostatečná, by byl příliš zatěžujícím vůči úvěrovým institucím a jednalo by se tudíž o výklad v neprospěch úvěrových institucí. Zároveň však dle mého názoru nelze takový výklad zcela vyloučit a právní úprava by se tudíž měla *de lege ferenda* v tomto ohledu upřesnit.

Doporučení CEBS se vyjadřují k výkladu věty čl. 122a alinea 3 věta třetí směrnice: „*The net economic interest shall be determined by the notional value for off-balance sheet items*“, což v české verzi směrnice odpovídá ustanovení: „Čistý ekonomický podíl se stanoví podle pomyslné hodnoty podrozvahových položek“. Do českého právního řádu je však uvedené ustanovení inkorporováno v ustanovení § 189b odst. 3 věta první POP následovně: „Výše čistého ekonomického podílu se určuje podle jmenné hodnoty podrozvahových položek“. S ohledem na přednost evropského práva před právem vnitrostátním bude třeba vykládat uvedené ustanovení ve světle směrnice a tudíž vykládat uvedené ustanovení s ohledem na výklad v Doporučeních CEBS, tj. následujícím způsobem:

Pokud expozice, pohledávky nebo peněžní toky určené k sekuritizaci se skládají nebo zahrnují nerealizované nebo budoucí položky, potom se Požadavek uplatní dynamicky, tj. uplatní se vůči těmto budoucím položkám až v budoucnu, kdy vzniknou (jsou realizovány) a nikoli před tímto datem. Typicky tedy v případě sekuritizace pohledávek z kreditních karet se Požadavek uplatní ve vztahu k dlužné (nesplacené) výši zůstatku kreditní karty a nikoli na celý kreditní limit, tj. nikoli do nevyčerpané výše kreditního limitu, avšak dynamicky se přizpůsobí v okamžiku, kdy je kreditní limit dále čerpán a jsou tak vytvořeny nové pohledávky (např. prostřednictvím úpravy velikosti podílu prodávajícího v revolvingových sekuritizacích podle možnosti § 189b odst. 2 písm. b) POP). V tomto ohledu použití termínu „pomyslné hodnoty“ „*notional value*“ vyjadřuje rozdíl mezi

podmíněnými závazky a aktuálními pohledávkami, nikoli rozdíl mezi syntetickými a peněžními sekuritizacemi).

Ustanovení čl. 122a alinea 3 věta druhá směrnice CRD stanoví: „*It (the net economic interest) shall not be subject to any credit risk mitigation or any short positions or any other hedge*“, což v české verzi odpovídá ustanovení: „(čistý ekonomický podíl) *Nesmí být předmětem žádného zmírňování úvěrového rizika nebo jakékoli krátké pozice či jiného zajištění.*“ Do českého právního řádu je toto ustanovení inkorporováno v § 189b odst. 3 věta druhá POP: „*Čistý ekonomický podíl nelze převést a rovněž nemůže být předmětem zajištění nebo krátké pozice*“, tj. je užší oproti směrnici, která zakazuje obecně jakékoli zmírňování úvěrového rizika, když česká právní úprava výslovně zakazuje pouze převod, krátkou pozici nebo zajištění. I zde se však uplatní výklad ve světle směrnice CRD.

Ustanovení § 189b odst. 3 věta první POP dále stanoví: „*Výše čistého ekonomického podílu se určuje podle jmenovité hodnoty podrozvahových položek na počátku sekuritizace a je průběžně udržována*“. **Co se myslí pojmem „průběžně udržována“ ustanovení § 189b odst. 3 POP blíže nestanoví**, avšak dle čl. 122a směrnice se tímto pojmem rozumí, že „*ponechané pozice, podíl nebo expozice se nezajišťují ani neprodávají*“. Dle Doporučení CEBS ustanovení „*neprodávají*“ nevyklučuje, aby strana, která má ponechaný podíl, jej použila pro zajištěné financování v repo transakci, pokud při takové transakci, strana s ponechaným podílem nepřevádí úvěrové riziko z takového ponechaného podílu, jak by tomu bylo typicky u standardních repo transakcí (např. *TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement*).

Obdobně, pokud je zvolena možnost plnění Požadavku dle ustanovení § 189b odst. 2 písm. c) POP, banka by měla posoudit, zda úvěrové riziko ponechaných expozic, prostřednictvím kterých je Požadavek plněn, není převedeno z původce a není ani dostupné pro takový převod, bez ohledu na to, zda takové expozice jsou následně použity pro účely financování (a bez ohledu na to, zda se jedná o strukturované financování či nikoli).

CEBS v Doporučeních připouští, že je možné konstruovat okolnosti, za kterých je Požadavek technicky splněn, ačkoli osoba, která si ponechává podíl (původce) má asymetrickou expozici v sekuritizaci. Např. vzhledem k tomu, že ponechání Podílu je vypočítáváno v nominální hodnotě (oproti tržní hodnotě), sekuritizace expozic se slevou oproti tržní ceně (ať už v rámci tradiční sekuritizace nebo syntetické), může vyústit v takovou situaci. CEBS přitom uvádí, že bude společně s orgány dohledu sledovat rozsah v jakém ponechání je uskutečňováno ve formě, která vystavuje ponechávající osobu pouze výhodám a nikoli nevýhodám sekuritizací, jako součást post-

implementačního sledování efektivnosti úpravy čl. 122a směrnice CRD s ohledem na její hlavní cíl, kterým je zajistit sladění zájmů původců a investorů.

4.6.1.3 Splnění Požadavku na ponechání podílu na konsolidovaném základě (§ 189c odst. 1 a 2 POP)

Ustanovení § 189c odst. 1 a 2 POP inkorporuje do české právní úpravy úpravu čl. 122a odst. 2 směrnice CRD.

Dle § 189c odst. 1 POP evropská ovládající banka nebo evropská finanční holdingová osoba může na konsolidovaném základě splnit Požadavek, sekuritizuje-li sama nebo prostřednictvím ovládané osoby v pozici původce nebo sponzora expozice více úvěrových institucí, obchodníků s cennými papíry nebo finančních institucí, nad kterými je vykonáván dohled na konsolidovaném základě.

Dle § 189c odst. 2 POP se ustanovení odst. 1 použije pouze v případě, kdy se úvěrová instituce, obchodník s cennými papíry nebo finanční instituce, která je původcem sekuritizovaných expozic, zavázala k plnění požadavků podle § 189e odst. 1 POP a bez zbytečného odkladu poskytuje dalšímu původci nebo sponzorovi a příslušné evropské ovládající bance nebo evropské holdingové osobě informace potřebné k plnění požadavků podle § 189e odst. 3 POP.

Ustanovení čl. 189c odst. 1 a 2 POP (resp. čl. 122a odst. 2 směrnice CRD) umožňuje, aby Požadavek byl splněn na konsolidovaném základě, pokud je každá instituce zapojená do sekuritizace zahrnuta do dohledu na konsolidovaném základě. Toto umožňuje různým osobám stejné skupiny účastnit se na různých sekuritizacích, přičemž zajišťuje, že tyto osoby jsou stále vystaveny ponechanému úvěrovému riziku a zájmy zůstávají sladěny. Nicméně, úprava § 189c odst. 1 a 2 POP může být použita, pouze pokud osoby zajistí rovněž splnění požadavků dle § 189e POP (čl. 122a odst. 6 a 7 směrnice CRD).

Rovněž považují za významné, že ustanovení § 189b POP (resp. čl. 122a odst. 1 směrnice CRD) hovoří jasně o tom, že ponechaný Podíl nesmí být prodán ani zajištěn. Pokud tedy osoba, která si ponechala podíl jménem jiných osob ve skupině, následně přestane být členem skupiny, jedna nebo více osob skupiny musí následně nabýt expozici v sekuritizaci tak, aby bylo zajištěno plnění Požadavku.

Schopnost plnit Požadavek na konsolidovaném základě by mělo platit rovněž vůči původcům nebo původním věřitelům, kteří nejsou úvěrovou institucí. Toto je podpořeno definicí původce dle směrnice jako osoby, která buď sama, nebo prostřednictvím spřízněných osob, přímo nebo

nepřímo, je zapojena ve vytváření závazků, ze kterých vznikají expozice, které jsou sekuritizovány.

4.6.1.4 Výjimky z aplikace Požadavku na ponechání podílu (§ 189c odst. 3 až 5 POP)

Ustanovení § 189c odst. 3 až 5 POP stanoví v souladu s čl. 122a odst. 3 směrnice CRD výjimky z aplikace Požadavku (tedy výjimky z uplatnění požadavků § 189b POP).

Dle § 189c odst. 3 POP se Požadavek neuplatňuje v případech, kdy sekuritizovaná expozice představuje pohledávku, nebo podmíněnou pohledávku vůči:

- a) centrální vládě nebo centrální bance;
- b) regionální vládě, místnímu orgánu nebo organizaci veřejného sektoru z členského státu;
- c) instituci, které je podle standardizovaného přístupu přiřazena riziková váha 50% nebo nižší, nebo
- d) mezinárodní rozvojové bance.

Požadavek se přitom dle § 189c odst. 4 POP neuplatní v případě, kdy sekuritizovaná expozice představuje pohledávku, anebo podmíněnou pohledávku, která je v celé výši zajištěna bezpodmínečnou a neodvolatelnou zárukou osoby podle § 189c odst. 3 POP.

Dle § 189c odst. 5 POP se Požadavek dále neuplatňuje na:

- a) transakce založené na jasném, transparentním a dostupném indexu, jehož podkladové referenční nástroje jsou stejné jako nástroje, které tvoří široce obchodovaný index, nebo jehož podkladové referenční nástroje jsou jiné obchodovatelné cenné papíry, které nejsou sekuritizovanými expozicemi, a
- b) syndikované úvěry, pohledávky nabyté za úplatu nebo swapy úvěrového selhání, pokud nejsou tyto nástroje použity k zajištění nebo opětovné sekuritizaci sekuritizace, na kterou se vztahuje požadavek ponechání významného čistého ekonomického podílu.

Základní podmínky:

Výjimky uvedené § 189c odst. 3 až 5 POP, jsou výjimkami z požadavku ponechání čistého ekonomického podílu (tedy Požadavku dle § 189b POP) a nikoli z ostatních požadavků § 189c až 189e POP. Nicméně, v určitých případech mohou být určité typy expozic nebo instrumentů uvedených v § 189c odst. 3 až 5 POP a vyloučených z aplikovatelnosti § 189b POP, vyloučeny

z aplikovatelnosti celé úpravy § 189b až 189d) POP, neboť nespádají pod pojem sekuritizace (pojem vymezený v čl. 4 odst. 36 směrnice CRD).

Portfolia obchodování s korelací

Výjimky uvedené v § 189c odst. 5 písm. a) pro případy, kdy „*transakce jsou založené na jasném, transparentním a dostupném indexu nebo jsou jiné obchodovatelné cenné papíry, které nejsou sekuritizovanými expozicemi*“ jsou považovány za skupinu postavenou na roveň definici portfolií obchodování s korelací, jak jsou popsány ve směrnici 2010/75/EU novelizující úpravu směrnice 2006/49/ES („CRD III“). Tyto výjimky se vztahují na všechny pozice, které jsou obsaženy v obchodních aktivitách s korelací, jak jsou popsány v uvedené novelizaci.

Jako jasný, transparentní a dostupný index ve smyslu této úpravy je možné považovat v souladu s Doporučeními CEBS například (a nikoli výlučně) indexy CDX a iTraxx.

Swapy úvěrového selhání

Výjimka vztahující se na swapy úvěrového selhání pokud nejsou použity k zajištění nebo opětovné sekuritizaci sekuritizace, znamená, že swapy úvěrového selhání nejsou pojmově typem expozice, která by spadala automaticky pod § 189b POP, ledaže takové swapy úvěrového selhání tvoří sekuritizované pozice. Např. prodávání ochrany pro kolateralizovaný úvěrový závazek (*collateralised debt obligation*) prostřednictvím swapu úvěrového selhání nebude vyjmut podle § 189c odst. 5 písm. b) POP (a tudíž bude předmětem Požadavku), avšak prodej ochrany obchodníkovi (*corporate entity*), který netvoří sekuritizaci, bude typicky vyjmut dle tohoto ustanovení (a nebude předmětem Požadavku).

Dle čl. 96 věta druhá směrnice CRD poskytovatel úvěrové ochrany sekuritizovaným pozicím je považován za držitele pozic v sekuritizaci a tudíž se na něj vztahuje ustanovení § 189b až 189e) POP stejně jako na investora. Tudíž, banka nesmí poskytovat úvěrovou ochranu sekuritizovaným pozicím tam, kde sekuritizace nesplňuje podmínky dle § 189b POP. Tudíž ve vztahu prodeje vůči nákupu úvěrové ochrany:

- (i) Pokud banka nakupuje ochranu pro sekuritizaci (např. prostřednictvím swapu úvěrového selhání), na takový nákup ochrany se nevztahují požadavky § 189b POP;
- (ii) Nicméně, tam kde banka prodává ochranu pro sekuritizaci (např. prostřednictvím swapu úvěrového selhání), na takový prodej ochrany se vztahuje ustanovení § 189b POP;

- (iii) Tudiž věta, dle které se Požadavek neuplatňuje na „*swapy úvěrového selhání pokud nejsou použity k zajištění nebo opětovné sekuritizaci sekuritizace*“ znamená, že požadavky § 189b POP se uplatní, pokud takové instrumenty jsou použity k zajištění sekuritizovaných pozic, avšak pouze v případě, že banka prodává ochranu (tj. nabývá expozici v takové sekuritizaci) a nikoli v případě, že banka nakupuje ochranu (tj. převádí expozici vůči takové sekuritizaci).

4.6.2 Povinnost znalosti strukturálních prvků sekuritizační transakce (§ 189d odst. 6 POP)

Ustanovení § 189d odst. 6 POP implementuje ustanovení čl. 122a odst. 5 alinea 2 CRD, **nečiní tak však dle mého názoru zcela přesně**. V důsledku toho není z ustanovení § 189d POP zřejmé, že jeho odst. 6 se vztahuje na osoby (banky a družstevní záložny) nabývajících riziko vůči sekuritizaci, zatímco jeho odst. 1 až 5 se vztahuje na osoby (banky a družstevní záložny) investující (ve smyslu investování v užším smyslu) do sekuritizace. Problematická ustanovení § 189d odst. 6 POP jsou vyznačena kurzívou.

V souladu s § 189d odst. 6 POP banka, která není původcem, sponzorem nebo původním věřitelem, musí být podrobně obeznámena s veškerými strukturálními prvky *sekuritizované expozice* (CRD by lépe odpovídalo „*sekuritizační transakce*“), které by mohly významně ovlivnit výkonnost *expozice* (CRD by lépe odpovídalo „*její expozice v transakci*“), zejména pokud se jedná o smluvní rozložení toků hotovosti a souvisejících spouštěcích mechanismů, úvěrových posílení, posílení likvidity, spouštěcích mechanismů založených na tržní hodnotě nebo speciálního vymezení selhání pro daný obchod.

Sankcí za nesplnění této povinnosti je aplikace dodatečné rizikové váhy na předmětné sekuritizované expozice dle § 189d odst. 7 POP (v podrobnostech viz bod 4.6.4).

4.6.3 Další povinnosti banky investující do sekuritizace, obezřetnost investora a sledování výkonnosti podkladových expozic

Pro banku nebo družstevní záložnu investující do sekuritizace (tj. nepostačí, pokud pouze poskytuje likvidní facilitu) jsou dále stanoveny povinnosti seznámení se s podmínkami sekuritizace a charakterem nabývaných pozic v sekuritizaci, a to před samotným investováním, jakož i následné vyhodnocování výkonnosti expozic.

4.6.3.1 Obezřetnost investora (§ 189d odst. 1 až 3 POP)

Ustanovení § 189d odst. 1 až 3 POP transponuje do české právní úpravy úpravu čl. 122a odst. 4 směrnice CRD.

Dle ustanovení § 189d odst. 1 POP banka nebo družstevní záložna, která je investorem, uplatňuje, s ohledem na složení obchodního nebo investičního portfolia a úměrně k rizikovému profilu svých investic do sekuritizovaných pozic, postupy, které umožňují uceleně a důkladně zaznamenávat, analyzovat a porozumět těmto skutečnostem týkajícím se každé sekuritizované pozice:

- a) informace poskytnuté původcem nebo sponzorem za účelem vymezení čistého ekonomického podílu, který bude průběžně udržovat v dané sekuritizaci;
- b) riziková charakteristika individuálních sekuritizovaných expozic (*dle CRD sekuritizačních pozic*);
- c) riziková charakteristika podkladových expozic sekuritizované expozice (*dle CRD sekuritizačních pozic*);
- d) reputace a ztráty vzniklé z dřívějších sekuritizací původce nebo sponzora v relevantních třídách podkladových expozic sekuritizované expozice (*dle CRD sekuritizační pozice*);
- e) informace poskytované původcem, sponzorem, jejich zástupcem nebo poradcem o uskutečnění hloubkové kontroly sekuritizovaných expozic a tam, kde je to relevantní, o uskutečnění hloubkové kontroly podkladových expozic (*dle CRD informace o kvalitě doprovodného kolaterálu sekuritizovaných expozic*);
- f) metody a koncepce, na nichž je založeno oceňování (*dle CRD kolaterálu podporujícího sekuritizované expozice*) podkladových expozic, je-li to relevantní a postupy přijaté původcem nebo sponzorem za účelem zajištění nezávislosti oceňovatele a;
- g) veškeré strukturální rysy dané sekuritizace, které mohou mít zásadní dopad na výkonnost sekuritizované expozice (*dle CRD sekuritizační pozice úvěrové instituce*).

Dle ustanovení § 189d odst. 2 POP musí být povinná osoba schopna doložit ČNB splnění požadavků dle § 189d odst. 1 POP před uskutečněním investice a v odůvodněných případech i následně.

Dle ustanovení § 189d odst. 3 POP povinná osoba, která je investorem, provádí pravidelné zátěžové (stresové) testování, které je přiměřené příslušné sekuritizované expozici (*dle CRD sekuritizační pozici*). Může přitom využít finanční modely od ratingové agentury za předpokladu, že je schopna na vyžádání doložit (*dle CRD prokázat*), že před provedením investice postupovala s odbornou péčí při validaci relevantních předpokladů a struktury modelu a při porozumění

postupu, předpokladům a výsledkům (*dle CRD před investováním věnovaly náležitou péči tomu, aby vyhodnotily příslušné předpoklady modelů a jejich strukturování a metodice, předpokladům a výsledkům*).

Obecné úvahy:

Požadavek dle § 189d odst. 1 POP se aplikuje před investicí a v odůvodněných případech i následně. Banka by měla znovu ověřit splnění požadavku dle § 189d odst. 1 POP v případě podstatné změny ve výkonu sekuritizovaných expozičních nebo sekuritizačních pozic, nebo v případě výskytu určitých okolností, které by mohly mít potenciálně dopad na sekuritizaci (např. pokud se původce dostane do úpadku). Banky by měly rovněž znovu ověřit splnění požadavku dle § 189d odst. 1 POP v případech, kdy původně učiněná analýza není dále dostatečná, např. v důsledku aplikace aktualizovaných politik a procedur na jejich obchodní nebo investiční portfolio, nebo v důsledku změn v rizikovém profilu jejich investic.

Jak vymezeno v recitálu č. 24 směrnice 2009/111/ES, úvěrové instituce jako investoři by měly učinit rozhodnutí o investici pouze po provedení důkladné hloubkové kontroly. Užití termínu hloubková kontrola (*due diligence*) v rámci úpravy čl. 122a CRD, jakož i v Doporučeních CEBS, nesmí být přitom vykládáno úzce, tak jak může být vykládáno např. pro účetní nebo právní účely, nýbrž by měl zahrnovat úvěrovou analýzu, řízení rizika a obdobné aktivity jak uvedeno v odst. 4 a 5 čl. 122a směrnice CRD.

Pro učinění rozhodnutí o investici proto úvěrové instituce potřebují adekvátní informace o sekuritizaci. **Z uvedeného dovozují, že úvěrové instituce by tudíž neměly investovat do sekuritizace v případě, že zjistí, že nemají a nebudou schopny získat dostatečné informace pro provedení podrobné a důkladné hloubkové kontroly a splnit požadavky § 189d odst. 1 POP.**

Portfolia obchodování s korelací

Tam kde pozice, které jsou předmětem požadavků dle § 189d odst. 1 POP, náleží do činností obchodování s korelací (takové činnosti jsou uvedeny např. mezi výjimkami z ustanovení § 189b POP v § 189c odst. 3 až 5 POP), potom požadavky § 189d odst. 1 POP pro takové expoziční mohou být splněny prostřednictvím splnění požadavků pro podchycení rizika dle přílohy V. novely směrnice 2006/49/ES provedené směrnicí 2010/76/EU. Příloha č. V umožňuje různé přístupy pro výpočet kapitálového požadavku portfolia obchodování s korelací. Užití ustanovení přílohy V. bankou by mělo být motivováno rizikovým profilem jejího portfolia obchodů s korelací, a nemělo

by být omezeno na minimální požadavky dle přílohy V., plynoucí z kapitálového řízení tohoto portfolia obchodů s korelací. **Uzavírám, že tam kde přístup banky ke kalkulaci kapitálového požadavku portfolia obchodů s korelací neúští ve srozumitelné a úplně porozumění rizikového profilu jejich investic do sekuritizačních pozic, musí banka podniknout dodatečné kroky k zajištění toho, aby požadavky § 189b až 189e POP byly splněny.**

Obchodní a investiční portfolio

Za obecný princip považuji, že banky by měly používat stejné politiky a postupy vůči sekuritizačním pozicím, at' již se nacházejí v jejich obchodním nebo investičním portfoliu. Nicméně banka může rozlišovat mezi svým obchodním a investičním portfoliem, pokud je to vhodné a odůvodněné. Vymezení, že pozice se nachází v obchodním portfoliu, není samo o sobě dostatečné. Banky musí být schopny odůvodnit jakékoli rozdíly v politikách a postupech, které jsou aplikovány v důsledku toho, že některé sekuritizační pozice jsou v obchodním a jiné v investičním portfoliu a/nebo v důsledku toho, že rizikový profil jejich investice je v takových situacích různý.

Vzhledem k tomu, že analýza provedená ohledně sekuritizačních pozic se může lišit v závislosti na rizikovém profilu obchodního portfolia oproti rizikovému profilu investičního portfolia, v případě výkladu požadavků § 189d odst. 1 POP ve vztahu k obchodnímu portfoliu by termíny „*a s ohledem na složení*“ a „*úměrně k rizikovému profilu*“ měly být vykládány s důrazem, stejně tak, jako recitál č. 27 směrnice „*povinnosti hloubkové kontroly mají být přiměřené*“. Specifické podmínky uvedené v čl. 189d odst. 1 písm. a) až g) POP by neměly být považovány za minimální úroveň požadavků, která musí být mechanicky plněna. Jinými slovy, specifické podmínky stanovené pod písm. a) až g) předmětného ustanovení mohou mít větší, menší nebo zanedbatelnou důležitost, a to v závislosti na specifických vlastnostech a rizikovém profilu obchodního portfolia. Pokud je rozsah hloubkové kontroly definován ustanovením § 189d odst. 1 písm. a) až g) POP, potom intenzita takové hloubkové kontroly ve vztahu ke každému z těchto ustanovení se může lišit (pokud je to důvodné) podle specifických vlastností obchodního portfolia oproti investičnímu portfoliu.

Např. ohledně požadavku „*zajistit nezávislost oceňovatele*“ kolaterálu dle § 189d odst. 1 písm. f) POP platí, že jak nutnost tak objektivní možnost splnění tohoto požadavku se může lišit podle toho, zda jde o obchodní nebo investiční portfolio. Za předpokladu, že rizikový profil obchodního portfolia se skutečně liší od rizikového profilu investičního portfolia, potom rozsah, v jakém musí být před investováním plněn požadavek dle § 189d odst. 1 písm. f) POP ohledně zajištění nezávislosti oceňovatele ve vztahu k obchodnímu portfoliu, může být posuzován rovněž rozdílně.

Jako opačný příklad, s ohledem na požadavek dle § 189d odst. 1 písm. d) POP, tj. analyzovat a uchovat „*reputace a ztráty vzniklé z dřívějších sekuritizací původce nebo sponzora*“, je nepravděpodobné, že prostředky pro plnění tohoto požadavku by se podstatně lišily u obchodního a u investičního portfolia (za předpokladu, že takové informace o předchozích transakcích jsou veřejně dostupné).

Při rozhodování, zda bude aplikovat na své obchodní a investiční portfolio různé politiky a postupy, by banka měla vzít v úvahu všechny relevantní faktory, které ovlivňují rizikový profil těchto portfolií a pozice. Tyto faktory zahrnují, mimo jiné, velikost pozic, vliv na kapitálovou základnu banky v průběhu stresového období, koncentrace rizika v konkrétní transakci, emitent nebo třída aktiv.

Jako konkrétní příklad lze uvést případ, kdy obchodní deska banky může, jako součást marketingových aktivit, být požádána svými klienty, aby investovala do souboru sekuritizačních pozic jako celku, kde specifické požadavky § 189d odst. 1 písm. a) až g) POP nemohou být splněny důvěrně pro každou konkrétní pozici v takovém koši pozic (např. v důsledku časové tísně, nevyhnutelných operačních prodlení v nabývání relevantních informací, nebo neodstranitelné mezery nebo nesrovnalosti v poskytovaných informacích). Za této situace se banka nutně nemusí vzdát účasti na takových pozicích, za předpokladu, že banka má vypracované formální politiky a postupy pro zajištění kontroly těchto výjimečných situací, obezřetně tyto výjimky analyzuje a zaznamenává, a má vypracován postup pro zajištění, že tyto výjimky jsou úměrné rizikovému profilu jejího obchodního portfolia. **Opět se tedy požaduje posouzení přímo bankou.**

S ohledem na případnou sankci považují za významné, že dle § 189d odst. 7 POP lze aplikovat dodatečnou rizikovou váhu pouze tehdy, pokud požadavky relevantních ustanovení (včetně § 189d odst. 1 POP) nejsou splněny v jakémkoli významném ohledu. Nicméně pokud se změní okolnosti (např. nepříznivý vývoj trhu negativně ovlivní obrát, trvání, cenovou transparentnost v rámci obchodního portfolia), potom jakákoli taková změna v rizikovém profilu by měla být spojena s odpovídající změnou v požadavcích pro provedení hloubkové kontroly. **Banky by tak ve své politice obchodního portfolia měly vymezit okolnosti, za kterých dojde ke změně požadavků jejich hloubkové kontroly.**

Vyjasnění konkrétních ustanovení

Doporučení CEBS upřesňují rozsah požadované hloubkové kontroly. Ve vztahu k ustanovení § 189d odst. 1 písm. a) a c) POP, v rámci řádné hloubkové kontroly by měla banka posoudit rovněž povahu a základ (smluvní nebo jiný) sdělení původce, sponzora nebo původního věřitele o tom, že

relevantní údaje o ponechaném Podílu a podkladových expozicích ponechá dostupné průběžně po dobu trvání transakce.

Ve vztahu k ustanovení § 189d odst. 1 písm. b) POP, jako příklady rizikových charakteristik, které by banka měla posoudit ohledně individuálních sekuritizačních pozic, lze uvést např. stupeň seniority dané tranše, profil cash-flow, rating, údaje o dřívějším plnění obdobné tranše, úvěrové posílení, apod.

Ve vztahu k ustanovení § 189d odst. 1 písm. c) POP, jako příklady rizikových charakteristik, které banka musí posoudit ohledně jednotlivých podkladových expozic, lze uvést příklady uvedené v § 189d odst. 4 POP, které se týkají zejména residenčních hypoték. Zatímco tyto příklady jsou vhodné pro tento specifický druh aktiv, u ostatních druhů aktiv by investoři měli užít srovnatelná měřítká, vhodná pro dané typy aktiv.

Ve vztahu k ustanovení § 189d odst. 1 písm. f) POP, jde o informace o metodách a koncepcích užitých při oceňování kolaterálu (ve světle znění směrnice), avšak pouze tam, kde je to relevantní, tj. tam, kde ocenění kolaterálu je relevantní a podstatné. Stejně tak požadavek na zajištění nezávislosti oceňovatele (znalce) se uplatní tam, kde je to relevantní a podstatné. Jako příklady situace, kde ocenění kolaterálu může být podstatné pro transakci, lze uvést zejména CMBS transakce s menším počtem podkladových expozic (*non-granular*), kde ocenění podkladové nemovitosti představuje zásadní informaci pro úvěrovou analýzu. Naopak nebude ocenění podstatné např. v případě sekuritizace úvěrů z kreditních karet, kde úvěry nejsou zajištěny žádným kolaterálem.

Ve vztahu k ustanovení § 189d odst. 1 písm. g) POP, jako příklad strukturálních rysů sekuritizace, které mohou mít zásadní dopad na výkonnost sekuritizační pozice, lze uvést např. dohody o strukturování cash-flow (*waterfalls*), swapy, likvidní facility, rezervní účty, garance, mechanismy podpory sponzora, apod.

Omezení při plnění požadavků hloubkové kontroly

Za významné považuji, že při plnění požadavků hloubkové kontroly by banky neměly postupovat tak, aby při analýze a zaznamenávání údajů porušily ostatní právní a regulatorní ustanovení (např. ustanovení proti zneužití trhu nebo ochranu utajovaných údajů). **Otázkou však dle mého názoru zůstává, zda se výjimka aplikuje pouze na zákonem stanovenou ochranu údajů, nebo zda se může vztahovat i na smluvně zakotvenou povinnost mlčenlivosti. Domnívám se, že druhý výklad by mohl vést ke zneužití ujednání o povinnosti mlčenlivosti (resp. důvěrné povaze**

sdělených informací). V každém případě však lze doporučit původcům opatrnost ohledně takových ujednání již při sjednávání smluv týkajících se podkladových aktiv.

Zátěžové (stresové) testování

Banky by měly vytvořit dostatečnou infrastrukturu zajišťující pravidelné efektivní stresové testování. V tomto ohledu by banky měly vycházet z doporučení CEBS ke stresovému testování (včetně přílohy č. II tohoto doporučení) (*CEBS Guidelines on Stress Testing GL32 z 26.8.2010*).

Pokud banka využívá finanční modely vyvinuté externími institucemi provádějícími úvěrové hodnocení (*External Credit Assessment Institution, ECAI*) (např. oceňování CDO), potom musí sama banka používat konkrétní finanční model, tj. včetně možnosti zadávat vstupní údaje, měnit úroveň stresového testování). Banka tak nemůže pouze spoléhat na výstupy modelů těchto institucí, které vytvořila sama externí instituce a nikoli banka.

Banky mohou využívat i jiné finanční modely než ty vyvinuté externími institucemi, např. finanční modely od profesionálních správcovských společností nebo finanční technologie a software od jejich prodejců.

Banka může spoléhat na finanční modely vyvinuté třetími osobami pouze tehdy, pokud na vyžádání banka bude schopná doložit, že před zahájením investování vynaložila řádnou péči za účelem ověření předpokladů a struktury takových modelů, jakož i že pochopila metodologii, předpoklady a výsledky těchto modelů.

Obecně lze uzavřít, že banka se nemůže zprostit své povinnosti pochopit a posoudit riziko svých sekuritizačních pozic, a to ani v případě, že část svých úkolů v rámci hloubkové kontroly převede na třetí subjekty (např. shromažďování dat). Celý proces hloubkové kontroly tak kontroluje banka a odpovídá za jeho výsledky.

Sankce

Sankcí za nesplnění této povinnosti je aplikace dodatečné rizikové váhy na předmětné sekuritizované expozice dle § 189d odst. 7 POP (v podrobnostech viz bod 4.6.4).

4.6.3.2 Povinnost investující banky sledovat výkonnost podkladových aktiv (sekuritizovaných expozic) (§ 189d odst. 4 a 5 POP)

V souladu s § 189d odst. 4 POP banka, která není původcem, sponzorem nebo původním věřitelem, stanoví za účelem průběžného a včasného sledování výkonnosti sekuritizovaných

expozic postupy odpovídající složení jejího obchodního nebo investičního portfolia a úměrné rizikovému profilu jejích investic do sekuritizovaných expozic (*dle CRD sekuritizačních pozic*). V relevantních případech sleduje banka rovněž údaje o typu expozice, podílu podkladových expozic po splatnosti 30, 60 nebo 90 dnů, míře selhání, míře předčasného splacení, podkladových expozicích, u nichž bylo zahájeno vymáhání zajištění, typu zajištění (*dle CRD kolaterálu*) a míře využití zajištění, rozložení četnosti kvantitativního úvěrového hodnocení nebo jiného měřítka úvěruschopnosti podkladových expozic, odvětvovém a geografickém členění, rozložení četnosti poměru úvěru k hodnotě nemovitosti s šířkou pásem, která umožňují potřebný rozbor citlivosti podkladových expozic.

V souladu s § 189d odst. 5 POP tam, kde podkladové expozice jsou rovněž sekuritizačními pozicemi, musí banka, která není původcem, sponzorem nebo původním věřitelem, disponovat údaji dle § 189d odst. 4 POP nejen ve vztahu k podkladovým sekuritizovaným expozicím, ale i ve vztahu ke znakům a výkonnosti jejich podkladových seskupení.

Portfolia obchodování s korelací

V případě, že sekuritizační pozice podléhající požadavkům dle § 189d odst. 4 a 5 POP se vztahují k obchodním aktivitám s korelací (jako např. aktivity, které jsou uvedeny v § 189c odst. 3 až 5 POP jako výjimky z ustanovení § 189b POP), potom požadavky na tyto pozice uvedené v ustanovení § 189d odst. 4 až 7 POP mohou být obecně považovány za splněné při splnění relevantních požadavků pro zachycení rizika těchto expozic podle novelizace Směrnice 2006/49/EC provedené Směrnicí 2010/76/EU.

Frekvence a intenzita monitorování expozic a pozic

Dle Doporučení CEBS by banka měla hodnotit, zda jsou splněny podmínky průběžného monitoringu dle ustanovení § 189d odst. 4 až 7 POP alespoň jedenkrát ročně; banka by však měla zvážit, zda není nutné ověřit splnění daných podmínek i tehdy, pokud nastane podstatná změna v plnění expozice nebo pozice, nebo jestliže se objeví určité události, které ovlivní sekuritizaci (např. pokud je porušeno ustanovení smlouvy, nebo původce se stane insolventní). **Z uvedeného dovozují, že nepostačí, pokud banka bude kontrolovat plnění expozic v určitých nastavených intervalech, nýbrž bude nutné, aby banka vymezila rozhodné události, při jejichž vzniku provede posouzení plnění expozic.**

Sankce

Sankcí za nesplnění této povinnosti je aplikace dodatečné rizikové váhy na předmětné sekuritizované expozice dle § 189d odst. 7 POP (v podrobnostech viz bod 4.6.4).

4.6.4 Dodatečná riziková váha jako sankce při porušení povinností osoby nabývající úvěrové riziko vůči sekuritizaci a povinností původce

Dodatečná riziková váha se aplikuje v případě porušení povinností banky nabývající úvěrové riziko v sekuritizaci, a to povinnosti investovat pouze do sekuritizace, u níž původce sdělil, že je splněn požadavek ponechání podílu v transakci a povinnosti znát strukturální aspekty sekuritizační transakce, a dále banky vystupující jako investor v užším smyslu, a to povinnosti obezřetnosti a pravidelného monitorování výkonnosti podkladových expozic. U banky jednající jako původce je aplikací dodatečné rizikové váhy sankcionováno porušení povinnosti sdělit investorům údaje o ponechání podílu a údaje nezbytné pro posouzení výkonnosti expozic (tato úprava však není přebrána v rámci návrhu nařízení CRD IV).

V souladu s § 189d odst. 7 POP pokud nejsou splněny požadavky dle § 189d odst. 1 až 6 POP a § 189e odst. 3 (*směrnice odst. 4, 5 a 7 čl. 122a*) v jakémkoli významném ohledu z důvodu jednání banky (*dle CRD z důvodu nedbalosti nebo opomenutí banky*), uplatňuje se na sekuritizovanou expozici (*dle CRD sekuritizační pozici*) přiměřená dodatečná riziková váha stanovená ČNB ve výši alespoň 2,5 násobku rizikové váhy, která se přiřazuje příslušným pozicím dle přílohy č. 17 nebo 18 POP. Dodatečná riziková váha se zvyšuje s každým porušením povinnosti jednat s odbornou péčí. Výsledná riziková váha přitom nepřesáhne 1 250%. ČNB může přihlídnout k výjimkám podle § 189c odst. 3 až 5 a snížit rizikovou váhu, která se uplatňuje podle § 189e POP odst. 7.

Výsledná riziková váha, která by měla být použita na sekuritizovanou pozici (nebo pozice) jako výsledek při použití ustanovení § 189d odst. 7 POP je stanovena podle vzorce:

$$\text{MIN}(12.5, \text{RW}_{\text{Original}} * (1 + ((2.5 + (2.5 * \text{InfringementDuration}_{\text{Years}})) * (1 - \text{Para3Exemption}_{\text{Pct}}))))$$

Tento vzorec vypočítává kombinovanou rizikovou váhu, která by měla být použita pro takovou pozici a zahrnující jak původní, tak dodatečnou rizikovou váhu.

Vysvětlení vzorce

(i) 12.5: § 189d odst. 7 POP uvádí, že dodatečná riziková váha nepřesáhne 1250%. Toto může, za určitých okolností, znamenat požadavek na držení kapitálu oproti sekuritizačním pozicím ve výši

převyšující expoziční hodnotu relevantní sekuritizační pozice. Bez ohledu na to, pokud by ČNB „zvýšila rizikovou váhu“, potom kumulativní výsledek takových progresivních zvýšení by neměl vést k tomu, aby celkový kapitál nutný k držení oproti sekuritizační pozici převyšil expoziční hodnotu této pozice. Uvedený vzorec tudíž stanoví limit celkové rizikové váhy (ne dodatečné rizikové váhy) ve výši 1250%.

(ii) RW_{Original}: (*Risk Weight Original*, tj. původní riziková váha) je riziková váha, která by měla, až na § 189d odst. 7 POP, platit pro relevantní sekuritizační pozice.

(iii) 2.5: Tato hodnota odpovídá ustanovení § 189d odst. 7 POP, dle kterého se na předmětnou sekuritizační pozici uplatní přiměřená dodatečná váha stanovená ČNB ve výši alespoň 2,5násobku rizikové váhy, která se přiřazuje příslušným pozicím de příloh č. 17 a 18 POP.

(iv) InfringementDurationYears: Dle § 189d odst. 7 POP se riziková váha zvyšuje s každým porušením povinnosti jednat s odbornou péčí. V tomto kontextu musí být pojem „porušení“ být chápán jako nesplnění jednoho nebo více požadavků, které má za následek aplikaci dodatečné rizikové váhy. Pojem „s každým porušením“ ve smyslu každého následného porušení se vztahuje k plynutí času.

Tento vstupní údaj dále obsahuje dobu trvání porušení vyjádřenou v letech, a to celým číslem (nikoli zlomkem), tj. vyjádřeno ve dvanácti měsíčních obdobích porušování, zaokrouhleno směrem dolů na nejbližší dvanácti měsíční období. Trvání je typicky měřeno od začátku porušování bankou, ale může být měřeno také od jiných časových okamžiků v závislosti na specifických okolnostech nebo podstatě porušení (např. od okamžiku začátku porušování, který zjistila ČNB, nebo od počátku porušování, který zjistila banka, doby získání pozice nebo nabytí expozice bankou, apod.).

Příklady tohoto vstupního údaje:

- 0 pro porušení do 12 měsíců
- 1 pro porušení delším než 12 měsíců a kratším než 24 měsíců
- 2 pro porušení delším než 24 měsíců a kratším než 36 měsíců

(v) Para3ExemptionPct: Dle § 189d odst. 7 ČNB může přihlídnout k výjimkám podle § 189c odst. 3 až 5 POP a snížit rizikovou váhu, která se uplatňuje podle tohoto odstavce.

Konstantní hodnoty pro tento údaj jsou:

- **0,5** u výjimek, které se vztahují k § 189c odst. 3 POP
- **0,25** u výjimek, které se vztahují k § 189c odst. 5 POP

Příklady výpočtu rizikové váhy

V případě porušení pravidel trvajícího dva roky ohledně sekuritizované pozice, která měla počáteční rizikovou váhu **7%**, ale byla uvedena ve výjimkách v § 189c odst. 3 POP výpočet (rizikové váhy) by měl být následující:

$$\text{MIN}(12.5, 0.07 * (1 + ((2.5 + (2.5 * 2)) * (1 - 0.5)))) = 33.25\%$$

Postup výpočtu:

$$\text{MIN}(12.5, 0.07 * (1 + ((2.5 + (5)) * (0.5))))$$

$$\text{MIN}(12.5, 0.07 * (1 + ((7.5) * (0.5))))$$

$$\text{MIN}(12.5, 0.07 * (1 + (3.75)))$$

$$\text{MIN}(12.5, (0.07 * 4.75))$$

$$\text{MIN}(12.5, 0.3325)$$

$$= \mathbf{33.25\%}$$

V případě porušení pravidel trvajícího šest let ohledně sekuritizované pozice, která měla počáteční rizikovou váhu 60%, ale nebyla uvedena ve výjimkách v § 189c odst. 3 až 5 POP, pak výpočet by měl být následující:

$$\text{MIN}(12.5, 0.6 * (1 + ((2.5 + (2.5 * 6)) * (1 - 0)))) = 1,110\%$$

Nicméně, následující rok, pokud nedošlo k nápravě, by mělo nastat sedmileté porušení, a výsledek pro tuto specifickou pozici by měl být automaticky (dle vzorce uvedeného výše) 1,250 % pro výslednou rizikovou váhu použitou pro pozici.

$$\text{MIN}(12.5, 0.6 * (1 + ((2.5 + (2.5 * 7)) * (1 - 0)))) = 1,250\%$$

Uvedený postup výpočtu dodatečné rizikové váhy představuje běžný postup v případě, kdy jsou zjištěna porušení, tento postup však nemusí být užít rigidně a bez rozdílu. Při konkrétním výpočtu by ČNB měla vzít v úvahu zejména následující:

- (i) Zatímco vzorec začíná a zvyšuje se po 250 % jednotkách, ČNB může určit, že je potřeba jak vyšší výchozí hodnota, tak vyšší jednotky přírůstku, a to v závislosti na typu a okolnostech

porušení⁶⁹. Nicméně, s ohledem na to, že minimální hodnota dodatečné rizikové váhy je 250%, neočekává se, že by ČNB určila nižší dodatečnou rizikovou váhu. (Výjimky v uvedené v § 189c odst. 3 až 5 POP by však mohly snížit dodatečnou rizikovou váhu pod 250%, jak je uvedeno výše).

- (ii) Zatímco vzorec zvyšuje rizikovou váhu pro nenapravená porušení v rámci ročních intervalů, ČNB by mohla stanovit jinou frekvenci zvyšování (např. dvakrát ročně) v závislosti na typu a okolnostech porušení.
- (iii) Zatímco vzorec používá pevné snížení (a to 0,5 a 0,25) pro dodatečnou rizikovou váhu u pozic, které jsou zvýhodněny výjimkami uvedenými v § 189c odst. 3 a 5 POP, ČNB může rozhodnout o vyšším nebo nižším snížení v závislosti na typu a okolnostech porušení.
- (iv) Obecně je možné, aby ČNB použila dodatečné rizikové váhy, které pozměňují vstupy a výpočty uvedené výše. ČNB např. může rozhodnout, že dodatečné rizikové váhy se nebudou zvyšovat v závislosti na čase, ale budou se zvyšovat v závislosti na počtu porušení.

Relevantní sekuritizační pozice, ke které (ke kterým) se dodatečná riziková váha vztahuje, může být individuální sekuritizační pozice nebo vícenásobné sekuritizační pozice v závislosti na tom, zda požadavky nejsou splněny zásadním způsobem pro individuální transakci nebo podobné transakce ve stejné třídě aktiv, ve stejné obchodní jednotce, atd. Pro vyloučení pochybností uvádí Doporučení CEBS, že záměr je takový, aby v případě, kdy podmínky nejsou splněny u individuální transakce, banka použila dodatečnou rizikovou váhu na všechny expozice, které vznikly z této transakce.

Dodatečné rizikové váhy však nemusí být nezbytně použity na všechny sekuritizační pozice z důvodu nesplnění podmínek ohledně jedné sekuritizační pozice.

Pokud je některá sekuritizační pozice splatná nebo je prodána, pak se vychází z toho, že dodatečná riziková váha pro tuto pozici již není používána, ledaže by se na ostatní pozice aplikovala z důvodu, že podmínky nejsou splněny u dané transakce.

Jak je uvedeno v recitálu č. 25 směrnice 2009/111/ES, ČNB by měla použít dodatečnou rizikovou váhu z důvodu porušení podmínek nebo podstatného porušení strategie a postupů,

⁶⁹ Například ČNB by mohla vybrat a použít dodatečnou rizikovou váhu 1000% pro porušení povinnosti zajistit zveřejnění relevantních údajů, 500% pro porušení provádět stresové testování, 750% pro porušení sledování výkonu, ad.

kteřé jsou důležitě pro analýzu rizik. Jinými slovy, ČNB by při aplikaci dodatečných rizikových vah měla vzít v úvahu jak podstatu, tak kontext rizika porušení.

Dodatečná riziková váha, kterou může ČNB aplikovat na sekuritizační pozici, nemusí být nezbytně trvalá a taková dodatečná riziková váha by měla být zrušena, pokud by předmětná banka splnila požadavky v ustanoveních § 189d odst. 1 až 6 a § 189e odst. 3 POP.

Dle CEBS není záměrem, aby dodatečné rizikové váhy byly aplikovány za okolností, které jsou mimo kontrolu banky, pokud tyto okolnosti nevznikly v důsledku nedbalosti nebo opomenutí této banky (zde je zřejmé, že český překlad uvádějící místo nedbalosti nebo opomenutí pouze „činnost“ banky není vhodný). Například, pokud původce, sponzor nebo původní věřitel nemůže nadále držet ponechanou expozici (např. pokud expozice byla převedena správcem původce, který se dostal do insolvence) nebo jestliže původce, sponzor nebo původní věřitel, který se zavázal splnit Požadavek, následně (neúmyslně nebo záměrně) poruší svůj závazek (např. v rozporu s předchozím závazkem převede ponechaný Podíl), toto by samo o sobě nevyvolalo vyšší kapitálové požadavky pro banku.

Činnosti, které jsou mimo kontrolu banky, nezakládají nedbalost nebo opominutí této banky za předpokladu, že splnila prostřednictvím řádné hloubkové kontroly svou povinnost zajistit, aby původce, sponzor nebo původní věřitel výslovně uvedl, že si ponechá Podíl a bude poskytovat dostatečné informace, které umožní bance plnit další odpovídající požadavky podle ustanovení § 189b až § 189e POP.

Obdobně dle CEBS platí, že banka by neměla být za těchto okolností nucena vyvést takovou sekuritizační pozici ze svého majetku (ačkoliv by za určitých okolností měla zvažovat úpravu ve správě své expozice vůči takové sekuritizační pozici). Nicméně, banka jako investor by měla vnímat jakékoliv porušení ze strany původce, sponzora nebo původního věřitele a vzít tyto zkušenosti v úvahu při rozhodování o budoucích investicích do sekuritizací stejného původce. **ČNB tak pravděpodobně bude moci uložit dodatečné rizikové váhy, pokud zjistí, že banka neprokázala, že je dostatečně vnímavá na takové negativní zkušenosti s původcem.**

4.7 HODNOCENÍ NOVÉ EVROPSKÉ ÚPRAVY PRAVIDEL PRO PŘEVOD RIZIK A MEZINÁRODNÍ SROVNÁNÍ

4.7.1 Hodnocení nové právní úpravy pravidel pro převod rizik

Níže uvádím své hodnocení nové právní úpravy pravidel pro převod rizik, které doplňují mezinárodním srovnáním s americkou právní úpravou, neboť vzájemná interakce evropské a americké úpravy bude v praxi velmi častá.

Je zřejmé, že krize trhu rizikových (*subprime*) pohledávek vyvolala debatu zejména ohledně toho, zda *originate-to-distribute* model nezpůsobuje, že banky snížily svou úvěrovou kázeň a začaly poskytovat velice rizikové úvěry jen proto, že mohly příslušné úvěrové riziko prostřednictvím sekuritizace převést na třetí osoby.

Objevují se názory⁷⁰, že uvedené východisko není logické, neboť vychází z předpokladu, že banky budou poskytovat dobré úvěry pouze tehdy, pokud je budou samy držet.

Přesto však zákonodárci v mnoha zemích světa přijali opatření směřující ke stanovení zákonné povinnosti původců úvěrů ponechat si část rizika v rámci sekuritizační transakce. Současně s touto legislativní činností se objevila nová terminologie „sladění zájmů“ původců a investorů, přičemž se vychází z předpokladu, že zájmy původců se v rámci sekuritizace liší od zájmů investorů, kdy původci mají především zájem na snížení kvality poskytovaných úvěrů, což neodpovídá zájmům investorů do produktů sekuritizace.

Spíše než k usměrnění původců se však evropská úprava orientuje na investory, resp. na úvěrové instituce nabývající úvěrové riziko v sekuritizaci. Vůči původcům stanoví nová úprava požadavky pouze v čl. 122a odst. 6 CRD, a to požadavek, aby původci zachovávali stejná pravidla úvěrového hodnocení vůči sekuritizovaným expozicím i expozicím, které si ponechají.

Evropská regulace je tak založena na tom, že zakazuje evropským úvěrovým nabývání úvěrového rizika vůči sekuritizacím, ledaže původce takové sekuritizace bude v průběhu celého života takové sekuritizační transakce vystaven riziku odpovídajícímu alespoň 5% čistého ekonomického podílu, a to některým ze stanovených způsobů.

⁷⁰ Viz např. *Kothari V.* Originator risk retention in securitization. Zveřejněno na internetových stránkách www.vinodkothari.com.

Evropská regulace tak zřejmě vychází z historické zkušenosti, že většina sekuritizací byla realizována původci mimo Evropu, zejména v USA, zatímco evropské úvěrové instituce vystupovaly jako investoři do produktů sekuritizací. Cílem je přitom pravděpodobně zajistit, aby evropská právní úprava pokryla takto nepřímou i mimoevropskou sekuritizaci, ačkoli tyto jsou mimo rozsah působnosti evropského zákonodárce. Američtí původci budou muset postupovat tak, aby vyhověly Požadavku na ponechání podílu ve smyslu CRD, pokud budou chtít prodat cenné papíry evropským investorům.

I přes podrobný výklad v Doporučeních CEBS (jak uvedeno výše) považuji za problematické, že přetrvávají pochybnosti o přesném výkladu pravidel ohledně některých aspektů, které jsou popsány níže.

4.7.1.1 Vymezení transakcí, na které se aplikují pravidla pro převod rizik

Otázkou zůstává, zda se Požadavek na ponechání podílu aplikuje v následujících případech:

- c) Transakce, v rámci níž dochází k opětovnému shromáždění pohledávek (*repackaging transaction*): Tak např. transakce, v rámci níž banka A převádí celý úvěr bance B. Banka B nabývá několik expozic od různých bank a následně takové expozice znovu zabalí a sekuritizuje. Požadavek ponechání podílu je veden myšlenkou, aby si podíl ponechal původce expozice. V daném případě však banka B není původcem sekuritizovaných expozic, vztahuje se tedy na ní požadavek ponechání podílu?
- d) Vzhledem k tomu, že se požadavky čl. 122a vztahují pouze na sekuritizační transakce, je zásadní, jak budou vymezeny sekuritizační transakce, např. je otázkou zda se bude jednat o sekuritizační transakci v tomto smyslu v případě, kdy původce převede na jednotku pro speciální účel několik úvěrů, avšak na základě samostatných smluv o převodu jednotlivých úvěrů, a jednotka pro speciální účel následně emituje cenné papíry zajištěné těmito aktivy.

4.7.1.2 Odpovědnost úvěrové banky nabývající riziko v sekuritizační transakci

Byť na první pohled se povinnosti banky nezdají být rozsáhlé, když banka má pouze povinnost zajistit, že nebude nabývat úvěrové riziko vůči sekuritizaci, ohledně které jí původce nesdělil, že si ponechává významný ekonomický podíl, ze vzájemné souvislosti ustanovení čl. 122a CRD (a odpovídající úpravy POP) plyne, že banka, které budou chtít nabýt úvěrové riziko vůči sekuritizaci budou muset provést velmi obsáhlé posouzení struktury transakce, nabývané pozice i podkladových expozic.

Dle mého názoru přitom banka nemůže pouze pasivně přijímat údaje poskytované původcem, nýbrž musí aktivně posuzovat pro každý konkrétní případ, zda jsou informace poskytnuté původcem dostatečné pro provedení řádné hloubkové kontroly, kdy v opačném případě nesmí úvěrové riziko vůči sekuritizaci nabývat.

Sankcí za neprovedení všech předepsaných povinností je přitom aplikace dodatečné rizikové váhy na pozice nabyté v sekuritizaci úvěrovou institucí (viz bod 4.6.4).

V souhrnu považují požadavky kladené na úvěrové instituce ohledně hodnocení sekuritizací velmi zatěžující, hloubková kontrola v zásadě nahrazuje externí rating. Byť banky mohou v určitých případech využít i externí hodnocení, mohou tak učinit pouze za podmínky, že rozumí příslušné metodologii. V tomto ohledu je otázkou, do jaké míry budou všechna předepsaná hodnocení banky provádět skutečně vlastními personálními zdroji a do jaké míry budou zajišťovat hodnocení prostřednictvím služeb externích agentur na základě smluvních vztahů.

V každém případě však dle mého názoru dochází k potlačení jednoho ze základních ekonomických aspektů sekuritizace, a to, zpřístupnění produktů sekuritizace širší skupině investorů v důsledku jejich snadného pochopení na základě poskytnutého externího ratingu.

Pravidla rovněž nerozlišují mezi jednotlivými úvěrovými institucemi (např. podle velikosti, obratu apod.) a tudíž budou splnitelná pravděpodobně pouze pro velké úvěrové instituce.

4.7.2 Mezinárodní srovnání

Jak bylo možné očekávat, finanční krize přinesla vlnu nových regulací, kdy většina regulací se soustředí právě na sekuritizaci. S ohledem na globální propojenost finančních trhů bude mít regulace přijatá v jedné zemi dopad na sekuritizační transakce v mnoha dalších státech. Ačkoli regulátoři hovoří o nutnosti mezinárodní spolupráce a jednotného přístupu, dosavadní regulatorní opatření vedou k různým úpravám ve dvou hlavních doménách sekuritizačních transakcí, a to Spojených státech a Evropské unii.

Jak uvedeno výše, pravidla pro převod rizik vtělená do čl. 122a CRD jsou evropskými pravidly, která vycházejí z mezinárodní platformy doporučení pro regulaci sekuritizace, která byla vydána Basilejským výborem pro bankovní dohled, Mezinárodní Asociací komisí cenných papírů a

Mezinárodní asociací správců pojištění. S ohledem na tuto mezinárodní platformu jsou nově přijímané regulace podobné, ne však zcela sjednocené⁷¹.

Vzhledem k tomu, že sekuritizace jsou velmi často přeshraniční transakce, považují za relevantní vymezení pravidel aplikovatelných v zahraničních právních řádech, zejména ve Spojených státech, a to zejména ohledně pravidel, která budou mít dopad na plnění požadavků čl. 122a CRD evropskými úvěrovými institucemi (tj. odpovídající požadavky v zahraničních právních řádech na původce).

Ve Spojených státech se jedná o právní úpravu obsaženou v *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111* („Dodd-Frank“), který byl podepsán prezidentem Spojených států a stal se zákonem dne 21.7.2010 a který zahrnuje řadu regulatorních opatření, z nichž velká část se týká sekuritizace.

V Evropské unii přijala Rada a Evropský parlament řadu změn a doplnění směrnic o kapitálové přiměřenosti (CRD), které byly členské státy povinny implementovat do 1.1.2011. Jedná se zejména o výše uvedený čl. 122a směrnice 2009/111/ES (CRD II).

Základními pilíři obou úprav, tj. jak Dodd-Frank tak CRD II jsou jednak požadavek na ponechání podílu v sekuritizační transakci (*retention requirement*) a jednak požadavek na zveřejňování informací (*disclosure*).

⁷¹ Evropská i americká úprava vychází z mezinárodní platformy, viz např. Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (*the International Organisation for Securities Commissions*, IOSCO) a její konzultační materiál: „*Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report*“ z 6.5.2009 a finální zpráva: „*Unregulated Financial Markets and Products – Final Report*“ z 4.9.2009. IOSCO doporučila regulaci sekuritizace spočívající zejména ve (i) stanovení požadavků vůči původcům a/nebo sponzorům na ponechání dlouhodobé ekonomické expozice vůči sekuritizaci za účelem dosažení sladění zájmů v sekuritizační transakci, (ii) požadování zvýšené transparentnosti prostřednictvím informační povinnosti původců vůči investorům ohledně veškerých postupů hodnotících a zajišťujících riziko, které byly uskutečněny upisovatelem, sponzorem nebo původcem, (iii) požadování nezávislosti správců najatých emitentem, pokud stanoviska nebo služby poskytované touto osobou mohou ovlivnit rozhodnutí investora ohledně nabytí produktu sekuritizace, a (iv) požadování správců nebo emitentů zachovávat aktuálnost poskytovaných informací v průběhu života produktu sekuritizace.

Další mezinárodní doporučení pro regulaci sekuritizace jsou dále obsaženy ve zpráva Rady pro finanční stabilitu pro summit zemí G20 o zlepšení finanční regulace („*Improving Financial Regulation – Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*“) z 25.9.2009, bod 47 a násl. Nejnovější a nejvíce relevantní je potom Zpráva o pobídkách sekuritizace aktiv vydaná v červenci 2011 společným fórem BSBC (Basilejského výboru pro bankovní dohled), IOSCO (Mezinárodní organizace komisí cenných papírů) a IAIS (Mezinárodní asociací správců pojištění) („*The Joint Forum of Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors - Report on asset securitisation incentives*“)

4.7.2.1 Právní úprava v USA a její srovnání s evropskou úpravou

Zákon Dodd-Frank vrací regulaci ve Spojených státech o 80 let zpět a reaguje na situaci, kdy od roku 1980 do roku 2005 vzrostly příjmy finančního sektoru podle Financial Times o 800% (zatímco ostatním společnostem jen o 250%). Tuto finanční bublinu umožnilo z velké části zrušení Glass-Steagallova zákona („*Glass-Steagall Act*“) v roce 1999 oddělujícího investiční a finanční bankovníctví.

Glass-Steagall Act byl přijat v roce 1933 za účelem zabránit opakování velké hospodářské krize jako jedné z příčin druhé světové války. Ve svém důsledku zajistil půl století relativní finanční stability. Nová právní úprava připravená senátorem Chrisem Doddem a kongresmanem Barney Frankem má osmdesát let starý zákon částečně vrátit. Právě zrušení Glass-Steagallova zákona totiž mělo za následek vznik šedé zóny finančnictví derivátů a hedžových fondů a globálních finančních gigantů.

Ačkoli americká a evropská právní úprava sleduje na první pohled stejné cíle, je mezi nimi zřejmý rozdíl v cílové skupině nové regulace. Evropská unie směřuje novou úpravu vůči evropským úvěrovým institucím, tj. institucím podléhajícím evropskému bankovnímu dohledu, které vystupují jako investoři do produktů sekuritizačních transakcí, tj. jedná se o přístup zaměřený na investory (*investor based approach*). Ve Spojených státech je regulace zaměřena na původce a sponzory, tj. jedná se o přístup zaměřený na emitenty (*issuer based approach*).

Z pohledu evropské právní úpravy je rozdíl v přístupech výsledkem toho, že evropské vlády byly nuceny podpořit řadu velkých úvěrových institucí, které investovaly ve velkých objemech do produktů sekuritizačních transakcí (zejména do cenných papírů zajištěných aktivy – ABS), často zajištěných přímo nebo nepřímo expozicemi do amerických nemovitostí. Většina sekuritizačních transakcí tak nespádala do kompetence evropských regulatorních orgánů, tudíž je logické, že se evropští regulátoři zaměřili na investory. Vzhledem k tomu, že se ukázalo, že úvěrové instituce často nechápaly sekuritizační transakce, jejichž produkty nakupovaly, je nyní nově požadováno nejen získání adekvátních informací, nýbrž rovněž osvědčení pochopení takových investic. Obecně navíc existuje přesvědčení, že původci a investoři sledovali rozdílné zájmy, přičemž nový požadavek na ponechání podílu původce v transakci má přispět ke sladění těchto zájmů.

Ve Spojených státech reaguje Dodd-Frank regulace na rozšířený názor, že původci a sponzoři neměli zájem na úvěrové kvalitě svých produktů, zejména poskytovaných úvěrů, neboť tyto pohledávky mohli jednoduše vyvést ze svého majetku jejich shromážděním do celků a prodejem investorům, kteří prováděli jen minimální hloubkovou kontrolu a spoléhali se zejména na úvěrové

ratingy. Dle tohoto pohledu by měli původci více dbát o kvalitu poskytovaných úvěrů za situace, kdy si budou nuceni ponechat podíl v transakci. Americká právní úprava se tudíž zaměřuje na původce a sponzory sekuritizačních transakcí a požaduje, aby drželi stanovený podíl na svých transakcích. Historicky však téměř všechny významné americké finanční instituce, které se dostaly do problémů v rámci ekonomické krize, patřily mezi největší investory do svých vlastních produktů (např. Bear, Lehman, Wamu, IndyMac, Countrywide). Prostřednictvím výjimek z požadavku na ponechání podílu v transakci se Dodd-Frank regulace pokouší rovněž o podporu poskytování kvalitnějších úvěrů a dále stanovuje větší požadavky na poskytování informací investorům, čímž se v důsledku pokouší zvýšit bezpečnost produktů sekuritizace.

Obě nové regulace, tj. jak CRD II tak Dodd-Frank, budou mít nepochybně zásadní dopad na sekuritizační transakce. Mnoho aktivních původců a sponzorů sekuritizací v USA jsou pobočkami a dceřinými společnostmi evropských bank, při zapojeních do sekuritizace se tak na ně uplatní obě regulace. Z pohledu amerických institucí, které budou chtít prodávat produkty svých sekuritizačních transakcí evropským úvěrovým institucím, bude nutné dodržovat požadavky rovněž CRD II. Navíc, ačkoli CRD II se týká pouze úvěrových institucí (tj. bank), je pravděpodobné, že časem se obdobná regulace vztáhne na ostatní instituce (viz např. manažeri alternativních investičních fondů dle směrnice o alternativních investičních fondech).

Členské státy Evropské unie mohou přijmout přísnější požadavky na ponechání podílu v transakcích. K takovému zpřísnění požadavků přistoupilo např. Německo, které od roku 2015 požaduje podíl ve výši 10%.

Typy dotčených cenných papírů

Dodd-Frank definuje cenné papíry zajištěné aktivy (ABS) široce (cenný papír se stanoveným výnosem zajištěný jakýmkoli likvidním aktivem, který umožňuje vlastníku cenného papíru získávat platby, které závisí primárně na peněžních tocích z pokladového aktiva), přičemž však umožňuje, aby regulátoři dle svého uvážení upravili konkrétní pravidla pro různé skupiny aktiv a různé sekuritizační struktury.

Před finanční krizí byla regulace sekuritizačního průmyslu zaměřena primárně na požadavky registrace a uveřejňování pro veřejné transakce (*Regulation AB*) a úpravu regulující veřejné nabídky cenných papírů, včetně Pravidla 144A vztahujícího se na privátní prodeje kvalifikovaným institucionálním investorům. Cílem této regulace bylo zajistit, aby investoři získali potřebné informace, přičemž od velkých kvalifikovaných investorů se očekávalo, že tyto informace budou schopni kvalifikovaně zpracovat a není tudíž nutný přímý dohled nad těmito investory.

Revidovaná definice cenných papírů zajištěných aktivy podle Dodd-Frank se aplikuje jak na veřejné tak privátní transakce, jakož i na transakce provedené společnostmi sponzorovanými vládou, jako Fannie Mae a Freddie Mac. Ačkoli pravidla týkající se uveřejňování pro účely hloubkových kontrol přijatá Komisí cenných papírů Spojených států (*Securities Exchange Commission*) se aplikují pouze na veřejné nabídky, pravidla o uveřejňování záruk a prohlášení a pravidla o ponechání podílu se aplikují na obojí veřejné i soukromé sekuritizace.

Evropská regulace je na první pohled užší, neboť sekuritizace je definována (v čl. 4 odst. 36 směrnice CRD) jako transakce nebo systém transakcí, jímž je úvěrové riziko související s jedním či větším počtem úvěrových expozic rozloženo do jednotlivých tranší a: a) finanční toky této transakce nebo systému transakcí závisí na kvalitě podkladových expozic a b) podřízenost tranší určuje rozložení ztrát během doby existence transakce nebo systému transakcí.

Prakticky však přes toto vymezení se směrnice aplikuje na většinu sekuritizačních transakcí (jak plyne rovněž z výkladu CEBS). Dle CRD II navíc nejsou z aplikace směrnice vyňati kvalifikovaní investoři nebo privátní transakce.

Způsoby ponechání podílu a výjimky

CRD II poskytuje sekuritizačnímu trhu určitou flexibilitu, neboť umožňuje, aby podíl byl ponechán kteroukoli z několika stran transakce (původním věřitelem, původcem nebo sponzorem) a kterýmkoli ze čtyř stanovených způsobů (vertikální podíl, expozice vůči souboru aktiv, náhodný výběr a horizontální podíl). Nicméně, požadavky CRD II včetně požadavku na ponechání podílu se aplikují bez rozdílu na všechny typy aktiv.

Naproti tomu Dodd-Frank vede regulátory k tomu, aby vytvořili samostatná pravidla pro sekuritizace odlišných druhů aktiv. Regulátoři tuto instrukci plní tak, že z aplikace požadavku na ponechání podílu vyjímají určité druhy aktiv, jako kvalifikované hypotéky, obchodní úvěry nebo auto leasingy. Úvěry, které splní kvalifikované podmínky, mohou být sekuritizovány, bez toho aniž by původce nebo sponzor byl povinen ponechat si podíl v transakci. Aktuálně je rovněž navrhováno, aby z aplikace požadavku byly vyňaty rovněž sekuritizace prováděné vládními institucemi Fannie Mae a Freddie Mac, ačkoli proti takové výjimce je zřejmý obecný protest z důvodu výhody poskytnuté těmto institucím v takovém případě. Navrhované úpravy navíc vytváří specifické alternativy požadavku na ponechání podílu pro různé skupiny aktiv, jako ABCP nebo CMBS, kdy požadavek může být plněn i jinou osobou, než původcem nebo sponzorem.

Tyto výjimky pro určité skupiny aktiv nebo emitenty vytváří zřejmý konflikt mezi evropskou a americkou regulací. Pokud nedojde k úpravě CRD II, nebudou moci evropské úvěrové instituce investovat do amerických ABS, na které se aplikují výjimky z požadavku na ponechání podílu, ledaže takový požadavek splní původci nebo sponzoři těchto transakcí dobrovolně, což je málo pravděpodobné.

Některé z amerických ABS transakcí, které jsou vyňaty z požadavku, však mohou být v souladu s CRD II, pokud spadají pod některou z úzkého počtu výjimek dle CRD II, jako vládní garance. Navíc budou evropské banky v soutěžní nevýhodě při sponzorování vyňatých amerických ABS transakcí, neboť budou povinny dodržet požadavky CRD II, zatímco americké banky nikoli.

Na první pohled se požadavek na ponechání podílu dle CRD II nutně neaplikuje na úvěrové instituce, které vystupují pouze jako původce nebo sponzor, nicméně, je nutné věnovat zvýšenou pozornost tomu, zda taková instituce skutečně nijak neinvestuje ani nenabývá expozici v takové sekuritizaci. Doporučení CEBS uvádí, že aplikace požadavku v závislosti na investování nebo nabývání expozice v sekuritizaci znamená, zda je naplněn požadavek na významný převod rizika dle CRD původcovskou úvěrovou institucí.

Domnívám se, že ne-evropská dceřiná společnost evropské úvěrové instituce jako původce nebo sponzora, která si ponechá expozici v sekuritizaci spíše z obchodních než z regulatorních důvodů, bude následně povinna postupovat v souladu s požadavkem na ponechání podílu dle CRD II, ačkoli nebude povinna postupovat v souladu s požadavkem na ponechání podílu dle americké úpravy, např. z důvodu výjimky podle druhu aktiv.

Formy ponechání podílu dle amerických regulátorů se v zásadě shodují se způsoby dle CRD II. Američtí regulátoři jsou mnohem detailnější ve svých požadavcích, avšak v důsledku, u nevyjmutých transakcí splní americké transakce podmínky i CRD II. Dle obou úprav je požadován zvýšený stupeň poskytování informací a je pravděpodobné, že trh v USA i Evropě bude postupovat tak, aby byly splněny podmínky dle americké i evropské úpravy.

Nadto existuje neshoda ohledně nabytí účinnosti regulace v USA a v Evropě. Dodd-Frank poskytuje regulátorům jeden rok (v případě residenčních hypoték) a dva roky (v případě ostatních druhů aktiv) od publikace finálních pravidel pro přípravu regulace. CRD II nabyla účinnosti 1.1.2011 ohledně všech nových sekuritizací a na stávající sekuritizace se uplatní od 1.1.2015 pokud u nich budou po tomto datu nové nebo dodatečné expozice.

Na dnešních kapitálových trzích jsou cenné papíry prodávány na mezinárodní úrovni. Američtí emitenti prodávají cenné papíry evropským investorům a naopak. Bez koordinované regulace se tak dle mého názoru nepochybně objeví soutěžní znevýhodnění pro určité subjekty.

Evropské úvěrové instituce jsou povinny postupovat v souladu s CRD II u transakcí, které realizují v současnosti, zatímco americká regulace bude dokončena později. **Považuji však za pravděpodobné, že budoucí transakce budou splňovat požadavky jak evropské tak americké regulace, a to za účelem zajištění maximální likvidity produktů těchto transakcí, ledaže by se jednalo o takové nesrovnalosti, náklady na jejichž překonání by převýšily výhody takového dosažení souladu s oběma úpravami.** Je tedy zřejmé, že rozdílnosti v úpravách mohou přivodit další překážky rozvoje již tak křehkého sekuritizačního trhu. Nadto je nutné zajistit i mezinárodní koordinaci i nad rámec úpravy Spojených států a Evropské unie, aby se předešlo regulatorní arbitráži.

Hlubková kontrola a poskytování informací

CRD II požaduje, aby úvěrové instituce investující do sekuritizace chápaly rizikové charakteristiky expozic, které zajišťují sekuritizační pozice. Pokud úvěrová instituce vystupuje jako původce nebo sponzor, potom CRD požaduje, aby taková úvěrová instituce zpřístupnila veškeré relevantní údaje o úvěrové kvalitě a výkonnosti konkrétních podkladových expozic, peněžních tocích a zajištěních takových podkladových expozic. Pokud úvěrová instituce vystupuje jako aranžér nebo upisovatel, potom musí vykonávat stejnou hloubkovou kontrolu jako u expozic, které nejsou sekuritizovány. V tomto ohledu není evropská úprava příliš přesná a bude na úvěrových institucích, aby zajistily dostatečnou úroveň zveřejňovaných informací.

Naproti tomu úprava Dodd-Frank stanoví specifické požadavky na poskytování informací sponzorem při ABS transakcích, kdy sponzor musí posoudit podkladová aktiva cenných papírů a poskytnout informace o způsobu, zjištěních a výsledcích takového posouzení. Dodd-Frank oproti evropské úpravě nestanoví obecný požadavek, že investor musí osvědčit pochopení transakce. Oproti požadavku na ponechání podílu na transakci, který se uplatní na veškeré ABS transakce, ať se jedná o transakce veřejné nebo soukromé, požadavky na poskytování informací se uplatní pouze na cenné papíry zajištěné aktivy, které jsou registrovány dle amerických zákonů o cenných papírech. Předpokládá se nicméně, že povinné poskytování informací bude rozšířeno i na jakékoli posouzení privátně nabízených cenných papírů zajištěných aktivy.

CRD II neobsahuje obdobnou výjimku pro privátní transakce, což vznáší otázku, jak budou takové transakce nabízeny evropským investorům. Nicméně, i zde je možné očekávat, že i zde bude praxe taková, aby zabezpečila soulad s požadavky CRD II.

Shrnutí

Obecně vnímané výhody pravidel o ponechání podílu a poskytnutí informací jsou zejména snížení rizikového jednání bank při sjednávání (poskytování) úvěrových produktů, snížení informační asymetrie mezi původci a sponzory na straně jedné a investory na straně druhé a zvýšení kapitálových požadavků pro rizika, která byla v minulosti podceňována.

Očekávané náklady uvedení transakcí do souladu s novou legislativou jsou zejména počáteční a průběžné náklady na uvedení transakce do souladu s regulací, potenciální snížení poptávky a likvidity trhu sekuritizovaných produktů a potenciální snížení dostupnosti úvěrů nebo navýšení ceny úvěrů pro spotřebitele a podniky, a to v důsledku zvýšení nákladů bank.

Vzhledem k tomu, že regulátoři po celém světě budou pokračovat ve vytváření standardů vztahujících se na sekuritizační transakce, účastníci trhu budou muset posoudit, jak nová pravidla ovlivňují transakce, a to jak pro původce, tak pro investory a ostatní účastníky těchto transakcí.

Za účelem zajištění likvidity produktů svých transakcí budou účastníci často nuceni splnit pravidla požadovaná i jinými jurisdikcemi.

Níže je uvedena přehledná tabulka srovnávající evropskou a americkou právní úpravu:

<u>Požadavek na ponechání podílu</u>	
Evropská unie / CRD II	Spojené státy / Dodd-Frank, Regulation RR
Rozsah aplikace	
CRD II požaduje, aby úvěrové instituce investovaly nebo nabývaly úvěrové riziko v rámci sekuritizačních transakcí pouze tehdy, pokud (i) původce, sponzor nebo původní věřitel výslovně informoval úvěrovou instituci o tom, že si průběžně ponechá významný čistý ekonomický podíl, který činí v každém případě nejméně 5 % a pokud (ii) před investováním a	Dodd-Frank regulace ukládá sponzorovi, aby si ponechal ekonomické riziko. Sponzor nebo původce se mohou dohodnout, že část rizika si ponechá původce. Sponzor je definován jako osoba, která organizuje a zahajuje ABS transakci prodejem nebo převodem aktiv, přímo nebo nepřímo, emitentovi. Původce je osoba, která vytváří finanční aktiva, která slouží jako

<p>případně i poté jsou schopny příslušným orgánům prokázat pro každou svou jednotlivou sekuritizační pozici, že mají celkové a široké povědomí o strukturálních charakteristikách transakce, které ovlivňují podstatně výkonnost investice.</p> <p>Úvěrovou institucí se rozumí úvěrová instituce definovaná v čl. 4 odst. 1 CRD jako podnik, jehož činnost spočívá v přijímání vkladů nebo jiných splatných peněžních prostředků od veřejnosti a poskytování úvěrů na vlastní účet nebo instituce elektronických peněz ve smyslu směrnice 2000/46/ES.</p> <p>Nesplnění požadavku na ponechání podílu vede k uvalení dodatečné rizikové váhy na předmětnou investici úvěrové instituce.</p>	<p>podkladové nástroje ABS a prodává taková aktiva (přímo nebo nepřímo) osobě, která tato aktiva sekuritizuje.</p> <p>Dodd-Frank ukládá regulátorům (<i>Office of the Comptroller of the Currency, the Board of Governors of the Federal Reserve System, the FDIC – společně Federální Bankovní Agentury</i>) a SED, a v případě residenčních hypoték rovněž <i>Department of Housing and Urban Development and the Federal Housing Finance Authority</i>, aby společně vydaly pravidla k ponechání rizika. Navrhovaná pravidla byla vydána 29.3.2011 (<i>Regulation RR</i>) a předložena k veřejné diskusi.</p> <p>Dle Dodd-Frank mají regulátoři široké pole uvážení jak ohledně rozsahu působnosti, tak výjimek.</p> <p>Dodd-Frank ani Regulation RR nespécifikují sankce pro nedodržení požadavku. Regulátoři budou v tomto ohledu oprávněni využít obecné vynucovací metody.</p>
Cenné papíry, na které se regulace vztahuje	
<p>Pravidlo se vztahuje na sekuritizace, které jsou definovány jako transakce nebo systém transakcí, jímž je úvěrové riziko související s jedním či větším počtem úvěrových expozic rozloženo do jednotlivých tranší a: a) finanční toky této transakce nebo systému transakcí závisejí na kvalitě podkladových expozic a b) podřízenost tranší určuje rozložení ztrát během doby existence transakce nebo systému transakcí.</p>	<p>Vztahuje se na všechny cenné papíry zajištěné aktivy (ABS) definované jako cenné papíry s fixním výnosem zajištěné jakýmkoli likvidním aktivem, které umožňují držiteli cenného papíru získat platby, které primárně závisí na peněžních tocích generovaných podkladovým aktivem.</p> <p>Zahrnuje transakce, které musí být registrovány dle Zákona o cenných papírech (<i>Securities Act</i>) z roku 1933 (tedy veřejné transakce) a transakce</p>

Pravidlo se vztahuje jak na veřejné tak na privátní transakce.	vyňaté z registrační povinnosti (privátní transakce).
Kdo si má ponechat podíl	
<p>CRD II požaduje, aby si podstatný čistý ekonomický podíl ponechal původní věřitel, původce nebo sponzor sekuritizace. <u>Původní věřitel</u> není definován, nicméně dle výkladu CEBS je jím původní věřitel podkladové expozice ke dni vzniku takové podkladové expozice. <u>Původce</u> je buď a) subjekt, který byl ať již samostatně nebo prostřednictvím spřízněných osob, přímo či nepřímo subjektem smlouvy zakládající závazky nebo budoucí závazky dlužníka či budoucího dlužníka, čímž došlo k sekuritizaci expozice, nebo b) subjekt, který do své rozvahy získá expozice od třetí strany a pak je sekuritizuje. <u>Sponzor</u> je úvěrová instituce, která není původcem a která vytváří a spravuje program komerčních papírů zajištěných aktivy nebo jiný sekuritizační systém, v jehož rámci nakupuje úvěrové expozice od třetích stran</p> <p>Pokud v rámci sekuritizační transakce nevystupuje žádná entita, která by splňovala definici sponzora, musí být podíl ponechán původcem nebo původním věřitelem a tam, kde není žádná entita, která by naplňovala definici sponzora nebo původce, musí si podíl ponechat původní věřitel.</p> <p>CRD II stanoví, že požadavek na ponechání podílu se neuplatní opakovaně, což znamená, že</p>	<p>Dodd-Frank požaduje, aby ekonomický podíl byl ponechán sponzorem. Regulace umožňuje, aby sponzor rozložil požadavek na ponechání podílu mezi sponzora a původce, což znamená, že požadavek na ponechání podílu sponzorem bude snížen o podíl, v jakém bude požadavek plněn původcem. Uložení části požadavku původci je možné pouze tehdy, pokud riziko je ponechané ve vertikální nebo horizontální formě a původce poskytl alespoň 20% podkladových aktiv (část rizika ponechaná původcem nesmí převýšit procento poskytnuté původcem).</p>

<p>požadavek může být splněn pouze jednou entitou (sponzorem, původcem nebo původním věřitelem). Nicméně pokud v transakci vystupuje více původců nebo původních věřitelů, každý původce a každý původní věřitel může být povinen ponechat si podíl, pokud v rámci transakce není žádná osoba, která by splňovala definici sponzora, nebo v případě, že původní věřitelé nebo původci nejsou součástí stejné skupiny, obecně tedy platí, že jeden původce si nemůže ponechat riziko za ostatní původce. V případě resekuritizací potom platí, že požadavek na ponechání podílu se neuplatní na veškeré podkladové sekuritizace, ale pouze na horní vrstvu resekuritizace.</p>	
Výše požadavku na ponechání podílu	
<p>Až na určité výjimky 5%.</p>	<p>Základ 5% (až na určité výjimky) plus prémiový hotovostní rezervní účet.</p>
Způsob ponechání podílu	
<p>Dle CRD II je ponechání podílu možné čtyřmi způsoby:</p> <p><u>Vertikální podíl</u>: ponechání nejméně 5% nominální hodnoty (tj. hrubé hodnoty expozice včetně úprav a přecenění a nikoli pomyslné expozice, což vylučuje <i>interest-only</i> tranše) každé tranše prodané investorům nebo na ně převedené,</p> <p><u>Expozice vůči souboru aktiv</u>: ponechání podílu původce ve výši nejméně 5% nominální hodnoty sekuritizovaných expozic, za předpokladu, že se jedná buď o sekuritizaci revolvingových expozic, nebo revolvingovou</p>	<p>Navrhovaná úprava připouští, aby základní riziko bylo ponecháno některým z pěti způsobů (se samostatnými výjimkami pro ABCP a CMBS):</p> <p><u>Vertikální podíl</u>: ponechání alespoň 5% každé tranše ABS, tj. 5% každé tranše (včetně <i>interest-only</i> a necertifikovaných tranší).</p> <p><u>Horizontální podíl</u>: ponechání horizontální zbytkové tranše odpovídající alespoň 5% nominální hodnoty všech vydaných ABS tranší, přičemž tato zbytková tranše musí přijímat veškeré ztráty ze sekuritizovaných aktiv a být podřízená vůči ostatním tranším ohledně</p>

<p>sekuritizaci ne-revolvingových expozic. Dle Doporučení CEBS tam, kde nominální hodnota sekuritizovaných expozic může v čase vzrůstat nebo klesat, by čistý ekonomický podíl měl vzrůst, pokud nominální hodnota sekuritizovaných expozic vzroste, avšak mohl by se rovněž poměrně snížit, pokud nominální hodnota expozic klesne.</p> <p><u>Reprezentativní vzorek:</u> ponechání náhodně zvolených expozic, odpovídajících nejméně 5% nominální výše sekuritizovaných expozic, pokud by tyto expozice jinak byly sekuritizovány v rámci sekuritizace, za předpokladu, že výše potenciálně sekuritizovaných expozic (tj. soubor sekuritizovaných a ponechaných expozic) činí na počátku nejméně 100.</p> <p><u>Horizontální podíl:</u> ponechání tranše první ztráty a případně jiných tranší, které mají stejný nebo horší rizikový profil než tranše převedené na investory nebo jim prodané a nejsou splatné dříve než tyto tranše, tak aby ponechání v celkovém součtu činilo nejméně 5% nominální hodnoty sekuritizovaných expozic.</p> <p><u>Kombinace jednotlivých možností není možná.</u> CEBS však ve svých Doporučeních k výkladu čl. 122a zmínil, že v rámci post-implentačního posouzení zvažuje návrh na umožnění kombinace jednotlivých způsobů, neboť vzhledem k tomu, že všechny způsoby jsou samy o sobě vhodné ke sladění cílů investorů a původců, potom i kombinace těchto způsobů by měla být stejně vhodná. Toto tedy do budoucna otevírá možnost pro <i>L-shaped option</i>.</p>	<p>získávání plateb jistiny a úroků. Tato zbytková tranše může získat odpovídající podíl (snížený o realizované ztráty) uskutečněných stanovených plateb jistiny, avšak nemůže obdržet platby jistiny nad stanovenou (plánovanou) výši, dokud nejsou zcela splaceny ostatní tranše. Místo zbytkové tranše je možné ponechání horizontálního peněžního rezervního účtu.</p> <p><u>L-Shaped podíl:</u> Ponechání (i) alespoň 2,5% z každé ABS tranše a (ii) horizontální zbytkový podíl ve výši alespoň 2,564% nominální hodnoty všech ABS tranší.</p> <p><u>Podíl prodejce:</u> pro sponzory revolvingových master trustů zajištěných pohledávkami z revolvingových účtů (např. kreditních karet), ponechání podílu prodejce ve výši alespoň 5% z nesplacené jistiny všech aktiv držených emitentem, který je definován jako ABS podíl (i) na všech aktivech držených emitentem, které nezajišťují žádné jiné ABS vydané emitentem, (ii) poměrně se všemi ostatními ABS podíly před předčasnou amortizací, (iii) upravují se podle fluktuace dlužných jistin sekuritizovaných aktiv.</p> <p><u>Reprezentativní vzorek:</u> ponechání náhodně vybraného vzorku aktiv odpovídající, ve všech podstatných ohledech, sekuritizovaným aktivům, s nesplacenou jistinou ve výši alespoň 5% nesplacené jistiny sekuritizovaných aktiv. Vybraná aktiva musí být spravována stejným správcem podle stejných standardů platných pro sekuritizovaná aktiva.</p> <p><u>Prémiový rezervní účet:</u> Navíc k základnímu riziku musí sponzor vytvořit prémiový rezervní účet ve výši odpovídající rozdílu (pokud je kladný) mezi (i) hrubým ziskem z prodeje ABS</p>
---	---

	(bez nákladů uzavření transakce) a (ii) 95% nominální hodnoty všech emitovaných ABS Hrubý zisk z prodeje ABS se zvyšuje o hodnotu jakéhokoli ABS podílu ponechaného sponzorem, který (a) sponzor nehodlá držet do splatnosti nebo (b) je pouze <i>interest-only</i> tranše, která je seniorní vůči nejvíce podřízené tranši.
Doba trvání ponechání podílu	
Po dobu trvání sekuritizace. Forma ponechání podílu se v průběhu života transakce nemůže měnit, až na výjimečné situace a za předpokladu, že taková změna je vysvětlitelná a odůvodněná a je sdělena transparentním způsobem investorům.	Po celou dobu trvání sekuritizace.
Výjimky	
<u>Vládní záruka:</u> sekuritizované expozice představují pohledávky vůči nebo zaručené následujícími subjekty: ústřední vlády nebo centrální banky, regionální nebo místní správy a subjekty veřejného sektoru členských států EHS, mezinárodní rozvojové banky, nebo instituce, kterým je na základě CRD přidělena riziková váha nejvýše 50%.	<u>ABCP:</u> Sponzor ABCP <i>conduit</i> podporovaný 100% likviditou poskytnutou regulovanými institucemi může splnit základní povinnost ponechání podílu, pokud každý původce, který převádí aktiva do <i>conduit</i> , si ponechá požadovaný horizontální zbytkový podíl v SPV. Sponzor odpovídá za zajištění, že požadavky na ponechání podílů původci.
<u>Transparentní index:</u> transakce založené na jasném, transparentním a dostupném indexu, kdy související referenční subjekty jsou shodné s těmi, které tvoří index subjektů, s nímž se v široké míře obchoduje, nebo se jedná o obchodovatelné cenné papíry jiné než sekuritizační pozice.	<u>CMBS:</u> sponzor CMBS transakce (alespoň 95% nemovitostních úvěrů) může splnit základní požadavek na ponechání podílu, pokud kupující (<i>b-piece buyer</i>) splňuje požadavek na ponechání podílu, za splnění následujících šesti podmínek:
<u>Ostatní výjimky:</u> syndikované úvěry, nakoupené pohledávky (tj. faktoring) nebo swapy úvěrového selhání, pokud tyto nástroje nejsou použity ke strukturování a/nebo zajištění	(i) kupující si ponechává horizontální zbytkový podíl (ve stejné formě a výši, která je požadována u sponzora); (ii) kupující hradí svůj podíl, aniž by získával financování od jiné strany sekuritizace; (iii) kupující provádí úvěrové hodnocení všech

<p>sekuritizace.</p> <p>U souborných transakcí nebo transakcí, která shromažďují aktiva, je aplikace CRD II závislá na skutečnosti, zda transakce naplňuje definici sekuritizace dle CRD.</p> <p>Doporučení CEBS dále stanoví, že tam, kde úvěrové riziko je tranšováno vydáním dluhopisů původce nebo více původců (včetně např. krytých dluhopisů), a takové dluhopisy nepřenáší úvěrové riziko na třetí osoby, neboť úvěrové riziko zůstává původci (původce je finálním dlužníkem vůči investorům), je zřejmé, že ekonomické zájmy jsou sladěny a tudíž požadavek ponechání podílu se má za automaticky splněný.</p> <p>Nicméně pokud jsou takové dluhopisy vydané za účelem převodu rizika na třetí osoby (např. <i>credit-linked notes</i>) prostřednictvím sekuritizace, potom se nelze odvolat na to, že zájmy jsou sladěny a musí být deklarováno, že požadavek ponechání podílu byl splněn.</p> <p>Obdobně se Doporučení CEBS vyjadřují k ponechaným sekuritizacím (pro účely repo transakce), tam, kde původcovská úvěrová instituce si nejprve ponechá všechny cenné papíry vydané v rámci sekuritizaci pro účely repo transakce, avšak následně prodá jednu nebo více tranší investorům.</p>	<p>aktiv před uzavřením transakce; (iv) kupující (a spřízněné osoby) nejednají jako osoby s rozhodovacími právy v rámci sekuritizace, včetně zvláštního správce; (v) sponzor poskytuje určité informace o kupujícím (včetně ceny zaplacené za jeho podíl) ostatním investorům a (vi) kupující splňuje omezení zajištění a převodu, které se jinak vztahují na sponzora.</p> <p><u>Instituce podporované vládou (GSEs):</u> Navrhovaná regulace vylučuje z aplikace požadavku na ponechání podílu Fannie Mae a Freddie Mac.</p> <p><u>Vládní záruka:</u> Požadavek na ponechání rizika se neaplikuje na určité ABS zajištěné vládou Spojených států nebo státními a veřejnými orgány.</p> <p><u>Kvalifikované residenční hypotéky:</u> Požadavek na ponechání rizika se nebude vztahovat na ABS, kdy veškerými podkladovými aktivy jsou kvalifikované residenční hypotéky. Kvalifikovanou residenční hypotékou je prémiová hypotéka splňující přísná kritéria pro poskytování. Sponzor je povinen odkoupit úvěry, které následně budou posouzeny jako nenaplňující definici kvalifikovaných residenčních hypoték.</p> <p><u>Kvalifikované obchodní, obchodní hypoteční a auto úvěry:</u> U ABS zajištěné pouze kvalifikovanými obchodními, obchodními hypotečními a auto úvěry bude požadavek na ponechání rizika 0%. Pro splnění definice kvalifikovaného úvěru budou předmětné úvěry muset splnit přísná kritéria poskytování úvěrů. Sponzor je povinen odkoupit veškeré úvěry, u kterých bude následně uzavřeno, že kritéria</p>
---	--

	<p>nesplnily.</p> <p><u>Resekuritizace:</u> Požadavky na ponechání podílu se nebudou aplikovat na resekuritizace, pokud u veškerých podkladových sekuritizací bude požadavek splněn.</p> <p><u>Transakce s mezinárodním prvkem:</u> Některé přeshraniční sekuritizace budou vyňaty z aplikace požadavku, za předpokladu, že transakce nemusí být registrována dle zákona o cenných papírech (<i>the Securities Act</i>), americkým investorům je prodáno maximálně 10% (dle hodnoty) ABS, ani sponzor ani emitent nejsou založeny dle práva Spojených států, nebo se jedná o organizační složku zahraniční společnosti, a maximálně 25% podkladových aktiv je nabyta sponzorem, přímo nebo nepřímo, od americké dceřiné společnosti nebo pobočky.</p> <p><u>Regulatorní uvážení:</u> Regulátoři mohou poskytnout úplné nebo částečné vynětí z aplikace požadavku na ponechání podílu jakékoli sekuritizaci (nebo kategorii sekuritizací). Každá taková výjimka nebo úprava by měla být učiněna za účelem zajištění vysoké kvality standardů poskytování úvěrů, podpoření vhodných praktik řízení rizik, zlepšení přístupu spotřebitelů a podniků k úvěrům za rozumných podmínek a dalšími způsoby podporovat veřejný zájem a ochranu investorů.</p>
Zajištění (<i>hedging</i>) ponechaného podílu	
<p>Čistý ekonomický podíl musí být držen průběžně a nesmí být předmětem jakéhokoli zmírňování rizika, krátké pozice nebo zajištění. Ponechaný podíl může být použit původním</p>	<p>Ponechaný podíl nemůže být převést (s výjimkou na osoby v rámci konsolidačního celku) a úvěrové riziko spojené s ponechaným podílem nemůže být přímo ani nepřímo</p>

<p>věřitelem, původcem nebo sponzorem jako kolaterál pro účely zajištěného financování, za podmínky, že úvěrové riziko takového ponechaného podílu není převedeno na třetí osobu v rámci struktury zajištěného financování.</p> <p>Není jasné, jak převod ponechaného podílu ve spojení s okolností selhání podle zajištěného financování ovlivní kapitálové požadavky vůči investující úvěrové instituci.</p>	<p>hedžováno (zmírněno zajištěním).</p> <p>Riziko úrokových sazeb a měnové riziko může být hedžováno. Zastavení ponechaného podílu není možné.</p>
Datum účinnosti	
<p>Požadavky CRD II se aplikují vůči novým sekuritizacím realizovaným od 1.1.2011. Požadavky se budou aplikovat rovněž vůči sekuritizacím realizovaným před 1.1.2011 pokud v rámci těchto sekuritizací jsou doplněny nové expozice od 1.1.2015.</p>	<p>Je navrhováno, aby regulace byla účinná (i) vůči úvěrům z residenčních hypoték jeden rok po vydání finálních pravidel a (ii) vůči všem ostatním ABS dva roky po vydání finálních pravidel.</p>

<u>Povinnost poskytování informací, transparentnost</u>	
EU	USA
Rozsah působnosti	
<p>Stejný rozsah jako v případě požadavku na ponechání podílu, uplatní se však vedle investujících úvěrových institucí rovněž vůči úvěrovým institucím vystupujícím jako původci a sponzoři sekuritizací.</p>	<p>Aplikuje se vůči emitentům registrovaných veřejně nabízených ABS.</p> <p>V dubnu 2010 SEC navrhla pravidla, která by zásadně změnila existující Regulation AB, které upravuje registraci, poskytování informací a reporting u ABS (<i>Revised Reg AB</i>). Tato nová pravidla požadují zveřejnění a reporting pro neregistrované privátní transakce, musí však být ještě přijata SEC. SEC uvedl, že zváží možnost, že transakce strukturovaných financí nebudou muset být registrovány (včetně pravidla 144A)</p>

	pouze za podmínky, že splní požadavky na zveřejnění informací a reporting, které by se jinak uplatnily v případě veřejných nabídek cenných papírů.
Hlubková kontrola – zveřejnění	
<p>CRD II požaduje, aby úvěrová instituce, která vystupuje jako investor do produktů sekuritizace, rozuměla rizikovým charakteristikám podkladových expozic u sekuritizačních pozic.</p> <p>Úvěrová instituce, která vystupuje jako původce nebo sponzor u sekuritizační transakce, je povinna zpřístupnit veškerá podstatně relevantní informace o úvěrové kvalitě a výkonnosti jednotlivých podkladových expozic, peněžních tocích a zajištění sekuritizovaných expozic, jakož i informace, které jsou nezbytné k provedení informovaného stresového testování peněžních toků a hodnot zajištění podkladových expozic.</p> <p>CRD II dále požaduje, aby úvěrové instituce byly schopny prokázat u každé sekuritizační pozice, že porozuměly jejím charakteristikám a že implementovaly politiky a postupy pro analýzu a zaznamenávání jejich sekuritizačních pozic.</p>	<p>Dodd-Frank požaduje, aby emitent registrovaných ABS posoudil podkladová aktiva ABS a aby zveřejnil informace o podstatě, zjištěních a závěrech takového posouzení včetně toho, jak se shromážděná aktiva liší od zveřejněných upisovacích standardů.</p> <p>Zatímco pravidla stanovená Dodd-Frank se aplikují pouze na registrované ABS, původce nebo emitent privátních ABS transakcí bude muset splnit dodatečné povinnosti ohledně zveřejnění dalších údajů (včetně informací požadovaných pravidlem <i>Regulation AB</i>), pokud je původce pojištěná vkladová instituce, která chce splnit požadavky dle <i>FDIC Safe Harbour</i> pravidla.</p> <p>Posouzení musí být provedeno tak, aby poskytlo dostatečnou záruku toho, že zveřejnění informací o podkladových aktivech je v zásadních ohledech přesné. Minimální standard posouzení stanovený SEC bude nezbytně zahrnovat posouzení úvěru a upisování aktiv, neboť zveřejnění těchto skutečností je požadováno v prospektu, bude však dále rovněž zahrnovat obecně zveřejnění všech informací, které jsou požadovány dle pravidla <i>Regulation AB</i>.</p> <p>Dodd-Frank umožňuje, aby emitent zadal provedení posouzení třetí osobě. Pokud zjištění a závěry posouzení jsou provedeny třetí osobou,</p>

	<p>potom taková třetí osoba musí být uvedena v registračním prohlášení a musí souhlasit se svým uvedením jako experta podle zákona o cenných papírech (<i>the Securities Act</i>) a taková třetí osoba tudíž bude odpovídat jako expert podle zákona o cenných papírech.</p> <p>Dodd-Frank rovněž požaduje určité dodatečné povinnosti ohledně zveřejňování informací o prohlášeních a zárukách. Tam, kde podkladové dokumenty sekuritizace obsahují závazek ke zpětné koupi nebo výměně aktiv v případě porušení prohlášení nebo záruky, nové požadavky na zveřejnění informací vztahující se na veškeré ABS (veřejné i privátní) požadují, aby původce zveřejnil veškeré splněné i nesplněné požadavky na zpětný odkup nebo výměnu aktiv založené na porušeních prohlášení a záruk. Zveřejnění musí být učiněna na formuláři ABS-15G a vyžaduje počáteční zprávu a čtvrtletní následné zprávy.</p>
Datum účinnosti	
Shodně jako u požadavku na ponechání podílu.	Vztahuje se na veškeré registrované (nebo v případě zveřejnění ohledně prohlášení a záruk neregistrované) nabídky ABS po 31.12.2011.

5 POŽADAVKY KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI

Sekuritizační transakce má dopad pro kapitálovou přiměřenost banky, jednak pokud vystupuje jako původce nebo pokud vystupuje jako investor.

ČNB navíc v rámci úředního sdělení 5/2011 uvedla, že povinná osoba (banka a družstevní záložna) je z obezřetnostního hlediska vystavena nejen úvěrovému riziku sekuritizovaných expozic plynoucím z jejích vlastních obchodních aktivit, ale i úvěrovému riziku sekuritizovaných expozic plynoucím z obchodních aktivit osob náležejících do regulovaného konsolidačního celku, který povinná osoba sestavuje. ČNB tak bude vyžadovat, aby u úvěrového rizika sekuritizovaných expozic plynoucího z obchodních aktivit osob náležejících do regulovaného konsolidačního celku, který povinná osoba sestavuje, bylo toto riziko povinnou osobou plně zohledněno v jejím systému vnitřně stanoveného kapitálu.

Kapitálové požadavky pro banky a pobočky zahraničních bank stanoví § 12a zákona č. 21/1992 Sb. o bankách.

Ukazatel kapitálové přiměřenosti patří mezi základní ukazatele činnosti banky⁷².

Právní úprava kapitálových požadavků vychází z evropských směrnic CRD, které přijímají pravidla dohodnutá v rámci Basilejského výboru pro bankovní dohled. Zásadní je dohoda Basel II, která byla následně doplněna dohodou Basel III (ta bude zapracována v rámci přijímané úpravy CRD IV).

Dohoda Basel II je založena na třech pilířích, kterými jsou (i) minimální kapitálové požadavky, (ii) dodatečné kapitálové požadavky a (iii) uveřejňování informací povinnými osobami.

Pravidla kapitálové přiměřenosti jsou založena na předpokladu, že veškeré potenciální ztráty společnosti (banky) v budoucnosti, spojené s dnešními riziky, by měly být pokryty vnitřními zdroji společnosti, tj. kapitálem akcionářů. Naopak již existující ztráty by měly být promítnuty do hospodářského výsledku společnosti.

Pro výpočet kapitálového požadavku banky lze uvést následující vzorec:

⁷² Vedle kapitálové přiměřenosti patří mezi další základní ukazatele činnosti banky ukazatel efektivnosti a výnosnosti vlastního kapitálu (*ROE, Return On Equity*), tj. poměr čistého zisku a vlastního kapitálu a ukazatel efektivnosti a výnosnosti aktiv (*ROA, Return On Assets*), tj. poměr čistého zisku a celkových aktiv.

$$\text{KP} = \frac{\text{Kapitál (tj. Tier 1 + Tier 2 + Tier 3 – odčitatelné položky)}}{\text{Rizikově vážená aktiva}} * 100$$

Pro banky činí požadovaná kapitálová přiměřenost 8%.

Kapitál (§ 54 POP pro individuální základ a § 64 pro konsolidovaný základ) je součtem hlavního původního kapitálu (tier 1)⁷³, vedlejšího původního kapitálu (tier 2) a kapitálu na krytí tržního rizika (tier 3) po odečtení odčitatelných položek. Do dodatkového kapitálu na individuálním základě lze zahrnout přebytek v krytí očekávaných úvěrových ztrát v částce, která není větší než 0,6 % součtu hodnot rizikově vážených expozic. Pro účely stanovení limitu pro přebytek v krytí očekávaných úvěrových ztrát se do hodnot rizikově vážených expozic nezahrnují expozice ze sekuritizace s rizikovou váhou 1250 % (§ 63 odst. 5 POP).

Držený kapitál má pokrýt hlavní rizika banky, kterými jsou riziko úvěrové, tržní a operační. Částí úvěrového rizika je přitom úvěrové riziko sekuritizace, tj. riziko ztráty vyplývající ze selhání transakcí, při kterých je úvěrové riziko převáděno (přímo nebo prostřednictvím úvěrových derivátů nebo záruk) na jiný subjekt.

Banka tedy splňuje kapitálovou přiměřenost dle § 12a BankZ, pokud průběžně udržuje kapitál nejméně ve výši odpovídající součtu kapitálových požadavků k úvěrovému, tržnímu a operačnímu riziku.

Seznam základních přístupů pro výpočet kapitálových požadavků k výše vyjmenovaným druhům rizik je uveden v § 76 POP, seznam speciálních přístupů pak v § 77 POP. Speciální přístupy jsou obecně komplexnější a více založené na modelech a metodách hodnocení, která si vytváří přímo sama banka. Ne každá banka má či musí mít vytvořené předpoklady pro využívání speciálních přístupů. Proto banka dle § 12a odst. 4 BankZ musí žádat Českou národní banku o souhlas s použitím speciálního přístupu nebo se změnou používaného speciálního přístupu.

⁷³ Hlavní původní kapitál (pouze velmi přibližně, přesné vymezení viz § 55a a 65a POP) lze vymezit jako [splacený základní kapitál zapsaný do obchodního rejstříku + emisní ážio + rezervní fondy + nerozdělený zisk – neuhrazená ztráta – (nehmotný majetek vč. goodwillu)]. Jde tedy o tu část kapitálu, která je zřejmě nejbližší obecnému pojetí vlastního kapitálu.

Vzorec pro výpočet kapitálové přiměřenosti lze uvést rovněž jako:

$$\text{KP} = \frac{0,08 * \text{celkový kapitál (tj. Tier 1 + Tier 2 + Tier 3 – odčitatelné položky)}}{\text{Kapitálový požadavek A + kapitálový požadavek B}}$$

Kde kapitálový požadavek A představuje kapitálový požadavek k úvěrovému riziku bankovního portfolia⁷⁴, tj. 0,08 * součin rizikově vážených aktiv bankovního portfolia a kapitálový požadavek B představuje kapitálový požadavek k úvěrovému riziku obchodního portfolia⁷⁵, tj. součet rizikově vážených aktiv obchodního portfolia.

Speciální pravidla pro výpočet kapitálových požadavků oproti úvěrovému riziku ze sekuritizace obsahuje POP.

POP stanoví několik obecných pravidel ohledně sekuritizačních pozic. Pokud se pozice v sekuritizaci vztahuje k různým tranším v sekuritizaci, expozice spojená s každou tranší se považuje za samostatnou sekuritizovanou expozici. Poskytovatelé zajištění sekuritizované expozice drží pozici v sekuritizaci. Sekuritizovaná expozice zahrnuje také expozice spojené se sekuritizací, které vyplývají z úrokových nebo měnových derivátů.

POP dále zakazuje skrytou podporu sekuritizace původcem nebo sponzorem, za kterou se považuje jakákoli podpora převyšující předem stanovené smluvní závazky. Pokud původce nebo sponzor poruší zákaz provádět skrytou podporu sekuritizace,

- a) stanovuje takové kapitálové požadavky, jakoby k sekuritizaci nedošlo,
- b) uveřejní informaci, že skrytou podporu poskytl, a jaké dopady na kapitál skrytá podpora představuje.

⁷⁴ Do bankovního portfolia náleží veškerá aktiva, která souvisejí s klasickým bankovníctvím a nákupem cenných papírů, které nejsou předmětem obchodování, tj. úvěry, půjčky, vklady, dluhopisy, akcie, podílové listy, které jsou drženy do doby jejich splatnosti, a nejsou tedy předmětem obchodu, dále záruky a deriváty).

⁷⁵ Do obchodního portfolia náleží cenné papíry, které banka nakoupila za účelem zisku z jejich prodeje či jiných ziskových důvodů (finanční nástroje a komoditní instrumenty držené za účelem obchodování a dosažení zisku v krátkém horizontu (do 1 roku) v takovém množství jehož obchodování na veřejném trhu nemůže podstatně ovlivnit jejich ceny).

5.1 PROCENTO KAPITÁLOVÉ PŘIMĚŘENOSTI

Dle ustanovení § 108 POP se kapitálový požadavek k úvěrovému riziku sekuritizovaných expozic rovná 8 % ze součtu hodnot rizikově vážených sekuritizovaných expozic, ledaže jde o odčitatelné položky od kapitálu, u kterých se tato hodnota nestanovuje.

5.2 HODNOTA SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE

Pokud povinná osoba používá pro kategorii expozic, do které by náležela sekuritizovaná expozice,

- a) standardizovaný přístup, hodnota rozvahové sekuritizované expozice se rovná její účetní hodnotě, u vybraných expozic upravené o obezřetnostní filtry podle přílohy č. 5 POP,
- b) přístup IRB (založen na interním ratingu), hodnota rozvahové sekuritizované expozice se rovná její účetní hodnotě bez úprav ocenění, u vybraných expozic upravené o obezřetnostní filtry podle přílohy č. 13 POP.

Hodnota podrozvahové sekuritizované expozice se rovná účetní hodnotě vynásobené konverzním faktorem. Není-li stanoveno jinak, je tento konverzní faktor 100 %.

Hodnota sekuritizované expozice, která je derivátem, se stanovuje podle přílohy č. 8 POP.

Pokud se k sekuritizované expozici vztahuje majetkové zajištění, lze jej zohlednit v hodnotě sekuritizované expozice v souladu s technikami snižování úvěrového rizika podle oddílu 3 POP.

5.3 RIZIKOVÁ VÁHA

Riziková váha, která se používá při výpočtu hodnoty rizikově vážené sekuritizované expozice, se stanovuje podle úvěrové kvality sekuritizované expozice. Úvěrová kvalita se určuje na základě externího ratingu, který stanovila zapsaná ratingová agentura, nebo jiným způsobem, tedy na základě vnitřních postupů. V případě, že rating nebo hodnocení IRB chybí, je nutno hodnotu sekuritizované (nebo resekuritizované) expozice odečíst od kapitálu.

V případě, že úvěrová kvalita je stanovena na základě externího ratingu, tj. na základě standardizovaného přístupu, potom v závislosti na ratingu se přiřazují následující rizikové váhy (dle přílohy č. 17 POP):

Stupeň úvěrové kvality	1	2	3	4 (pouze pro externí rating jiný než krátkodobý)	Všechny ostatní stupně úvěrové kvality
RV pro sekuritizované expozice, které nejsou resekuritizací	20%	50%	100%	350%	1250%
RV pro resekuritizované expozice	40%	100%	225%	650%	1250%

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že vyšší riziková váha je vyžadována pro expozice v rámci resekuritizace oproti expozicím se stejným úvěrovým rizikem, které jsou součástí sekuritizace⁷⁶.

Resekuritizací je, zjednodušeně, sekuritizace již sekuritizovaných expozic, přesněji viz § 2 odst. 7 POP, který stanoví, že resekuritizací je sekuritizace, kdy úvěrové riziko spojené s jednou nebo více podkladovými expozicemi je rozloženo do tranší a alespoň jedna podkladová expozice je sekuritizovanou expozicí. Resekuritizací by byla rovněž transakce, kde podkladovou expozicí by byla resekuritizace (tj. re-resekuritizace). **Tedy např. jak CDO ABS, tak CDO CDO ABS budou spadat do definice resekuritizace. V rámci souboru (poolu) podkladových expozic postačí, aby pouze jedna z expozic byla sekuritizací nebo resekuritizací pro to, aby celá transakce spadala pod definici resekuritizace.**

Vzhledem k maximální rizikové váze 1250%, která se uplatní jak pro sekuritizované tak pro resekuritizované expozice, se riziková váha resekuritizovaných expozic pohybuje od 40% (pro stupně úvěrové kvality AAA až AA-) do 650% (pro stupně úvěrové kvality BB+ až BB-), což odpovídá rizikové váze 20% až 350% u sekuritizovaných expozic stejného stupně úvěrové kvality⁷⁷.

Stejně tak na základě postupu hodnocení IRB (v podrobnostech postup stanoví příloha č. 18 POP) je riziková váha pro jednotlivé stupně úvěrové kvality expozic vyšší u resekuritizovaných expozic

⁷⁶ Tento požadavek byl zaveden směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad politikami odměňování (dále jen „CRD III“), která byla implementována do českého právního řádu vyhláškou ČNB č. 89/2011 Sb., novelizující vyhlášku ČNB č. 123/2007 Sb.).

⁷⁷ Dřívější návrh směrnice CRD III zahrnoval stanovení fixní rizikovou váhu ve výši 1250% pro vysoce komplexní resekuritizace (např. resekuritizace *leveraged buyouts* nebo projektových financování) v rámci čl. 122b, z finální podoby směrnice však byl tento požadavek vyjmut.

oproti váze sekuritizovaných expozic. Při aplikaci metody externího ratingu činí minimální riziková váha pro resekuritizované expozice 20%, zatímco u sekuritizovaných expozic činí 7%.

Vzhledem k tomu, že pravidla pro výpočet rizikové váhy pro resekuritizované expozice se uplatní vždy, když se mezi podkladovými expozicemi objeví sekuritizovaná expozice, považují za velmi důležité, aby banky měly jasné vnitřní postupy pro stanovení, kdy určité rozvahové pozice mohou být kvalifikovány jako sekuritizované pozice a tudíž potenciálně jako resekuritizované pozice ve smyslu pravidel Basel II a CRD.

Evropská právní úprava CRD je v účinnosti od 1.1.2007 a dohledové orgány členských států se v poslední době začaly zaměřovat na to, jakým způsobem vykazují banky jednotlivé položky ve svých rozvahách. Pro banku nebude dostačující, aby analyzovala jednotlivé pozice pouze z hlediska úvěrového rizika. Banka musí navíc analyzovat právní charakter jednotlivých expozic ve smyslu naplnění definic stanovených aplikovatelnými právními předpisy. **Vzhledem k tomu, že definice sekuritizace ve smyslu CRD je velmi široká a bude se tak vztahovat na řadu transakcí již z důvodu tranšování, může se stát, že banka opomene charakterizovat určitou expozici jako sekuritizovanou expozici ve smyslu CRD.**

Po 1.4.2011 (k účinnosti vyhlášky ČNB č. 89/2011 Sb.) tak banky budou muset přistupovat obezřetně ke všem transakcím, které by mohly být považovány za resekuritizace. Tak např. standardní praxe u CMBS transakcí, která spočívá v rozdělení určitého úvěru na dvě tranše a sekuritizaci jedné z takových tranší vydáním cenných papírů jednotkou pro speciální účel, by mohla představovat resekuritizaci, resp. za resekuritizační pozici by mohly být považovány cenné papíry vydané jednotkou pro speciální účel zajištěné jednou tranší úvěru.

Posouzení by mohlo být problematické rovněž ohledně ABCP programů (tedy programů krátkodobých komerčních papírů zajištěných aktivy), které jsou dle Basel II a CRD považovány za sekuritizační transakce. Banka, která vystupuje jako sponzor ABCP bude muset zejména posoudit, zda likvidní facilita a facilita úvěrového posílení, kterou poskytuje, budou považovány za resekuritizační expozice⁷⁸, a dále bude muset posoudit, zda komerční papír vydaný ABCP konduitem bude představovat resekuritizovanou pozici⁷⁹.

⁷⁸ Určitou náповědu v tomto ohledu obsahuje Basel II.5 (*Basel Enhancements Paper*) a Basel III: Likvidní facilita by neměla být obecně považována za resekuritizovanou pozici, pokud pokrývá 100% aktiv a žádné z aktiv ABCP konduitu není resekuritizovanou pozicí. Facilita úvěrového posílení ABCP programu, která pokrývá pouze některé ztráty nad rámec ochrany poskytnuté prodávajícím ohledně některých aktiv v programu, bude představovat tranšování rizika a bude tudíž resekuritizační pozicí.

⁷⁹ Basel II.5 a CRD III obecně stanoví, že takový komerční papír nebude resekuritizovanou pozicí pokud je vydána pouze jedna třída komerčních papírů a za podmínky, že úvěrové posílení ABCP není resekuritizací a

Pokud je sekuritizovaná expozice předmětem majetkového nebo osobního zajištění riziková váha, kterou k ní lze přiřadit, se může upravit v souladu s technikami snižování úvěrového rizika podle oddílu 3 a příloh č. 17 a 18 POP.

Externí ratingy zapsaných ratingových agentur se používají na základě jednotného přístupu a v souladu s požadavky na externí ratingy a jejich používání v sekuritizaci uvedenými v příloze č. 19 POP. Postupuje se přitom tak, aby externí ratingy nebyly účelově vybírány s cílem dosáhnout snížení kapitálových požadavků.

5.4 HODNOTA RIZIKOVĚ VÁŽENÉ SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE

Hodnota rizikově vážené sekuritizované expozice se stanovuje podle vztahu

Rizikově vážená sekuritizovaná expozice = E . r

E označuje hodnotu sekuritizované expozice

r označuje rizikovou váhu.

Pokud povinná osoba používá pro kategorii expozic, do které by náležela sekuritizovaná expozice,

- a) standardizovaný přístup, postupuje při výpočtu hodnoty rizikově vážené sekuritizované expozice podle přílohy č. 17 POP,
- b) přístup IRB, postupuje při výpočtu hodnoty rizikově vážené sekuritizované expozice podle přílohy č. 18 POP.

Pokud má povinná osoba v sekuritizaci dvě a více vzájemně se překrývajících pozic, a to plně nebo částečně, zahrnuje do výše, v jaké se tyto pozice překrývají, do výpočtu hodnoty rizikově vážené sekuritizované expozice pouze tu pozici nebo její část, která tvoří vyšší hodnotu rizikově vážené expozice; překrýváním se rozumí, že dané pozice plně nebo částečně představují stejné podstupované riziko, tudíž je lze do výše tohoto překrytí považovat za jedinou pozici.

Jde-li o sekuritizaci revolvingových expozic s možností předčasného splacení, povinná osoba, která je původcem nebo sponzorem, stanovuje dodatečnou hodnotu rizikově vážené expozice podle přílohy č. 17 nebo přílohy č. 18 POP; revolvingovou expozicí se rozumí expozice, u níž dlužník

současně komerční papír je plně kryt spozorující bankou, např. tak, že investoři do komerčních papírů jsou vystaveni riziku úpadku spozorující banky a nikoli riziku selhání aktiv programu a externí rating

může měnit částky, které čerpá v rámci dohodnutého limitu; možností předčasného splacení se rozumí smluvní ustanovení požadující v případě přesně definovaných událostí vyplacení pozic investorů před smluvně stanovenou splatností.

Jde-li o syntetickou sekuritizaci, při nesouladu splatnosti sekuritizované expozice a splatnosti zajištění, kterým se převádí úvěrové riziko, se postupuje takto:

- a) splatnost zajištění se stanoví v souladu s technikami snižování úvěrového rizika podle oddílu 3 POP,
- b) splatnost sekuritizované expozice se rovná zbytkové splatnosti podkladové expozice s nejdelší zbytkovou splatností, nejvýše však 5 let,
- c) původce při výpočtu hodnoty rizikově vážených expozic nezohledňuje nesoulad splatností u tranší, kterým se přiřazuje riziková váha 1 250 %,
- d) u tranší, kterým se nepřizuje riziková váha 1 250 %, se výsledná hodnota rizikově vážené expozice stanovuje v souladu s technikami snižování úvěrového rizika podle oddílu 3 POP a vztahu

$$RW^* = \frac{RW(SP) \cdot (t - t^*)}{T - t^*} + \frac{RW(Ass) \cdot (T - t)}{T - t^*}$$

RW* označuje výslednou hodnotu rizikově vážené expozice

RW(SP) označuje hodnotu rizikově vážené expozice, pokud by neexistoval nesoulad splatností

RW(Ass) označuje hodnotu rizikově vážených expozic, pokud by nebyly sekuritizovány

T označuje splatnost podkladových expozic vyjádřenou v letech

t označuje splatnost zajištění úvěrového rizika vyjádřenou v letech

t* se rovná 0,25.

5.5 VYLOUČENÍ SEKURITIZOVANÉ EXPOZICE PRO ÚČELY VÝPOČTU HODNOT RIZIKOVĚ VÁŽENÉ EXPOZICE BANKOU JAKO PŮVODCEM V SEKURITIZAČNÍ TRANSAKCI

POP dále stanoví podmínky, za nichž může banka, která vystupuje jako původce v sekuritizační transakci, vyloučit sekuritizované expozice pro účely výpočtu hodnot rizikově vážené expozice, a to jak pro tradiční (§ 109 POP) tak pro syntetickou sekuritizaci (§ 110 POP). Pokud takto banka

komerčních papírů je tak odvozen primárně od úvěrové kvality sponzorující banky.

vyloučí sekuritizované expozice, stanovuje hodnotu rizikově vážené expozice a očekávaných úvěrových ztrát pro pozice, které drží v sekuritizaci.

V případě tradiční sekuritizace může původce (banka) sekuritizované pozice vyloučit, pokud:

- a) uplatní rizikovou váhu 1 250 % na všechny sekuritizované expozice držené v dané sekuritizované transakci (viz rovněž ustanovení § 61 písm. c) POP, dle kterého odčitatelné položky na individuálním základě tvoří rovněž hodnota expozic ze sekuritizace s rizikovou váhou 1 250 %, přičemž tato položka není považována za odčitatelnou položku pro účely pravidel angažovanosti a omezení kvalifikovaných účastí); nebo
- b) tyto expozice odečte od kapitálu; nebo
- c) úvěrové riziko spojené s těmito expozicemi ve významné míře převede na třetí osobu a tento převod splňuje následující podmínky:
 - a. smluvní dokumentace zohledňuje ekonomickou podstatu transakce,
 - b. kvalifikovaným právním rozbohem je doloženo, že původce a ani jeho věřitelé nemají žádná práva týkající se sekuritizovaných expozic, a to i v případě vydání rozhodnutí o úpadku kterékoli z těchto osob,
 - c. vydané cenné papíry nejsou závazkem původce,
 - d. příjemcem je jednotka pro speciální účel,
 - e. původce nevykonává kontrolu nad převedenými expozicemi, a to faktickou nebo nepřímou. Za faktickou kontrolu se považuje zejména právo původce odkoupit nazpět od příjemce převedené expozice za účelem realizace užitek (benefits) z nich plynoucích nebo jeho povinnost znovu převzít již převedené riziko. Pokud původce nadále průběžně obstarává správu převedených expozic a je tudíž obsluhovatelem, není to samo o sobě považováno za nepřímou kontrolu,
 - f. opce na zpětný odkup, pokud existuje, splňuje následující kritéria: 1. je uplatnitelná na základě rozhodnutí původce, 2. lze ji uplatnit pouze tehdy, pokud neamortizovaná část sekuritizovaných expozic je rovna či menší než 10 % původní hodnoty těchto expozic, 3. není strukturována tak, aby umožnila investorům vyhnout se ztrátám vyplývajícím z expozic, které drží, a ani jiným způsobem neposkytuje úvěrové posílení,
 - g. smluvní dokumentace neobsahuje ustanovení, která požadují 1. zlepšování sekuritizované expozice původcem, zejména nahrazování podkladových expozic nebo zvýšení výnosu placeného původcem investorům při zhoršení úvěrové

kvality sekuritizovaných expozic, ledaže jde o ustanovení o předčasném splacení, 2. zvýšení výnosu placeného držiteli sekuritizované expozice při zhoršení úvěrové kvality portfolia podkladových expozic.

Pokud banka, která je původcem, nepřevede ve významné míře úvěrové riziko, stanovuje hodnotu rizikově vážené sekuritizované expozice podle standardizovaného přístupu nebo přístupu IRB (tj. přístupu založeného na interním ratingu banky, *internal-ratings based*), je-li oprávněna přístup IRB používat.

Stanoví se pravidla, kdy se obecně má za to, že došlo k významnému převodu rizika⁸⁰ a kdy může být převod posouzen za významný v konkrétním případě orgánem dohledu.

Pokud oprávněný orgán dohledu v daném případě nestanoví, že případné snížení rizikové váhy, kterého by povinná osoba dosáhla prostřednictvím této sekuritizované transakce, není odůvodněné převodem rizika na třetí osoby v odpovídající míře, má se obecně za to, že požadavek významné míry převodu rizika je naplněn při splnění těchto podmínek:

- a) pokud v dané sekuritizované transakci existuje jedna či více mezaninových pozic, hodnota rizikově vážených expozic mezaninových pozic držených povinnou osobou v dané sekuritizované transakci není větší než 50 % hodnot rizikově vážených expozic všech mezaninových pozic v dané sekuritizované transakci,
- b) pokud v dané sekuritizované transakci neexistuje mezaninová pozice, povinná osoba je schopna doložit, že hodnota expozic sekuritizovaných pozic, které by podléhaly použití rizikové váhy 1 250 % či odečtu od kapitálu (tj. tranše první ztráty), přesahuje rozumný odhad očekávaných ztrát ze sekuritizovaných expozic o podstatný rozdíl, a nedrží více než 20 % hodnot expozic sekuritizovaných pozic, které by podléhaly použití rizikové váhy 1 250 % či odečtu od kapitálu.

Mezaninovou pozicí rozumí sekuritizovaná expozice, které náleží riziková váha nižší než 1 250 % a která má v dané sekuritizované transakci pozici s vyšší podřízeností (*more junior*) než pozice s nejvyšší předností (*the most senior*) a než jakákoli pozice v dané sekuritizaci, které je přiřazen

⁸⁰ V původním znění dohody Basel II nebyl termín převodu úvěrového rizika ve významné míře definován, což vedlo k rozdílným výkladům v členských státech. Např. v Anglii muselo být převedeno úvěrové riziko ve stejné výši nebo převyšující podíl v jakém je snížena výše rizikově vážené expozice, v Německu musely banky převést alespoň 50% mezzaninového rizika), v Nizozemí musely banky převést vše kromě tranší s ratingem AAA, ve Spojených státech musel převod splňovat podmínky pro vynětí převedených aktiv z rozvahy dle účetních standardů (tj. v případě aplikace FIN 46R včetně převodu většiny zbytkových rizik). Z důvodu této rozdílnosti byla následně dohoda Basel II doplněna o definici významného převodu rizika za účelem sjednocení praxe členských států.

stupeň úvěrové kvality 1 při postupu podle přílohy č. 17 POP nebo stupeň úvěrové kvality 1 či 2 při postupu podle příloh č. 18 a 19 POP.

I pokud nejsou splněny obecné předpoklady, je požadavek významného převodu rizika splněn a uznán orgánem dohledu rovněž v konkrétním případě, jestliže má povinná osoba zavedeny takové postupy a metody, které zajistí, že případné snížení kapitálového požadavku, kterého by dosáhla prostřednictvím této sekuritizované transakce, je odůvodněné převodem rizika na třetí osoby v odpovídající míře. Povinná osoba doloží oprávněnému orgánu dohledu, že tento převod rizika je zohledněn v systému řízení rizik a vnitřní alokaci kapitálu.

Obdobné podmínky pro vyloučení sekuritizovaných expozič jsou dále stanoveny pro účely syntetické sekuritizace (§ 110 POP). Rozdíly jsou ve vymezení podmínek významného převodu rizik, který je předně realizován prostřednictvím majetkového nebo osobního zajištění a jsou pro něj stanoveny následující podmínky:

- a. smluvní dokumentace zohledňuje ekonomickou podstatu transakce,
- b. zajištění, pomocí něhož je úvěrové riziko převedeno, je v souladu s technikami snižování úvěrového rizika podle oddílu 3 s tím, že jednotka pro speciální účel není uznatelným poskytovatelem zajištění,
- c. s použitým zajištěním nejsou spojeny podmínky nebo ujednání, které 1. stanovují významné prahy, pod jejichž hodnotou zajištění nebude poskytováno, přestože dojde k úvěrové události, 2. umožňují zánik zajištění při zhoršení úvěrové kvality podkladových expozič, 3. požadují zlepšování sekuritizované expozič původcem, ledaže jde o ustanovení o předčasném splacení, 4. požadují zvýšení ceny placené za zajištění nebo zvýšení výnosu placeného držiteli sekuritizované expozič při zhoršení úvěrové kvality portfolia podkladových expozič,
- d. kvalifikovaným právním rozbohem je doložena vymahatelnost zajištění ve všech příslušných právních rádech.

Pokud se expozič považují za sekuritizované expozič, potom

- a. povinná osoba stanovuje hodnotu rizikově vážených expozič a očekávaných úvěrových ztrát pro pozice, které drží v sekuritizaci,
- b. povinná osoba, která je původcem, 1. stanovuje hodnotu rizikově vážené expozič v souladu s tímto oddílem, a nikoliv podle ustanovení o standardizovaném přístupu nebo přístupu IRB, 2. postupuje v souladu s tímto oddílem u všech tranší včetně těch, které se vztahují k majetkovému a osobnímu zajištění. Pokud je tranše převedena pomocí

zajištění na třetí osobu, původce při výpočtu hodnoty rizikově vážené expozice přiřazuje této tranši rizikovou váhu třetí osoby; 3. pokud používá přístup IRB, očekávanou úvěrovou ztrátu z příslušných sekuritizovaných expozic považuje za nulovou.

Pro sekuritizované expozice, které jsou odčitatelnou položkou od součtu původního a dodatkového kapitálu, nebo se jim přiřazuje riziková váha 1250 %, nesmí být kapitálový požadavek ke specifickému úrokovému riziku nižší, než kdyby se na ně uplatnil odpočet od součtu původního a dodatkového kapitálu nebo se použila riziková váha 1250 %. Kapitálový požadavek ke specifickému úrokovému riziku likvidní facility bez externího ratingu nesmí být nižší než kapitálový požadavek k úvěrovému riziku tohoto nástroje v případě jeho zařazení do investičního portfolia.

5.6 VÝZNAM RATINGU

Podle předpisů Basel II lze kapitálový požadavek vypočítávat buď podle „standardního přístupu“ definovaného dohodou Basel, nebo podle takzvaných přístupů typu IRB (přístupy „založené na interním ratingu“, tj. metody měření rizika vyvinuté samotnými bankami na základě statistických dat o rizicích).

Při standardním přístupu zjištění rizikové váhy se používají výhradně ratingy uznávaných ratingových agentur (Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings apod.). POP stanoví podmínky pro zápis ratingové agentury do seznamu agentur pro segment sekuritizace, a to zejména požadavky na metodiku takové ratingové agentury a na externí ratingy vydávané takovou ratingovou agenturou.

Metody hodnocení používané ratingovou agenturou, která má být zapsána do seznamu (dále jen „metodika ratingové agentury“), musí naplňovat požadavek na neustrannost, nezávislost, průběžnou aktualizaci a průhlednost. Metodika ratingové agentury musí poskytnout České národní bance dostatek srovnatelných faktorů, které jí umožní přiřadit externí ratingy udělované ratingovou agenturou ke stupňům úvěrové kvality.

Požadavek na nestrannost je naplněn, pokud metodika přidělování externích ratingů je přesná, systematická, založená na jednotném přístupu a podléhá hodnocení založenému na zkušenostech z minulosti⁸¹.

Požadavek na nezávislost je naplněn, pokud metodika přidělování externích ratingů nepodléhá vnějším politickým vlivům či nátlaku, anebo ekonomickým tlakům, které by mohly ovlivnit externí rating. K tomu ratingová agentura prokáže, že má jasnou vlastnickou a organizační strukturu, dostatečné finanční zdroje, kvalitní personální obsazení a zkušenosti a odpovídající řídicí a kontrolní systém⁸².

Požadavek na průběžnou aktualizaci je naplněn, pokud ratingová agentura podrobuje metodiku i přidělené externí ratingy průběžnému přehodnocování, přizpůsobuje je změnám podmínek na trhu a v případě jednotlivých ratingů i změnám finanční situace hodnocené osoby⁸³.

⁸¹ V souladu s úředním sdělením ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007, se požadavek na nestrannost metodiky ratingové agentury chápe tak, že: 1. Metodika ratingové agentury je přesná a systematická, pokud zohledňuje všechny relevantní faktory ovlivňující úvěruschopnost dlužníka, což je podloženo zejména kvantitativními statistickými důkazy rozlišovací (diskriminační) schopnosti metodiky (např. statistikami selhání pro jednotlivé ratingové stupně a přechodovými maticemi) a 2. Metodika ratingové agentury je konzistentní, pokud dva subjekty se stejnou úvěruschopností obdrží stejné externí ratingy bez ohledu na to, kdo je posuzuje. Metodika je ověřována (validována) na základě udělených ratingů, a to v průběhu času a pro jednotlivé segmenty trhu. V případech, kdy je k dispozici méně uspokojivých kvantitativních důkazů, soustředí se posuzování České národní banky (dále jen „ČNB“) především na samý proces úvěrového hodnocení (vstupy).

⁸² V souladu s úředním sdělením ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007 se požadavek na nezávislost metodiky ratingové agentury se chápe tak, že: 1. Ratingová agentura má vypracovány postupy, které zajišťují, že udělované externí ratingy jsou za všech okolností nezávislé a objektivní a nedochází ke konfliktům zájmů. Za konflikt zájmů se považují zejména následující situace, kdy a) ratingová agentura je vlastněna vládou, obchodní komorou nebo politickým orgánem, který má zájem na zajištění příznivých externích ratingů pro jím zřizované osoby, b) ratingová agentura, její vlastník či zaměstnanec má soukromý nebo osobní zájem na ratingu z důvodu personálního či majetkového propojení s osobou, které je poskytován rating, c) finanční situace ratingové agentury závisí na příjmu od klíčových zákazníků, kteří by mohli využít své pozice pro zajištění příznivých externích ratingů, d) ratingová agentura poskytuje hodnoceným osobám doplňkové služby nebo s nimi má jiné obchodní vztahy, které by mohly narušit objektivitu externích ratingů, e) zaměstnanec ratingové agentury je v řídicí pozici hodnocené osoby, f) zaměstnanci ratingové agentury jsou hodnoceni a odměňováni způsobem, který by mohl vést k neobjektivním externím ratingům. 2. Ratingová agentura má navrženy a zavedeny vnitřní postupy, cenovou politiku, metody a postupy řízení zaměstnanců, etický kodex a řídicí a kontrolní systém tak, aby řídila potenciální konflikty zájmů a zajistila, že udělované externí ratingy nejsou závislé na ekonomických a politických tlacích. Očekává se, že ratingová agentura a) má odpovídající postupy zajišťující nezávislost udělovaných externích ratingů, b) její organizační strukturou je zajištěno oddělení provozních, personálních a případně i právních činností spojených s poskytováním externích ratingů od jakýchkoliv dalších činností a oblastí podnikání ratingové agentury, c) má dostatečné finanční zdroje a postupy zabraňující její závislosti na klíčových zákaznících a emitentech, d) zaměstnanci mají dostatečnou úroveň kvalifikace (např. nejméně jedna osoba podílející se na rozhodování o udělení externím ratingu má alespoň tříletou praxi v ratingové nebo úvěrové analýze), e) má nezávislý útvar vnitřního auditu a f) má písemné vnitřní postupy, pravidla řídicího a kontrolního systému. 3. Ratingová agentura uveřejňuje používané mechanismy pro identifikaci, řízení a odstraňování konfliktů zájmů.

⁸³ V souladu s úředním sdělením ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007 se požadavek na průběžnou aktualizaci metodiky ratingové agentury chápe tak, že: 1. Udělené

Průběžná aktualizace probíhá po každé významné události, nejméně však jednou ročně. Metodika hodnocení pro jednotlivé tržní segmenty je stanovena v souladu s těmito požadavky:

- a) zpětné testování probíhá už alespoň jeden rok,
- b) aktualizace externích ratingů prováděná ratingovou agenturou je zaznamenávána tak, aby mohla být kdykoliv předložena České národní bance,
- c) ratingová agentura je schopna předložit České národní bance rozsah svých kontaktů s řídicími orgány osob, které hodnotí.

Ratingová agentura okamžitě informuje Českou národní banku o zásadních změnách metodiky, kterou používá pro přidělování externích ratingů.

Požadavek na průhlednost je naplněn, pokud ratingová agentura uveřejňuje používané principy metodiky při vytváření externích ratingů, aby tak všichni potenciální uživatelé mohli posoudit, zda je dané hodnocení opodstatněné⁸⁴.

Požadavek důvěryhodnosti externího ratingu včetně přijetí na trhu je naplněn, pokud jednotlivé externí ratingy vypracované ratingovou agenturou v segmentu, pro který má být daná ratingová agentura zapsána do seznamu, jsou uživateli takových externích ratingů na trhu považovány za důvěryhodné a spolehlivé⁸⁵.

externí ratingy zůstávají aktuální v čase i při změnách podmínek na trhu. Významnou událostí je událost, která by potenciálně nebo skutečně mohla mít za následek změnu uděleného externího ratingu (ratingového stupně). 2. Ratingová agentura má postupy, které zajišťují průběžné přehodnocování externích ratingů, zejména a) spolehlivě odhaluje změny v podmínkách, jimž podléhá hodnocená osoba, které by potenciálně mohly ovlivnit změnu uděleného ratingového stupně, b) zajišťuje, že ratingový stupeň je skutečně upraven, pokud jsou změny natolik významné, že si jeho úpravu vyžadují, c) má přehled, jak jsou ratingové stupně revidovány, včetně kontaktů s hodnocenými osobami. 3. Zpětné testování externích ratingů je analýza externích ratingů poskytnutých v minulosti. Jde zejména o schopnost prokázat, že lepší stupeň externího ratingu je spojen s relativně nižší pravděpodobností selhání nebo s nižší ztrátovostí. Při zpětném testování je třeba vycházet z externích ratingů stanovených v co možná nejdelším období a z co možná největšího počtu případů hodnocení. Zpětné testování se prokazuje odděleně pro každý segment trhu, pro který je požadováno zapsání do seznamu. 4. Zásadní změnou metodiky ratingové agentury je taková změna, která má za následek změny udělených externích ratingů.

⁸⁴ V souladu s úředním sdělením ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007 se požadavek na průhlednost metodiky ratingové agentury chápe tak, že: Ratingová agentura si sama zvolí formu, formát a rozsah uveřejňování informací. Součástí uveřejňovaných informací jsou dostatečně srozumitelné principy používané metodiky ratingové agentury. Informace jsou dostupné co nejširšímu okruhu uživatelů včetně odborné veřejnosti (např. neplacené internetové stránky). Ratingová agentura aktualizuje uveřejněné principy metodiky co nejdříve po schválení aktualizace metodiky.

⁸⁵ V souladu s úředním sdělením ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007 se požadavek na důvěryhodnost externího ratingu včetně přijetí na trhu chápe tak, že: 1. Důvěryhodnost se vždy vztahuje k segmentu trhu, pro který se žádá o zápis do seznamu. Kromě obecného přijetí ratingů na kapitálových, resp. finančních trzích lze vzít v úvahu i další faktory potvrzující důvěryhodnost a přijetí ratingové agentury trhem (např. skutečnost, že větší počet povinných osob hodlá

Externí rating vypracovaný ratingovou agenturou lze využít pro účely výpočtu hodnot rizikově vážených sekuritizovaných expozic metodou externího ratingu, pokud splňuje následující podmínky:

- a) mezi druhy plateb zohledněnými v externím ratingu a druhy plateb, které povinné osobě přísluší z dané sekuritizované pozice v rámci smluvních ujednání, existuje soulad,
- a) externí rating je na trhu veřejně dostupný; externí ratingy jsou považovány za veřejně dostupné, pokud byly zveřejněny v dostupné formě a jsou zahrnuty do přechodové matice příslušné ratingové agentury, přičemž externí ratingy, které jsou dostupné pouze omezenému počtu uživatelů, nelze považovat za veřejně dostupné,
- b) v případě externího ratingu uděleného nástroji strukturovaného financování zveřejňuje ratingová agentura vysvětlení, jakým způsobem výkonnost seskupení aktiv ovlivňuje rating.

Při promítnutí stupňů externího ratingu do stupňů úvěrové kvality pro účely výpočtu hodnot rizikově vážených sekuritizovaných expozic metodou externího ratingu se uplatňují následující principy:

Ratingová agentura předloží dosažené nebo očekávané podíly selhání v případě každého stupně externího ratingu a navrhne přiřazení jednotlivých stupňů externího ratingu ke stupňům úvěrové kvality pro segment sekuritizace. Při přiřazování se rozlišuje mezi relativními stupni rizika vyjádřenými jednotlivými externími ratingy, zohledňují se kvantitativní faktory, zejména podíl selhání nebo ztrátovost, a kvalitativní faktory, zejména rozsah transakcí posuzovaných ratingovou agenturou a reálný obsah externího ratingu.

Sekuritizované pozice, kterým se na základě externích ratingů vypracovaných zapsanými ratingovými agenturami přiřazuje stejná riziková váha, patří ke stejným stupňům úvěrové kvality. Česká národní banka může v odůvodněných případech změnit přiřazení daného externího ratingu ke stupni úvěrové kvality.

používat externí ratingy dané ratingové agentury pro výpočet kapitálových požadavků, citace v médiích, způsoby využívání udělených externích ratingů na trhu apod.). 2. V případě sekuritizace má důvěryhodnost ratingové agentury a její přijímání trhem zvláštní význam, zejména skutečnost, zda ratingová agentura má dostatečné zkušenosti s udělováním externích ratingů pro sekuritizované pozice.

6 OSTATNÍ POVINNOSTI BANKY SPOJENÉ SE SEKURITIZOVANÝMI EXPOZICEMI

6.1 PRAVIDLA ANGAŽOVANOSTI INVESTIČNÍHO PORTFOLIA

Pro účely zjištění existence ekonomicky spjaté skupiny osob v případě sekuritizované expozice posoudí povinná osoba schéma a jeho podkladové expozice. Za tímto účelem povinná osoba vyhodnotí ekonomickou podstatu a rizika spojená se strukturou sekuritizační transakce.

6.2 INFORMACE A PODKLADY O EXTERNÍM RATINGU PŘEDKLÁDANÉ ČNB

Povinná osoba, která používá externí rating pro účely stanovení úvěrové kvality sekuritizované expozice, informuje o své volbě zapsané ratingové agentury Českou národní banku bez zbytečného odkladu.

6.3 PODROBNĚJŠÍ VYMEZENÍ POŽADAVKŮ PRO ŘÍZENÍ ÚVĚROVÉHO RIZIKA SPOJENÉHO SE SEKURITIZACÍ

Pokud je povinná osoba investorem, původcem či sponzorem sekuritizace, vyhodnocuje a usměrňuje prostřednictvím přiměřených zásad a postupů riziko sekuritizace včetně reputačního rizika, jaké vzniká například ve vztahu ke komplikovaným strukturám či produktům, a zajistí, že ekonomická podstata transakce se plně promítá do hodnocení rizika a rozhodovacích procesů.

Povinná osoba, která je původcem sekuritizace revolvingových expozic s možností předčasného splacení, má stanoveny plány likvidity jak pro situace očekávané, tak pro případy předčasného splacení.

Povinná osoba musí být schopna doložit České národní bance, do jaké míry je kapitál udržovaný vůči aktivům, která sekuritizovala, odpovídající vzhledem k ekonomické podstatě dané transakce, včetně dosaženého stupně převodu rizika a zajistí, aby dosažení očekávaného převodu rizika nebylo sníženo poskytnutím skryté (mimosmluvní) podpory.

6.4 POŽADAVKY PRO ŘÍZENÍ RIZIKA KONCENTRACE

Zásady a postupy pro řízení rizika koncentrace vždy zahrnují: zásady a postupy pro zacházení s riziky vznikajícími z koncentrace expozic vůči osobám, ekonomicky či jinak spjatým skupinám

osob nebo vůči osobám ve stejném odvětví nebo zeměpisné oblasti, z koncentrace expozič ze stejné činnosti nebo obchodované komodity nebo podkladového aktiva sekuritizovaných expozič.

7 VYBRANÉ OTÁZKY ZAHRANIČNÍCH ÚPRAV SEKURITIZACE

V rámci této kapitoly je uvedeno srovnání s právní úpravou členských států Evropské unie, a to Francie, jako státu se speciální právní úpravou sekuritizace a Bulharska, jako vyvíjející se ekonomiky, která má rovněž zkušenost se sekuritizací (microcredit).

7.1 FRANCOUZSKÁ PRÁVNÍ ÚPRAVA SEKURITIZACE

Současná francouzská úprava sekuritizace je obsažena zejména v čl. L214-432-1 až L214-49 finančního zákoníku („*Code monétaire et financier*“).

Do francouzského právního řádu byla sekuritizace zavedena až v roce 1988 a to zákonem č. 88-1201 z 23. prosince 1988, o subjektech kolektivního investování do cenných papírů a o vzniku kolektivních fondů pohledávek⁸⁶. Kolektivní fondy pohledávek („*Fonds communs de créances*“) vznikly jako subjekty (fondy) oprávněné provádět techniku sekuritizace.

Rovněž Francie reagovala na finanční krizi, která zasáhla finanční trhy v roce 2007. Za účelem posouzení právní úpravy sekuritizace a jejího vlivu na finanční trhy vznikla ve Francii komise v čele s ministryní financí, paní Christian Lagarde, jejímž cílem bylo jednak posílit efektivitu a zajištění subjektů sekuritizace ve Francii a dále vytvořit právní prostředí vhodné pro sekuritizaci pojistných rizik v rámci směrnice o přepojištění. Výsledkem činnosti komise bylo přijetí nařízení č. 2008-556 z 13. června 2008, kterým se z účinností od 15. června 2008 změnila právní úprava sekuritizace ve francouzském finančním zákoníku.

Hlavními změnami provedenými uvedenou novelizací jsou:

- (i) modernizace režimu sekuritizace zavedením společnosti sekuritizace („*société de titrisation*“) (působící nadále vedle kolektivních fondů pohledávek, s nimiž dohromady tvoří subjekty sekuritizace – „*organisme de titrisation*“), která může mít formu buď akciové společnosti („*société anonyme*“) nebo zjednodušené akciové společnosti („*société par actions simplifiée*“), čímž dochází k vypořádání se s problémy, jež se vyskytovaly v mezinárodních transakcích, spojenými s tím, že kolektivní fondy pohledávek nemají právní subjektivitu;
- (ii) sekuritizace je dále umožněna pro převod rizik z pojištění a přepojištění;

⁸⁶ „*Loi N° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances*“

- (iii) zavedení ochrany proti riziku úpadku subjektů sekuritizace, kdy subjekty sekuritizace nespádají pod právní úpravu úpadku (tento princip byl dříve dovozován bez výslovné úpravy u kolektivních fondů pohledávek, které nemají právní subjektivitu, jde tedy ve vztahu k nim o potvrzení, ohledně nových společností sekuritizace je tato výslovná zákonná výjimka nezbytná);
- (iv) z ustanovení čl. L.214-43 finančního zákoníku je dále odstraněna nerovnost zavedená v roce 2005 ohledně sekuritizace v budoucnu vzniklých pohledávek, kdy je nadále stanoveno, je převod těchto pohledávek zůstává účinný i přes zahájení francouzského nebo zahraničního insolvenčního řízení proti postupiteli (původci);
- (v) nově jsou jako platné označena ujednání v sekuritizačních smlouvách o toku plnění (distribuci plnění plynoucích od dlužníků investorům) a o limitech odpovědnosti jednotlivých stran sekuritizační transakce.

Uvedená novelizace francouzské právní úpravy sekuritizace je odbornou právní veřejností hodnocena jednoznačně kladně jako posun k větší právní jistotě všech stran účastnících se sekuritizačních transakcí⁸⁷.

Současná právní úprava je dále v podrobnostech uvedena níže.

7.1.1 Speciální sekuritizační zákony

Francie má speciální úpravu sekuritizačních transakcí. Francouzský sekuritizační zákon ze dne 23.12.1988, který byl novelizován vyhláškou (*Ordonnance*) č. 2009-15 ze dne 8.1.2009, byl vtělen do francouzského finančního zákoníku do čl. L.214-42-1 až L.214-49-14.

Francouzský sekuritizační zákon vytvořil jednotky se speciálním účelem (*fonds communs de titrisation*), vzájemné dluhové fondy (dále jen „FCT“). FCT jsou spoluvlastnické struktury, jejichž jediným účelem je nabývání pohledávek. FCT nemají právní subjektivitu a mohou sestávat z několika „ring-fenced“ oddělení. FCT musí být vytvořeny společně správcovskou společností a custodianem.

Správcovskou společností je buď investiční společnost dle ustanovení čl. L.532-9 a násl. francouzského finančního zákoníku nebo správcovská společnost fondu pohledávek (*fonds communs de créances*, dále jen „FCC“) dle ustanovení čl. L.214-48 francouzského finančního zákoníku.

⁸⁷ Např. Frédéric Lacroix, avocat à la Cour, Clifford Chance, L'AGEFI, 3.7.2008. Une consécration pour les organismes de titrisation.

Custodian je úvěrová instituce založená v EHS nebo jakákoli jiná úvěrová instituce schválená francouzskou vládou.

FCT mohou nabývat všechny druhy závazků dle francouzského nebo cizího práva včetně existujících nebo budoucích pohledávek. FCT mohou emitovat dluhové nástroje včetně dluhopisů, které se řídí francouzským nebo cizím právem a mohou vstupovat do syntetických transakcí, ať už jako kupující nebo prodávající zajištění. FCT jsou rovněž jedinou entitou dle francouzského práva, která je odolná vůči úpadku pro účely ratingu. Z pohledu sekuritizačních transakcí provedených ve Francii je zřejmé, že FCT představují ideální nástroj pro mezinárodní sekuritizační transakce. Sekuritizační jednotky mohou být vytvořeny rovněž ve formě společnosti (*société de titrisation*, dále jen „SDT“).

7.1.2 Převod pohledávek

Platný prodej pohledávek dle francouzského práva musí splňovat několik podmínek. Předně musí určité vlastnosti splňovat samotné převáděné pohledávky, a to (i) musí se jednat o existující nebo budoucí pohledávky, (ii) vlastníkem pohledávek musí být prodávající, a (iii) pohledávky musí být identifikovány nebo způsobilé identifikace a individualizace. Dále postavení kupujícího určuje způsob a podmínky prodeje pohledávek, kdy prodej pohledávek se uskutečňuje následujícími způsoby:

- (i) Postoupení podle ustanovení čl. 1698 a násl. francouzského občanského zákoníku (Code Civil). Prodej je platný mezi prodávajícího a kupujícího, avšak vůči třetím osobám je účinný až poté, co je prodej oznámen dlužníkovi soudním vykonavatelem (*voie d'huissier*) nebo uznáním prodeje dlužníky v listině vyhotovené před notářem (*acte authentique*). Za předpokladu, že dlužník je identifikován, neuplatní se omezení co do druhu pohledávek, které mohou být převedeny dle relevantních ustanovení francouzského občanského zákoníku nebo s ohledem na postavení kupujícího. S ohledem na cenu uvedeného postupu (přibližně €250 za jednoho dlužníka pokud je oznámení doručováno soudním vykonavatelem), není tento způsob převodu příliš běžný u sekuritizačních transakcí.
- (ii) Postoupení subrogací podle ustanovení čl. 1249 a násl. francouzského obchodního zákoníku. Podle tohoto způsobu třetí osoba (*subrogé*) platí původnímu věřiteli (*subrogeant*) a přebírá práva původního věřitele vůči dlužníkovi. Subrogace musí být dohodnuta výslovně a musí nastat ve stejném okamžiku jako platba. Od okamžiku

subrogace, která by měla nastat ve stejném okamžiku jako předání formální listiny původním věřitelem třetí osobě (*quittance subrogative*), převod práv původního věřitele vůči dlužníku na třetí osobu nabývá účinnosti a je vykonatelný vůči dlužníku bez jakýchkoli dalších formalit. Za předpokladu, že dlužník je identifikován, nejsou žádná omezení ohledně druhu pohledávek, které mohou být převedeny subrogací nebo ohledně postavení kupujícího. Nicméně práva původního věřitele vůči dlužníku mohou být převedena na nového věřitele pouze do výše protiplnění zaplaceného třetí osobou. V rámci sekuritizační transakce mohou působit potíže právě omezení ohledně načasování subrogace a výši protiplnění v případě prodeje pohledávek se slevou nebo s odloženou platbou protiplnění.

- (iii) Postoupení podle francouzského zákona *Dailly*⁸⁸ podle čl. L. 313-23 až L. 313-34 francouzského finančního zákoníku (*Code monétaire et financier*). Postoupení pohledávek je provedeno na základě jediného převodního dokumentu (*acte de cession*), který si mezi sebou vymění prodávající a kupující. Převod je účinný mezi stranami i vůči třetím osobám dnem data vyznačeného na dokumentu kupujícím, aniž by byly nutné další formality. Ustanovení francouzského finančního zákoníku byla doplněna v souvislosti se zákonem *Dailly* za účelem úpravy převodu budoucích pohledávek a převodu pohledávek v rámci mezinárodních finančních transakcí. I přes tyto aktuální novelizace stále přetrvávají určitá omezení ohledně druhu pohledávek, které lze tímto způsobem převést a ohledně postavení kupujícího v takových převodech. Pohledávky musí pocházet z profesionálních vztahů mezi prodávajícím a dlužníkem a kupující musí být úvěrová instituce s francouzskou licenci nebo vykonávající činnost úvěrové instituce na základě evropského pasu.
- (iv) Postoupení pohledávek na základě francouzského sekuritizačního zákona dle ustanovení čl. L. 214-42-1 až L. 214-49-14 francouzského finančního zákoníku. Postoupení pohledávek je realizováno na základě jediného převodního dokumentu (*bordereau*), který si mezi sebou vymění prodávající a kupující. Postoupení je účinné mezi stranami i vůči třetím osobám ode dne data vyznačeného na tomto dokumentu bez nutnosti dalších formalit. Stejně jako u možnosti uvedené výše pod bodem (iii) umožňuje finanční zákoník i u tohoto způsobu převod budoucích pohledávek nebo převod pohledávek v rámci mezinárodních sekuritizačních transakcí. V rámci tohoto způsobu postoupení pohledávek není žádné omezení co do druhu pohledávek, které mohou být takto postoupeny. Nicméně omezení existuje co do postavení kupujícího. Kupujícím musí být

buď sekuritizační fond (*fonds commun de titrisation, FCT*), což je spoluvlastnická struktura bez právní subjektivity vytvořená společně spravující společností a custodianem. Použití tohoto způsobu postoupení nabízí řadu výhod, včetně toho, že veškeré související podíly ve spojení s převedenými pohledávkami jsou automaticky převedeny na FCT bez dalších formalit, a dále skutečnost, že FCT je jedinou společností dle francouzského práva, která je pro účely ratingu odolná vůči úpadku. Kupující může být dále sekuritizační společností (*société de titrisation, SDT*). SDT je společností, má tedy právní subjektivitu. SDT využívá stejných výhod jako FCT, pouze má jiný daňový režim. Využití FCT a SDT je pro účely sekuritizace ideální.

- (v) V případě pohledávek z hypotečních úvěrů nebo pohledávek za osobami veřejného práva přichází v úvahu další způsob postoupení pohledávek, a to způsob dle čl. L. 515-13 a násl., nebo v případě pouze pohledávek z hypotečních úvěrů rovněž čl. L.515-34 a násl. francouzského finančního zákoníku. Podmínky a postupy převodu jsou v zásadě stejné jako postoupení dle zákona *Dailly* nebo dle francouzského sekuritizačního zákona. Kupujícím však musí být hypoteční společnost (*société de crédit foncier, SCF*) nebo společnost financující bydlení (*société de financement de l'habitat, SFH*), což jsou francouzské finanční instituce s licenci udělenou francouzskými orgány bankovního dohledu, založené ke stanovenému účelu a strukturované jako osoby odolné vůči úpadku.

S ohledem na výše uvedené je zřejmé, že všechny metody, s výjimkou postoupení dle francouzského občanského zákoníku, představují postoupení, které je účinné vůči třetím osobám včetně budoucích kupujících předmětných pohledávek bez dalších formalit. Dle francouzského občanského zákoníku je nutné oznámení dlužníkům a to buď prostřednictvím oznámení soudním vykonavatelem, nebo uznáním dlužníků v listině vyhotovené před notářem.

Pokud smlouva nestanoví jinak, je dle francouzského práva možné platně převést pohledávky i bez souhlasu dlužníka, ledaže jde o pohledávky, u nichž postoupení zakazuje zákon (např. u výživného). Ujednání ve smlouvě mezi obchodníky, které by zakazovalo postoupení pohledávek vzniklých na základě této smlouvy, je neplatné (viz ustanovení čl. L.442-6-II-c francouzského obchodního zákoníku). Strany si však mohou dohodnout omezení převodu, např. souhlasem dlužníka s převodem určitému kupujícímu. Taková omezení však nejsou účinná vůči kupujícímu, ledaže je prokázáno, že kupující o takovém omezení převodu věděl.

⁸⁸ Zákon č. 81-1 z 2.1.1981 o usnadnění získávání úvěru pro společnosti (Loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises).

Pokud je tedy smlouva uzavřena se spotřebitelem nebo v rámci smlouvy mezi obchodníky je dohodnuto omezení převodu a zároveň si kupující pohledávky byl k okamžiku postoupení tohoto omezení vědom, může kupující dle francouzského občanského zákoníku odpovídat za škodu způsobenou takovým převodem dlužníku. Zároveň takový převod zakládá odpovědnost prodávajícího (původního věřitele) dle francouzského občanského zákoníku za porušení smluvního ujednání o omezení převoditelnosti pohledávek.

Francouzské právo stanoví specifické požadavky pro převod hypotečních úvěrů, spotřebitelských úvěrů, směnek a dluhových cenných papírů:

- (i) Směnky: k převodu směnky dochází indosamentem ve prospěch úvěrové instituce;
- (ii) Obchodovatelné dluhové cenné papíry jsou převedeny na základě převodního příkazu (*ordre de mouvement*) a
- (iii) Hypoteční a spotřebitelské úvěry jsou převáděné obecnými způsoby postoupení pohledávky uvedenými výše s tím, že však není nutný souhlas dlužníka, a převod hypotéky zajišťující úvěr musí být registrován pro kupujícího. Nicméně pokud je tento převod uskutečněn na základě ustanovení francouzského zákona Dailly, SCF zákona, SFH zákona nebo sekuritizačního zákona ve prospěch úvěrové instituce, SCF, SFH, FCT nebo SDT, nejsou nutné pro převod hypotéky nebo jiných zajištění úvěrů již žádné formality.

Převody balíků pohledávek v rámci sekuritizační transakce, tj. převody dle zákona Dailly, zákonů SCF, SFH nebo sekuritizačního zákona na úvěrové instituce, SCF, SFH, FCT nebo SDT, vyžadují následující formality, co se týče povinných náležitostí převodního dokumentu:

- (i) Odkaz k příslušné právní úpravě, kterou se řídí převodní dokument;
- (ii) Identifikace kupujícího; a
- (iii) Identifikace každé pohledávky, která je předmětem převodu. U každé převáděné pohledávky tak musí být uvedeny znaky, které ji identifikují, tj. identifikace dlužníka, výše pohledávky, splatnost. Pokud je převod realizován na základě informačního systému (*procédé informatique*), který umožňuje identifikaci pohledávek, potom převodní dokument uvádí pouze způsob, jakým jsou pohledávky převáděny a identifikovány, jakož i odhad jejich celkového počtu a výše.

Pokud jsou splněny podmínky postoupení (dle jednotlivých způsobů postoupení pohledávek), potom prodávající přestává být vlastníkem pohledávek a tyto se stávají vlastnictvím kupujícího. Na

tomto účinku nic nemění postup prodávajícího, který si např. ponechá část rizika souvisejícího s pohledávkami, nebo vykonává určitou kontrolu nad pohledávkami převedenými kupujícímu.

Sekuritizační transakce dle francouzského práva jsou většinou strukturovány tak, že prodávající sjedná závazek převádět po určité období veškeré své pohledávky, nebo jejich část, kupujícímu (tj. průběžný převod pohledávek). Taková dohoda je účinná vůči prodávajícímu až do okamžiku případného zahájení insolvenčního řízení. Po zahájení insolvenčního řízení záleží na správci, zda bude v plnění závazku pokračovat, nebo jej vypoví.

Ohledně sekuritizace v budoucnu vzniklých pohledávek obsahuje speciální úpravu francouzský sekuritizační zákon, který stanoví, že prodej pohledávek, které vzniknou teprve v budoucnu, není dotčen případným zahájením insolvenčního řízení proti prodávajícímu. Dle sekuritizačního zákona je prodej dokončen ke dni vyhotovení převodního dokumentu bez ohledu na datum vzniku pohledávky (*date de naissance*), datum splatnosti (*date d'échéance*) nebo vykonatelnosti (*date d'exibilité*).

7.1.3 Standardní ujednání v rámci sekuritizačních transakcí a jejich vykonatelnost dle francouzského práva

Ujednání o omezení rekurzu (*limited recourse clause*) je uznávána dle francouzského práva (tento názor alespoň převažuje v literatuře), za podmínky, že tato dohoda byla svobodně sjednána mezi věřitelem a dlužníky a není vnučena dlužníky věřiteli a že tato dohoda je spravedlivou protihodnotou pro určité závazky dlužníků ve prospěch věřitele, např. složit věřiteli určité peněžní toky s určitou předem stanovenou prioritou splácení.

Dohoda zakazující podání žaloby proti kupujícímu nebo jiné osobě, popř. zakazující podání insolventního návrhu proti kupujícímu nebo jiné osobě (*non-petition clause*). Obecně se má za to, že takové ujednání by před francouzskými soudy neobstálo.

Omezení statutárního orgánu. Statutární orgány společností mohou být v rámci sekuritizační transakce omezeny v možnosti učinění konkrétních úkonů bez souhlasu nestranné třetí osoby. Taková dohoda je dle francouzských předpisů platná, nebude však zpravidla účinná vůči třetím osobám.

7.1.4 Veřejnoprávní regulace

7.1.4.1 Nutná povolení k činnosti

Pravidelný nákup nesplatných pohledávek podléhá ve Francii licenci, pokud pohledávky nekupuje přímo FCT nebo SDT.

Stejně tak je regulovanou činností správa a shromažďování pohledávek ve prospěch třetích osob. Podle francouzského sekuritizačního zákona musí být převod správy pohledávek z prodávajícího na třetí osobu oznámen dlužníkům.

7.1.4.2 Ochrana osobních údajů

Francouzské právo rovněž reguluje převod osobních údajů. Cílem této regulace je ochrana práv jednotlivce včetně dlužníků spotřebitelů. Ochrana se však neaplikuje na dlužníky – právnické osoby. Relevantní úprava se nazývá Zákon o informatice (*Loi Informatique et Liberté*) ze dne 6.1.1978 a podle ní musí každý převodce osobních údajů, s výjimkou určitých okolností, informovat každého jednotlivce o převodu jeho osobních údajů, které jsou způsobilé tohoto jednotlivce identifikovat. Dohled nad plněním tohoto zákona vykonává Národní komise pro informatiku a svobodu (*Commission Nationale Informatique et Liberté, CNIL*). V praxi potom byla realizována řada opatření za účelem sladění poskytování informací v rámci sekuritizačních transakcí s relevantní úpravou ochrany osobních údajů, včetně převodu pouze části údajů nebo kodifikovaných údajů.

7.1.4.3 Předpisy proti praní špinavých peněz

Úvěrové instituce jsou povinny hlásit veškeré podezřelé platební operace.

7.2 VEŘEJNOPRÁVNÍ REGULACE ČINNOSTÍ V RÁMCI SEKURITIZAČNÍ OPERACE V NĚMECKU

Nákup a vlastnictví pohledávek kupujícím a shromažďování a výkon vlastních pohledávek kupujícím nejsou činnostmi, které by vyžadovaly speciální povolení. Tento závěr byl potvrzen orgánem dohledu nad německým bankovním sektorem ohledně revolvingových sekuritizací ve spojení se zavedením nových požadavků licencování poskytovatelů faktoringových služeb. V případě, že by správu pohledávek vykonávala třetí osoba za kupujícího, potom taková činnost vyžaduje shromažďovací licenci dle německého zákona o právních službách. Výjimkou je situace, kdy prodávající po prodeji pohledávek, jejichž je původcem, pokračuje v jejich správě.

Z praktického pohledu tedy nutnost licencování přichází v úvahu při převodu správy pohledávek na třetí osobu odlišnou od prodávajícího i kupujícího pohledávek. Každý správce navíc musí splňovat požadavky německých zákonů o ochraně osobních údajů.

8 AKTUÁLNÍ TRENDY V SEKURITIZACI

8.1 AKTUÁLNÍ VÝVOJ TRHU SEKURITIZACE

Aktuální stav sekuritizačních trhů je standardně popisován jako stav krize, útlumu, očekávání dopadů nových regulací. Obecně je přijímán názor, že finanční krize, která začala v roce 2008, ukázala, že financování bank prostřednictvím kapitálových trhů (a tedy i prostřednictvím sekuritizace) bylo spojeno s nesouladem v zájmech jednotlivých účastníků sekuritizačního procesu, přílišným spoléháním na hodnocení ratingových agentur, nedostatečnou informovaností o podkladových aktivech a strukturách transakcí.

Na finančních trzích došlo rovněž v důsledku těchto nedostatků ke snížení objemů obchodů s produkty sekuritizací. Za další faktorům, které přispěly k utlumení sekuritizací, považují na straně nabídky sekuritizovaných produktů obecné zhoršení makroekonomické situace (včetně zvýšení nezaměstnanosti a snížení spotřeby), které vedlo k omezení poskytování úvěrů a ve zhoršení plnění podkladových expozic (podkladových úvěrů). Na straně poptávky se snížil zájem investorů o sekuritizované produkty zejména s ohledem na snížení hodnocení původně přidělených jednotlivým produktům. Snížení poptávky ze strany investorů bylo do určité míry kompenzováno veřejnými institucemi, které investovaly do produktů sekuritizace⁸⁹.

Současně na mezinárodní úrovni přijímán názor, že obnovení a řádné fungování sekuritizačních trhů je zásadně důležité pro finanční trhy, banky, emitenty, investory i spotřebitele, neboť tento sekundární trh umožňuje refinancování úvěrů poskytovaných subjektům trhu⁹⁰.

I přes finanční krizi a související útlum sekuritizačních transakcí se však sekuritizační trh zcela nezastavil a vznikaly nové emise cenných papírů zajištěných aktivy, a to jak v USA tak v Evropě

⁸⁹ Zdroj: Evropská centrální banka: Recent developments in securitisation, únor 2011.

⁹⁰ Ačkoli se objevují negativní názory ohledně vlivu sekuritizace na finanční trh, na mezinárodní úrovni je přijímán názor o pozitivní roli správně fungujícího sekuritizačního trhu pro finanční trhy, pouze je zdůrazňována nutnost regulace tohoto trhu a jsou navrhovány zásady této regulace, viz např. Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (*the International Organisation for Securities Commissions*, IOSCO) a její konzultační materiál: „*Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report*“ z 6.5.2009 a finální zpráva: „*Unregulated Financial Markets and Products – Final Report*“ z 4.9.2009, dále zpráva Rady pro finanční stabilitu pro summit zemí G20 o zlepšení finanční regulace („*Improving Financial Regulation – Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*“) z 25.9.2009, bod 47 a násl. Nejnovější a nejvíce relevantní potom Zpráva o pobídkách sekuritizace aktiv vydaná v červenci 2011 společným fórem BSBC (Basilejského výboru pro bankovní dohled), IOSCO (Mezinárodní organizace komisí cenných papírů) a IAIS (Mezinárodní asociací správců pojištění) („*The Joint Forum of Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors – Report on asset securitisation incentives*“)

(zde bylo nejvíce emisí uskutečněno v Anglii, Nizozemí, Španělsku a Itálii), přičemž jako jednotící znaky těchto nových emisí lze uvést zejména vysokou transparentnost ohledně kvality podkladových aktiv a jednoduché struktury sekuritizačních transakcí. Ohledně členění sekuritizací dle druhu sekuritizovaných aktiv zůstávají nejoblíbenější cenné papíry zajištěné hypotékami (*residential mortgage-backed securities*, RMBs), a to jak v USA tak v Evropě.

8.2 KRYTÉ DLUHOPISY

8.2.1 Pojem v širším slova smyslu

Kryté dluhopisy představují hybridní nástroj mezi cennými papíry zajištěnými aktivy (resp. hypotékami) a standardními zajištěnými dluhopisy. Kryté dluhopisy jsou nástrojem refinancování, který je primárně využíván hypotečními věřiteli.

Na rozdíl od zajištěných dluhopisů, které poskytují nároky vůči emitentovi, kryté dluhopisy poskytují navíc nárok vůči aktivům emitenta, který je chráněn proti případnému úpadku emitenta (*Collateral Pool*). Na rozdíl od cenných papírů zajištěných aktivy, které poskytují pouze nárok vůči souboru aktiv, kryté dluhopisy navíc poskytují rovněž nárok přímo vůči emitentovi.

Kryté dluhopisy existují v Evropě již přes dvě stě let. Do nedávné doby byly kryté dluhopisy zejména nástrojem vyskytujícím se v kontinentální Evropě a známý pod různými označeními v jednotlivých zemích (pfandbriefe v Německu, realkreditobligationer v Dánsku, obligations foncieres ve Francii, pantbrev ve Španělsku, atd.).

V důsledku krize rizikových pohledávek a související nedůvěrou vůči cenným papírům zajištěným hypotékami došlo k dalšímu zvýšení obliby krytých dluhopisů a k jejich rozšíření do dalších destinací jako USA, Austrálie, Nový Zéland, Kanada, Korea, Malajsie a další.

V rámci krytých dluhopisů se postupem času vyvinuly dvě varianty: (i) zákonné kryté dluhopisy (*legislative covered bonds*) a (ii) strukturované kryté dluhopisy (*structured covered bonds*).

Zákonné kryté dluhopisy jsou kryty specifickou legislativou, která poskytuje ochranu proti úpadku emitenta. Strukturované kryté dluhopisy potom využívají nástrojů strukturovaných financí jako převod aktiv na samostatnou entitu.

Závazky z krytých dluhopisů zůstávají v rozvaze emitenta. Na rozdíl od sekuritizace, kde rating je založen na úvěrových posíleních a často dosahuje i stupně AAA, rating pro kryté dluhopisy je

odvozen od ratingu emitenta a vyšší rating je výsledkem resistance struktury vůči úpadku emitenta, rizika likvidity a dalších kritérií.

V rámci krytých dluhopisů nedochází k převodu rizika předčasného splacení na investory. Ke splácení krytých dluhopisů dochází v předem stanovených termínech a toto splácení není zcela závislé na struktuře peněžních toků z podkladového balíku (*Collateral Pool*).

8.2.2 Oblíbenost krytých dluhopisů

Zvýšení popularity krytých dluhopisů je zřejmé na přelomu let 2010 a 2011, kdy několik velkých světových ekonomik přijalo nebo upravilo zákonodárství upravující kryté dluhopisy, jako USA, Nový Zéland a Austrálie.

Mezi výhody krytých dluhopisů oproti produktům sekuritizace patří mimo jiné:

- (i) Kryté dluhopisy představují dodatečný, alternativní způsob financování. Je důležité vytvořit sekundární hypoteční trh, který propojuje vznik hypoték s kapitálovými trhy a poskytuje tak efektivní zdroj kapitálu pro výstavbu a infrastrukturu. Kryté dluhopisy tím, že poskytují dvojí nároky vůči emitentovi a techniku strukturovaných financí, nabízí vyšší rating, než je rating emitenta a tak zajišťují levnější (dostupnější) financování;
- (ii) Kryté dluhopisy jsou více příznivé pro investory, neboť neobsahují riziko předčasného splacení;
- (iii) Jedním z důvodů, proč začaly být produkty sekuritizace kritizovány po krizi rizikových hypoték, byla právě skutečnost, že emitenti nebyli zapojeni do rizika transakce. Kryté dluhopisy naproti tomu zajišťují zapojení původce do rizika transakce, neboť zajišťují nárok vůči původci;
- (iv) Modely finančních toků pro kryté dluhopisy jsou relativně snadné na pochopení, neboť jsou méně složitě strukturované;
- (v) Produkty sekuritizace ztratily svůj lesk v důsledku změn mezinárodních účetních standardů, kdy nyní je pro většinu transakcí obtížné, aby byly závazky původce vyňaty z jeho rozvahy.

9 ZÁVĚR

Cílem mé disertační práce byla analýza právních a ekonomických aspektů sekuritizace aktiv, v jejímž rámci jsem se pokusila podat pokud možno vyčerpávající pojednání o právním charakteru jednotlivých kroků standardního procesu sekuritizace, v situaci, kdy sekuritizační proces, jakožto specifický proces strukturovaných financí, není českým právem komplexně upraven speciální právní úpravou, jakož i o podrobnou analýzu speciální veřejnoprávní úpravy vycházející z evropského práva a upravující některé povinnosti úvěrových institucí (bank a družstevních záložen) v souvislosti s jejich účastí na sekuritizačním procesu.

Pro účely dosažení uvedeného cíle jsem se zaměřila nejprve na vymezení pojmu sekuritizace, včetně uvedení do historie a ekonomických aspektů sekuritizace. Toto vymezení konfrontuje legální definici obsaženou v českém právu pro účely veřejnoprávní regulace bank a družstevních záložen a má dvojí význam.

Předně jeho prostřednictvím vymezují okruh transakcí, na které dopadá veřejnoprávní úprava vyhlášky POP, tj. transakcí které spadají pod pojem sekuritizace ve smyslu vyhlášky POP (ustanovení § 2 odst. 4 písm. i) POP), jako jediné výslovné definice sekuritizace obsažené v českém právu, přičemž tento výklad dále doplňuji v bodě 3.2.1 disertační práce, který se zabývá rozsahem působnosti této veřejnoprávní úpravy s ohledem na smysl evropské právní úpravy, kterou transponuje.

V tomto ohledu dospívám k závěru, že při posuzování, zda určitá transakce spadá pod pojem sekuritizace ve smyslu této veřejnoprávní úpravy, je nutné vždy zohlednit rovněž ekonomickou podstatu sekuritizační transakce, kterou je převod úvěrového rizika spojeného s určitou podkladovou expozicí z původce na třetí osobu, přičemž transakce, v rámci které úvěrové riziko převáděno není, pod pojem sekuritizace dle mého názoru nespadá (a to, i pokud splňuje ostatní náležitosti sekuritizační transakce). V tomto ohledu nepovažuji definici uvedenou v POP (a tedy i CRD) za dostatečně jasnou a považovala bych za vhodné tuto definici upravit (rovněž považuji za chybu, že takovou úpravu neobsahuje ani návrh nařízení CRD IV).

Definice sekuritizace není dle mého názoru dále dostatečně přesná v tom ohledu, že neuvádí, co se rozumí pod pojmem nabývání úvěrového rizika. Doporučení CEBS v tomto ohledu hovoří vedle investorů o poskytovateli likvidní facility. Pod tento pojem však je dle mého názoru nutno zahrnout většinu poskytovatelů úvěrového posílení (a to i s ohledem na čl. 96 CRD, dle kterého se má za to, že poskytovatelé úvěrového zajištění sekuritizační pozice drží pozice v sekuritizaci). Považovala bych za vhodné, aby právní úprava, případně výklad dohledových orgánů určil kritéria

pro posouzení, kdy se poskytovatel úvěrového posílení považuje za osobu nabývající riziko vůči sekuritizaci.

Dále prostřednictvím vymezení pojmu sekuritizace identifikuji standardní obsah sekuritizační transakce, a to se zaměřením na tradiční sekuritizaci, neboť sekuritizaci syntetickou považuji za druh derivátové operace, jejichž posouzení není předmětem disertační práce. Za standardní kroky sekuritizační transakce považuji zejména shromáždění aktiv původcem, vytvoření jednotky pro speciální účel, poskytnutí úvěrového posílení, veřejnou nabídku cenných papírů zajištěných aktivy, přijetí cenných papírů na regulovaný trh, nabývání cenných papírů investory a zajištění splácení cenných papírů. Dospívám tudíž k závěru, že standardní sekuritizační proces obsahuje více kroků, než jak vyplývají z legální definice pro účely veřejnoprávní regulace. Na základě tohoto vymezení standardní struktury sekuritizace následně analyzuji právní úpravu aplikovatelnou na jednotlivé kroky transakce, přičemž posuzuji, zda splní dostatečně účel analogická aplikace právní úpravy upravující právní úkony povahou nejbližší, popř. zda by bylo vhodné právní úpravu v určitých ohledech pro účely sekuritizace doplnit nebo přímo přijmout speciální právní úpravu sekuritizace po vzoru některých zahraničních úprav (zejména Francie).

Při analýze právních aspektů jednotlivých kroků sekuritizace jsem dospěla k závěru o problematičnosti zejména otázky právní formy a vlastností jednotky pro speciální účel, otázky převodu aktiv (s bližším zaměřením na převod pohledávek) na jednotku pro speciální účel, právní povahy cenných papírů zajištěných aktivy dle českého práva, tj. zásadních kroků sekuritizační transakce, jejichž prostřednictvím dochází k transformaci likvidních aktiv na obchodovatelné cenné papíry zajištěné těmito aktivy.

Ohledně jednotek pro speciální účel dovozují, že české právo neobsahuje dostatečnou úpravu, která by umožňovala vytvoření jednotky pro speciální účel se všemi vlastnostmi a kvalitami požadovanými v rámci sekuritizační transakce, tj. zejména zajišťující odolnost vůči úpadku původce a vůči úpadku obecně a odolnost aktiv převedených na jednotku pro speciální účel vůči nárokům věřitelů jednotky (tj. oddělení aktiv od ostatního majetku jednotky). Považovala bych proto za vhodné přijetí speciální úpravy, která by zavedla speciální formu jednotek, která by kombinovala výhody trustu (resp. dle českého práva svěřenského fondu) a možnost poskytování investičních služeb, a to nejlépe v rámci speciální právní úpravy sekuritizace.

Pro účely převodu pohledávek na jednotku pro speciální účel bych *de lege ferenda* považovala za vhodné, aby občanský zákoník (resp. NOZ) vymezil výslovně, jaké pohledávky je možné převést, tj. i pohledávky budoucí, sporné nebo podmíněné, otázku účinnosti tohoto převodu, jakož i odolnost takového převodu zejména budoucích pohledávek vůči zahájení insolvenčního řízení

proti původci. Kladně hodnotím začlenění úpravy postoupení souboru (i budoucích) pohledávek do úpravy NOZ.

Zásadní problém pro převod pohledávek (a obecně aktiv) v rámci sekuritizační transakce spatřuji v úpravě insolvenčního zákona, dle které může insolvenční správce zpochybnit převody uskutečněné původcem.

Dále shledávám jako problematickou skutečnost, že české právo výslovně neupravuje produkty sekuritizace, tj. cenné papíry zajištěné aktivy. V úvahu tudíž přichází zejména analogická aplikace právní úpravy, která upravuje instituty těmto cenným papírům nejbližší. Za účelem nalezení takových institutů považuji za nezbytné věnovat se nejprve charakteru standardních produktů sekuritizace a vymezit jejich klíčové znaky.

Za společný znak cenných papírů zajištěných aktivy, jak jsou popsány výše, považuji to, že dávají investorům nárok na určité platby, které závisí na kvalitě podkladových aktiv (expozic), přičemž tyto platby bývají dále zajištěny formou úvěrových posílení. Jedná se tedy o cenné papíry dle mého názoru nejbližší pojmu dluhopisů dle českého práva, byť oba instituty nejsou zcela shodné. Zejména u cenných papírů zajištěných aktivy nebývá však zaručeno splacení nominální hodnoty, jako je tomu u dluhopisů. Nejasnost přetrvává i s ohledem na připravovanou novelizaci DluhZ, která by měla dále zobecnit vymezení pojmu dluhopisů dle českého práva tak, aby zahrнула i další cenné papíry podobné dluhopisům považované dosud dle českého práva za inominační cenné papíry. Být tento nedostatek výslovné právní úpravy lze do značné míry překlenout analogickou aplikací právní úpravy dluhopisů (a v rámci úpravy NOZ rovněž obecnou úpravou náležitostí nepojmenovaných cenných papírů), jisté nejasnosti přetrvávají dle mého názoru např. ohledně toho, zda lze cenné papíry zajištěné aktivy přijmout na oficiální trh organizátora regulovaného trhu.

Z výše uvedených důvodů bych považovala za vhodné přijetí speciální právní úpravy sekuritizace, která by vymezila zejména právní formu a vlastnosti jednotky založené pro účely sekuritizace, náležitosti a charakter převodů aktiv na takovou jednotku a charakter cenných papírů vydávaných takovou jednotkou. K tomuto závěru mě vede posouzení, že obecná právní úprava neposkytuje dostatečné odpovědi a možnosti pro jednotlivé sekuritizační kroky, na druhou stranu však nepovažuji za vhodné doplňovat přímo obecnou právní úpravu, neboť případné odchylky by našly praktického využití pouze v rámci sekuritizace, doplnění obecné právní úpravy by tudíž bylo zbytečně zatěžující.

Dalším cílem disertační práce bylo posouzení speciální veřejnoprávní regulace určitých aspektů sekuritizace, která je transpozicí evropské právní úpravy do českého právního řádu. Tato veřejnoprávní regulace se týká zejména dvou oblastí, a to pravidel pro převod rizik, která regulují činnost úvěrových institucí (tj. českých bank a družstevních záložen) a pravidel pro kapitálovou přiměřenost, která regulují činnost úvěrových institucí, obchodníků s cennými papíry a investičních zprostředkovatelů.

Za zásadní změnu v právní úpravě sekuritizace považuji novou evropskou úpravu pravidel pro převod rizik v rámci sekuritizace, tj. nový čl. 122a směrnice CRD (v rámci CRD II) a jeho transpozici do českého právního řádu (ustanovení § 189b až § 189e POP), která stanovila nové a dle mého názoru přísné požadavky na evropské úvěrové instituce (tedy i české banky a družstevní záložny), jednající jako původci nebo osoby nabývající riziko v rámci sekuritizačních transakcí, a to v České republice od 1.4.2011 pro nové sekuritizační transakce a od 1.1.2015 pro existující sekuritizační transakce, pokud dojde k výměně nebo doplnění podkladových expozic.

Novou regulaci považuji za reakci na finanční krizi z roku 2008. Od jejího počátku se pozornost regulátorů na celém světě soustředí na sekuritizační transakce ve formě sekuritizace pohledávek, jejichž účastníky jsou finanční instituce, neboť tyto transakce jsou vnímány jako jedna z příčin současné finanční krize. Současně je však na mezinárodní úrovni přijímán názor, že obnovení a řádné fungování sekuritizačních trhů je zásadně důležité pro finanční trhy, banky, emitenty, investory i spotřebitele, neboť tento sekundární trh umožňuje refinancování úvěrů poskytovaných subjektům trhu.

Evropská (a tudíž i česká) právní úprava se přitom soustředí zejména na úvěrové instituce, které nabývají riziko vůči sekuritizaci. Evropská regulace tak zřejmě vychází z historické zkušenosti, kdy většina sekuritizací byla realizována původci mimo Evropu, zejména v USA, zatímco evropské úvěrové instituce vystupovaly jako investoři do produktů sekuritizací. Cílem je přitom pravděpodobně zajistit, aby evropská právní úprava pokryla takto nepřímou i mimoevropskou sekuritizaci, ačkoli tyto jsou mimo rozsah působnosti evropského zákonodárce. Původci v USA budou muset postupovat tak, aby vyhovely požadavkům čl. 122a CRD, pokud budou chtít prodat cenné papíry zajištěné aktivy evropským investorům.

Relevantní právní úpravu v čl. 122a CRD (a odpovídající úpravu POP) však nepovažuji za systematicky zcela jasnou. Ke zlepšení struktury a přehlednosti úpravy dojde dle mého názoru až přijetím směrnice a zejména přímo účinného nařízení CRD IV.

Povinnosti bank a družstevních záložen (dále společně jako banky) se odvíjí od jejich role v sekuritizační transakci. Banky mohou vystupovat buď jako původci (nebo sponzoři, resp. původní věřitelé), jako osoby nabývající úvěrové riziko vůči sekuritizaci (tj. včetně investování), nebo osoby investující (v užším smyslu investování) do sekuritizace.

Banky mají předně povinnost nabývat úvěrové riziko pouze vůči sekuritizacím, u nichž původce (resp. sponzor nebo původní věřitel, dále rovněž pouze jako původce) sdělil, že si v sekuritizaci průběžně ponechává významný čistý ekonomický podíl (tzv. požadavek ponechání čistého ekonomického podílu, *retention requirement*).

Byť banky v souladu s Doporučením CEBS nejsou odpovědné za porušení povinnosti původce ponechat si (přes uvedené sdělení) odpovídající podíl v sekuritizaci, situace není tak jednoduchá. Banky totiž zároveň mají povinnost porozumět všem základním strukturálním aspektům transakce, a v případě, že investují v užším smyslu, potom musí postupovat obezřetně, a ještě před samotným investováním musí provést hloubkovou kontrolu (*due diligence*), tj. porozumět (a toto porozumění doložit ČNB) rizikové charakteristice jednotlivých sekuritizačních pozic, jakož i metodám hodnocení podkladových expozic a v průběhu existence investice sledovat výkonnost podkladových aktiv. Banka musí rovněž posuzovat dosavadní reputaci původce a zohlednit jeho případná pochybení v předchozích transakcích. Všechny tyto strukturální prvky transakce přitom mají rovněž význam pro posouzení, zda si původce ponechal odpovídající podíl na transakci, zda si tento podíl uchovává průběžně po celou dobu života transakce.

Byť se tedy na první pohled může zdát, že investující banka neodpovídá za případná porušení povinnosti původce k ponechání podílu, tato neodpovědnost není absolutní, nýbrž je relativizována tím, že k nesplnění požadavku původcem nesmí dojít v důsledku nedbalosti nebo zanedbání ze strany investující banky. Jako problematický aspekt vnímám skutečnost, že není jasné, do jaké míry je banka povinna plnění požadavku na ponechání podílu původcem prověřovat, neboť výklad CEBS hovoří o tom, že banka by měla vzít adekvátně v úvahu pravděpodobnost porušení požadavku původcem, což je obecný pojem. Z dalšího výkladu CEBS dovozují, že investující banka musí posuzovat ekonomickou podstatu transakce jako celek a hodnotit, zda plnění požadavku na ponechání podílu původcem není ohroženo např. zajištěním ponechaného podílu. Pro banky tak bude pravděpodobně nutné vypracování standardního postupu (určitého vzorového *due diligence* formátu) pro účely zohlednění všech relevantních otázek sekuritizačních transakcí, které mohou ovlivnit závěr o splnění požadavku ponechání podílu původcem.

Banka nabývající úvěrové riziko vůči sekuritizaci je dále povinna porozumět základním strukturálním otázkám transakce, které ovlivňují výkonnost její expozice v sekuritizaci. Jako

problematický aspekt vnímám skutečnost, že k této povinnosti banky nabývající riziko není stanovena odpovídající povinnost původce poskytnout takové osobě relevantní údaje (§ 189e odst. 3 POP jakož i čl. 122a odst. 7 CRD hovoří o poskytnutí informací investorům).

Banka investující do sekuritizace musí dále postupovat obezřetně, a ještě před samotným investováním musí provést hloubkovou kontrolu (*due diligence*), tj. porozumět (a toto porozumění doložit ČNB) rizikové charakteristice jednotlivých sekuritizačních pozic, jakož i metodám hodnocení podkladových expozic a v průběhu existence investice sledovat výkonnost podkladových aktiv. Banka musí rovněž posuzovat dosavadní reputaci původce a zohlednit jeho případná pochybení v předchozích transakcích. V tomto ohledu považuji opět za problematické, že není stanoveno, do jaké míry musí banka prověřovat sdělení původce, a jak je rozdělena odpovědnost mezi původce a investující banku v případě, že na straně původce existují objektivní překážky pro sdělení informací, např. původce určitými informacemi nedisponuje.

Porušení všech těchto povinností v jakémkoli významném ohledu jednáním banky (CRD stanoví nedbalostí nebo opomenutím banky) vede k sankci v podobě aplikace dodatečné rizikové váhy ČNB na sekuritizované pozice držené bankou, a to včetně porušení povinnosti nabývat úvěrové riziko pouze u sekuritizací, u nichž původce sdělil, že si ponechává významný ekonomický podíl. Tato sankce sice z ustanovení § 189d odst. 7 POP ani z ustanovení čl. 122a odst. 6 CRD přímo neplyne, je však dovozována výkladem v Doporučení CEBS (návrh nařízení CRD IV již v tomto případě sankci aplikuje výslovně v čl. 396).

Priměřená dodatečná riziková váha stanovená ČNB je ve výši alespoň 2,5 násobku rizikové váhy, která se přiřazuje příslušným pozicím dle přílohy č. 17 nebo 18 POP. Dodatečná riziková váha se zvyšuje s každým porušením povinnosti jednat s odbornou péčí. Výsledná riziková váha přitom nepřesáhne 1 250%.

Jak je uvedeno v recitálu č. 25 směrnice 2009/111/ES, ČNB by měla použít dodatečnou rizikovou váhu z důvodu porušení podmínek nebo podstatného porušení strategie a postupů, které jsou důležité pro analýzu rizik. Jinými slovy, ČNB by při aplikaci dodatečných rizikových vah měla vzít v úvahu jak podstatu, tak kontext rizika porušení a má tak dle mého názoru určitou volnost uvážení, zda sankci uloží. Tuto volnost uvážení vnímám jako reakci na nejasnosti ohledně vymezení odpovědnosti úvěrových institucí nabývajících úvěrové riziko vůči sekuritizaci na straně jedné a původců na straně druhé.

Pokud banka vystupuje jako původce v sekuritizaci, potom má předně povinnost aplikovat stejná pravidla na sekuritizované i ponechané expozice. Tento požadavek znamená, že banka při

poskytování úvěrů musí postupovat se stejnou péčí u úvěrů, které si chce ponechat ve svém portfoliu, jakož i u úvěrů, které hodlá sekuritizovat. Porušení této povinnosti je sankcionováno tím, že banka nemůže vyloučit předmětné sekuritizované expozice pro účely výpočtu kapitálových požadavků (dle § 109 a § 110 POP). Oproti § 189e odst. 1 POP však čl. 122a odst. 6 směrnice požaduje rovněž, aby se jednalo o pravidla správná a dobře definovaná.

Úpravu § 189e odst. 1 POP (čl. 122a odst. 6 CRD) hodnotím pozitivně z toho důvodu, že se jedná o povinnost stanovenou přímo vůči původci, tj. osobě, která nejlépe disponuje s informacemi a podklady ohledně podkladových expozic (např. poskytovaných úvěrů), resp. osobě, která může úpravou svých vnitřních politik dosáhnout toho, aby potřebnými informacemi disponovala, přičemž pozornost bude nutné věnovat zejména případným nabýváním expozic od třetích osob. Za určitý nedostatek právní úpravy vnímám použití blíže nespécifikovaného pojmu „správná a dobře definovaná“ pravidla posuzování expozic. Pravděpodobně se zde nechává určitý prostor bankám, tento prostor je však dle mého názoru fakticky limitován informační povinností banky vůči investorům ohledně podstatných údajů o kvalitě a výkonnosti podkladových expozic (§ 189e odst. 3 POP a čl. 122a odst. 7 CRD), která vymezuje rozsah údajů, které banka ohledně podkladových expozic musí zjistit. Považovala bych tudíž za vhodné obě úpravy propojit, kdy požadavky (§ 189e odst. 3 POP a čl. 122a odst. 7 CRD) by představovaly součást údajů nutných pro správná a dobře definovaná kritéria posouzení.

Za problematický aspekt pro banky, které hodlají nabývat úvěrové riziko vůči sekuritizacím (resp. i banky, které mají v portfoliu sekuritizované pozice), považuji zejména značný rozsah informací, které v souvislosti s nabytím rizika musí shromáždit, posoudit, analyzovat a uchovat. U veřejně nabízených cenných papírů zajištěných aktivy budou jednotlivé informace, jejichž poskytování je požadováno dle pravidel pro převod rizik, obsaženy standardně v prospektu cenných papírů. U ostatních transakcí potom standardně v rámci emisních podmínek takových cenných papírů. Banka musí vždy posoudit dostatečnost takových informací.

Banka by měla mít vypracovanou metodologii ohledně posouzení jednotlivých aspektů sekuritizace, přičemž od původce musí vyžadovat dostatečné informace, a to zejména:

- (i) Ohledně informace o ponechání podílu původcem: způsob ponechání, výpočtu a v případě, že požadavek ponechání podílu je plněn jiným způsobem, než některým ze způsobů uvedených v § 189b odst. 2 písm. a) až b) POP, rovněž formu ponechání podílu a metodologii výpočtu a její postavení na roveň nejvíce vhodné možnosti z možností § 189b odst. 2 písm. a) až d) POP;

- (ii) V případě, že je požadavek ponechání podílu plněn způsobem dle § 189b odst. 2 písm. c) POP, tj. ponecháním náhodně vybraných podkladových expozic původcem, rovněž údaje umožňující provést tzv. test náhodnosti ohledně expozic ponechaných původcem;
- (iii) Informace požadované dle § 189d odst. 1 POP.

Podstatnou je rovněž informace o dosavadní činnosti původce, jeho reputaci a případných předchozích porušeních povinností v rámci sekuritizačních transakcí. O těchto informacích o historii původce by měla mít banka rovněž přehled.

Pro účely následného pravidelného zátěžového testování sekuritizovaných pozic může banka využít finanční modely od ratingové agentury za předpokladu, že je schopna na vyžádání doložit, že před provedením investice postupovala s odbornou péčí při validaci relevantních předpokladů a struktury modelu a při porozumění postupu, předpokladům a výsledkům finančního modelu.

K obtížnosti jednotlivých předepsaných posouzení přispívá i skutečnost, že sekuritizační transakce jsou značně variabilní, přičemž banka musí vycházet z ekonomické podstaty transakce tak, aby nedocházelo k obcházení požadavků 122a CRD. Je např. otázkou zda se bude jednat o sekuritizační transakci v tomto smyslu v případě, kdy původce převede na jednotku pro speciální účel několik úvěrů, avšak na základě samostatných smluv o převodu jednotlivých úvěrů, a jednotka pro speciální účel následně emituje cenné papíry zajištěné těmito aktivy. V daném případě se pravděpodobně uplatní posouzení ekonomického smyslu transakce a rovněž charakter emitovaných cenných papírů a práva s nimi spojená.

Různorodé může být rovněž vymezení rolí jejich účastníků (v řadě sekuritizací nemusí být zřejmé, kdo je původce, sponzor nebo původní věřitel). Tak např. transakce, v rámci níž banka A převádí celý úvěr bance B. Banka B nabývá několik expozic od různých bank a následně takové expozice znovu zabalí a sekuritizuje. Požadavek ponechání podílu je veden myšlenkou, aby si podíl ponechal původce expozice. V daném případě však banka B není původcem sekuritizovaných expozic, je tedy otázkou, zda se na ní vztahuje požadavek na ponechání podílu. V daném případě lze pravděpodobně aplikovat výklad v Doporučení CEBS, že jednotlivé povinnosti stanovené v čl. 122a CRD mohou zajistit i jiné osoby, než striktně osoby vystupující jako původce, sponzor nebo původní věřitel, pokud s ohledem na jejich roli v sekuritizaci jsou jejich zájmy nejlépe sladěny se zájmy investorů, byť tímto výkladem se rozumí zejména role správců a administrátorů a nikoli přímo nabyvatele podkladových expozic (nového věřitele).

Problémy mohou rovněž vzniknout v důsledku nesouladu právních úprav, zejména evropské a americké právní úpravy.

Ve Spojených státech představuje legislativní reformu zákon Dodd-Frank („*Dodd-Frank Act*“), který podepsal americký prezident 21.7.2010. Konkrétní regulace bude ještě přijata v rámci národních regulací. Již teď je ale zřejmé, že úprava ve Spojených státech je zaměřena na původce a sponzory, tj. jedná se o přístup zaměřený na emitenty (*issuer based approach*), nikoli na investory, jak je tomu v Evropské unii. Regulace Dodd-Frank stanoví povinnost přímo původcům ponechat si podíl v transakci alespoň 5%, přičemž jsou stanoveny výjimky pro určité druhy transakcí. Pokud však původci v USA budou chtít prodávat produkty sekuritizace evropským investorům, budou muset splnit požadavky čl. 122a CRD i ohledně sekuritizací, u nichž by se jinak uplatnily výjimky aplikace požadavku na ponechání podílu. Lze tudíž očekávat, že transakce budou strukturovány tak, aby vyhověly požadavkům americké i evropské úpravy.

V práci se dále zabývám úpravou kapitálových požadavků kladených na povinné osoby v souvislosti se sekuritizací, a to zejména nově stanovenými přísnějšími kapitálovými požadavky pro resekuritizace.

Resekuritizací je, zjednodušeně, sekuritizace již sekuritizovaných expozic, přesněji viz § 2 odst. 7 POP, který stanoví, že resekuritizací je sekuritizace, kdy úvěrové riziko spojené s jednou nebo více podkladovými expozicemi je rozloženo do tranší a alespoň jedna podkladová expozice je sekuritizovanou expozicí. Resekuritizací by byla rovněž transakce, kde podkladovou expozicí by byla resekuritizace (tj. re-resekuritizace). Tedy např. jak CDO ABS, tak CDO CDO ABS budou spadat do definice resekuritizace. V rámci souboru (*poolu*) podkladových expozic postačí, aby pouze jedna z expozic byla sekuritizací nebo resekuritizací pro to, aby celá transakce spadala pod definici resekuritizace.

Vzhledem k tomu, že pravidla pro výpočet rizikové váhy pro resekuritizované expozice se uplatní vždy, když se mezi podkladovými expozicemi objeví sekuritizovaná expozice, považují za velmi důležité, aby banky měly jasné vnitřní postupy pro stanovení, kdy určité rozvahové pozice mohou být kvalifikovány jako sekuritizované pozice a tudíž potenciálně jako resekuritizované pozice ve smyslu pravidel Basel II a CRD. Banky budou muset přistupovat obezřetně ke všem transakcím, které by mohly být považovány za resekuritizace. Tak např. standardní praxe u CMBS transakcí, která spočívá v rozdělení určitého úvěru na dvě tranše a sekuritizaci jedné z takových tranší vydáním cenných papírů jednotkou pro speciální účel, by mohla představovat resekuritizaci, resp. za resekuritizační pozici by mohly být považovány cenné papíry vydané jednotkou pro speciální účel zajištěné jednou tranší úvěru.

10 SEZNAM ČASTO UŽÍVANÝCH ZKRATEK

AIFMD:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2011/61/EU ze dne 8.6.2011, o správcích alternativních investičních fondů;
BankZ:	Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách
BSBC:	Basilejský výbor pro bankovní dohled
CRD:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu
CRD I:	Směrnice Komise 2009/27/ES ze dne 7. dubna 2009, kterou se mění některé přílohy směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES, pokud jde o technická ustanovení o řízení rizik a směrnice Komise 2009/83/ES ze dne 27. července 2009, kterou se mění některé přílohy směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES, pokud jde o technická ustanovení o řízení rizik;
CRD II:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/111/ES ze dne 16. září 2009, kterou se mění směrnice 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2007/64/ES, pokud jde o banky přidružené k ústředním institucím, některé položky kapitálu, velkou angažovanost, režimy dohledu a krizové řízení
CRD III:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování;
CDCP:	Centrální depozitář cenných papírů
DluhZ:	Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech
ECB:	Evropská centrální banka
FSB:	Rada pro finanční stabilitu (<i>Financial Stability Board</i>)
IAIS:	Mezinárodní asociace správců pojištění
IOSCO:	Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (<i>the International Organisation for Securities Commissions</i>)
Nařízení Řím I:	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 593/2008 ze dne 17. června 2008, o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy;
NOZ:	Nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., zveřejněný ve Sbírce zákonů dne 3.2.2012, který nabude účinnosti 1.1.2014;
POP:	Vyhláška ČNB č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry, ve znění vyhlášky č. 282/2008 Sb., vyhlášky č. 380/2010 Sb. a vyhlášky č. 89/2011 Sb.
Římská úmluva:	Úmluva o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy z roku 1980;

Solvency II:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/138/ES, o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu, ze dne 25.11.2009;
SpořÚvDZ:	Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrních družstvech
ZCP:	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech
ZPKT:	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu
2006/49/ES:	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí;

11 SEZNAM LITERATURY A JUDIKATURY

Právnícké učebnice a komentáře

Bakeš, M. a kolektiv. Finanční právo, 5. vydání. Praha: 2009, 576 s.

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010, 1469 s.

Dědič, J., Štenglová, I., Čech, P., Kříž, R. Akciové společnosti, 6. vydání. Praha 2007, 944 s.

Dědič, J., Štenglová, I., Kříž, R., Čech, P.: Akciové společnosti. 7., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 697 s.

Pihera, V., Smutný, A., Sýkora, P.: Zákon o bankách. Komentář. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2011, 517 s.

Pauknerová, M. Evropské mezinárodní právo soukromé. C.H.Beck. 1. vydání. 2008

Kotoučová, J. Zákon o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon) Komentář. C.H.Beck. 1. vydání. 2007

Eliš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kolektiv Kurs obchodního práva, Právnícké osoby jako podnikatelé. C.H.Beck. 4. vydání. 2003

Code de commerce (édition 2012), code Dalloz. 107. vydání. 3662 s.

Gross, B., Bihl, P. Contrats. Presses Universitaires de France, 2002

Le Cannu, P., Granier, T., Routier, R. Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit Titrisation. Dalloz. Précis. 8. vydání.

Rouček, F., Sedláček, J.: Komentář k československému obecnému zákoníku občanskému a občanské právo platné na Slovensku a Podkarpatské Rusi, 6. Díl, Codex, Praha 1998

Dědič, J., Pauly, J.: Cenné papíry, Prospektrum, Praha 1994

Odborná literatura a monografie

Jílek, J. Finanční a komoditní deriváty v praxi. GRADA Publishing, a.s. 2005

Jílek, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. GRADA Publishing, a.s. 2006

Jílek, J. Finanční trhy a investování. GRADA Publishing, a.s. 2010

Teplý, P. Řízení úvěrového rizika v českých bankách. Diplomová práce. Karlova Universita. Fakulta sociálních věd. 2002, kde jsou podrobně popsány postupy čistění bilance českých bank před privatizací

Davidson, A. S. Securitization: structuring and investment analysis, Svazek 1. 2003. John Wiley and Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Choudhry, M. Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation, 2. vydání. John Wiley and Sons Ltd. 2010. 624 s.

Deacon, J. Global Securitisation and CDOs, 1. vydání. Wiley. 2004. 688 s.

Jeffrey, P. A Practitioner's Guide to Securitisation. City and Financial Publishing. 2006. 202 s.

Fabozzi, F. J., Kothari, V. Introduction to Securitization, 1. vydání. Wiley. 2008. 366 s.

Hu, J. C. Asset Securitization: Theory and Practice, 1. Vydání. Wiley. 2011. 256 s.

Kothari, V. Securitization – The Financial Instrument of the Future, 1. vydání, Wiley. 2006. 1200 s.

Bragg S. M., GAAP 2012: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles. Wiley, 1344 s.

Global Securitisation and Structured Finance 2008, Global White Page Ltd

Gasparino, Ch. The Sellout. Harper Collins Publishers. 2009

Granier, T., Jaffeux, C. La Titrisation, Aspects juridiques et financier. 2. vydání. Economica. 2004. 256 s.

Le Cannu, P., Granier, T., Routier, R. Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit Titrisation. Dalloz-Sirey. Précis. 8. vydání. 2010. 677 s.

Odborné články:

Bělohlávek, A. J. Trust jako institut (ne)známý z pohledu mezinárodního práva soukromého (Věcný rozsah nařízení č. 593/2008, o právu rozhodném pro smluvní závazkové vztahy – Řím I), Obchodněprávní revue 7/2009, s. 181

Pihera, V.: Trust. Vybrané aspekty, Obchodněprávní revue 7/2009, s. 196;

Parachini, T. Klingberg, E. EU and US Securitisation Risk Retention and Disclosure Rules – A Comparison. The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2011. A practical cross-border insight into securitisation work. Global Legal Group;

Touraine, H., Gauriot, L. France. The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2011. A practical cross-border insight into securitisation work. Global Legal Group;

Ondřej, J.: Vybrané otázky kolizní úpravy smluvních závazkových vztahů v ES/EU, Právní rozhledy 20/2007, s. 739;

Juhász, M.: Novela směrnice o kapitálové přiměřenosti úvěrových institucí, Obchodněprávní revue 10/2009, s. 288;

Králík, A.: K působnosti nové směrnice o správcích alternativních investičních fondů, Obchodněprávní revue 10/2011, s. 303;

Čech, P.: Jaké pohledávky lze postoupit?, Právní rádce 12/2008, s. 4;

Holeček, M.: Centrální depozitář cenných papírů zahájil činnost a probudil tak dosud dřímající moderní právní úpravu v oblasti kapitálových trhů, Právní rozhledy 15/2010, s. 568.

Barclays Capital.: Výhled evropské sekuritizace pro rok 2010 (*European securitisation outlook 2010*), leden 2010;

Bank of America Merrill Lynch: RMBS versus kryté dluhopisy: rozdílné ale stejné? (RMBS versus covered bonds: different but similar?), 19.7.2010;

Kothari, V. Originator risk retention in securitization. Zveřejněno na internetových stránkách www.vinodkothari.com

Nicolle T., Emerging CEMA securitisation. Global securitisation and structured finance. 2008

Lacroix, F., avocat à la Cour, Clifford Chance, L'AGEFI, 3.7.2008. Une consécration pour les organismes de titrisation

Další právní zdroje:

Doporučení vydaná k aplikaci čl. 122a směrnice CRD Výborem evropského bankovního dohledu (*Committee of European Banking Supervisors, CEBS*)

Důvodová zpráva k vyhlášce ČNB č. 89/2011 Sb.

Důvodová zpráva k zákonu o cenných papírech novelizovaném zákonem č. 362/2000 Sb.

Haagská úmluva o právu rozhodném pro trust a o jeho uznání z 1.7.1985

Důvodová zpráva k návrhu zákona o mezinárodním právu soukromém

Nařízení Komise č. 809/2004/ES

Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (sněmovní tisk č. 531)

Zpráva Evropské centrální banky: Aktuální vývoj sekuritizace (*Recent developments in securitisation*), únor 2011

Zprávy Výboru pro bankovní dohled Evropské centrální banky ohledně struktury originate-to-distribute (*Reports on incentive structure of the "originate and distribute" model*), prosinec 2008 a o politikách a strukturách financování evropských bank (*EU banks' funding structures and policies*), květen 2009, dostupné na <http://www.ecb.europa.eu>

Konzultační materiál Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO): „*Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report*“ z 6.5.2009 a finální zpráva: „*Unregulated Financial Markets and Products – Final Report*“ z 4.9.2009

Zpráva Rady pro finanční stabilitu pro summit zemí G20 o zlepšení finanční regulace („*Improving Financial Regulation – Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*“) z 25.9.2009

Zpráva o pobídkách sekuritizace aktiv vydaná společným fórem BSBC, IOSCO a IAIS („*The Joint Forum of Basel Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors - Report on asset securitisation incentives*“), červenec 2011

Zpráva Komise pro Radu a Evropský parlament: Očekávaný dopad čl. 122a směrnice 2006/48/EC (COM(2010)262), 28.5.2010)

Technické rady ohledně efektivnosti minimálního Požadavku pro sekuritizace“ vydané CEBS ze dne 30.10.2009

Doporučení CEBS ke stresovému testování (*CEBS Guidelines on Stress Testing GL32*) z 26.8.2010
Stanovisko *Cameron L. Cowan* pro *American Securitization Forum* před *Subcommittee on Housing and Community Opportunity a Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of United States House of Representatives*, 5.11.2003

Konzultační papír ECB ohledně požadavků na uveřejňování informací o podkladových aktivech cenných papírů zajištěných aktivy v rámci EU (*Public consultation on the provision of ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework*), 23.12.2009

Soubor pravidel pro emitenty evropských RMBS ohledně informační povinnosti, jak při emisi sekuritizovaných cenných papírů, tak i v průběhu života sekuritizační transakce (*the RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure*) vydané Evropským sekuritizačním forem ohledně RMBS transakcí v roce 2008

Úřední sdělení ČNB ze dne 10.9.2007 uveřejněné ve Věstníku ČNB částce 21/2007 ze dne 17.9.2007

Úřední sdělení České národní banky ze dne 31.7.2008, o některých položkách finančního umístění pojišťoven a zajišťoven, uveřejněného ve Věstníku ČNB, částka 14/2008 ze dne 8.8.2008

Úřední sdělení ČNB ze dne 18.7.2007, uveřejněným ve Věstníku ČNB, částka 17/2007 ze dne 2.8.2007,

Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky a o změně směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES o doplňkovém dozoru nad úvěrovými institucemi, pojišťovnami a investičními podniky ve finančním konglomerátu, ze dne 20.7.2011, KOM(2011) 453 v konečném znění 2011/0203 (COD)

Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky ze dne 20.7.2011, KOM(2011) 452 v konečném znění, 2011/0202 (COD)

Judikatura českých a zahraničních soudů

(i) Judikatura soudů USA

Rozsudek *Major's Furniture, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 602 F.2d 538 (3d Cir. 1979).

Rozsudek *Endico Potatoes, Inc. and others v. Cit group/factoring, Inc.* Nos. 1751, 1961, 2nd Cir. 2.10.1995.

Rozsudek Okresního soudu státu Ohio ve spojených věcech 07CV2282, 07CV2532, 07CV2560, 07CV2602, 07CV2631, 07CV2638, 07CV2681, 07CV2695, 07CV2920, 07CV2930, 07CV2949, 07CV2950, 07CV3000, 07CV3029, soudce Christopher A. Boyko

(ii) Judikatura Nejvyššího soudu ČR

Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 32 Cdo 3436/2009 ze dne 26.5.2011

Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 29 Odo 1435/2005 ze dne 19.7.2006

Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp. zn. 32 Odo 293/2002 ze dne 21.5.2003

Rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR sp.zn. 29 Odo 563/2003 ze dne 9.6.2005

12 ABSTRAKT

Disertační práce pojednává na téma „Právní a ekonomické aspekty sekuritizace“ a jejím hlavním cílem je zpracovat pokud možno komplexně právní problematikou spojenou s transakcemi, které se dají označit jako sekuritizace, s přihlédnutím k souvisejícím ekonomickým aspektům a s důrazem na analýzu speciální veřejnoprávní právní úpravy určitých aspektů sekuritizace obsažené v českém právu.

Disertační práce má devět kapitol, kdy první kapitola pojednává o zadání disertační práce, jejím obsahu, struktuře, základních zdrojích a cílech, jakož i o aplikovaných metodách.

Druhá kapitola tvoří základ pro právní analýzu uvedenou v dalších kapitolách, neboť zde vymezují pojem a smysl sekuritizace, její definici v platném právu, standardní strukturu a základní produkty, včetně posouzení jejich charakteru dle českého práva. Základem je obecné vymezení pojmu sekuritizace, jak je pojímán ve světě financí, tj. jako nástroj strukturovaných financí, který pokrývá možné varianty sekuritizačních transakcí, jakož i vymezení pojmu sekuritizace ve smyslu speciální veřejnoprávní úpravy a problematiky související s oběma uvedenými okruhy. Pro doplnění celkového obrazu je rovněž nastíněna historie a ekonomické aspekty sekuritizace.

Pro účely analýzy právní úpravy sekuritizace v České republice vychází práce ze standardní základní struktury sekuritizační transakce, přičemž se věnuje primárně tradiční sekuritizaci. Syntetická sekuritizace je analyzována pouze okrajově, neboť spadá spíše do kategorie derivátových operací, které nejsou tématem této disertační práce.

Třetí kapitola je věnována společným otázkám české právní úpravy sekuritizační transakce, tj. zejména vymezení aplikovatelných právních předpisů s důrazem na evropskou právní úpravu, ze které vychází česká veřejnoprávní regulace a rozsahu působnosti vymezené právní úpravy.

Podstatná část práce je obsažena ve čtvrté kapitole, která je věnována analýze právní úpravy jednotlivých kroků sekuritizační transakce se zaměřením na případné problematické aspekty. Vzhledem k tomu, že české právo neobsahuje speciální komplexní úpravu sekuritizace, je nutné na řadu kroků sekuritizační transakce aplikovat právní předpisy aplikovatelné na instituty jim povahou nejbližší, tj. využít analogické aplikace těchto právních předpisů.

České právo obsahuje speciální veřejnoprávní úpravu určitých aspektů souvisejících se sekuritizační transakcí, kterou je do českého práva transponována odpovídající evropská právní úprava. Jedná se předně o pravidla pro převod rizik v souvislosti se sekuritizací, pokud se transakce účastní úvěrové instituce (české banky a družstevní záložny) v roli původce, osoby nabývající riziko vůči sekuritizaci

nebo investora investujícího do produktů sekuritizace. Povinnosti bank a družstevních záložen analyzují v rámci jednotlivých kroků sekuritizační transakce, se kterými souvisí.

V rámci analýzy jednotlivých kroků sekuritizační transakce se věnují následujícím otázkám: shromáždění aktiv původcem, založení jednotky pro speciální účel, převodu aktiv (se zaměřením na převod pohledávek) na jednotku pro speciální účel, emisi cenných papírů zajištěných aktivy, jejich veřejné nabídky a přijetí k obchodování na regulovaném trhu, jakož i související informační povinnosti emitenta, prodeji cenných papírů investorům a souvisejícímu požadavku na ponechání podílu původce v sekuritizaci a informační povinnosti původce vůči investorům, nabývání úvěrového rizika vůči sekuritizaci a investování do sekuritizace.

V rámci analýzy otázky shromáždění aktiv původcem docházím k závěru, že tento krok není nezbytně nutný, neboť předmětem sekuritizace může být i jen jediné aktivum původce. V naprosté většině případů však bude původce v rámci sekuritizace převádět skupinu aktiv (nejčastěji pohledávek). Pokud je držitel aktiv (původce) bankou nebo družstevní záložnou, je povinen již při vzniku aktiv (tj. standardně při poskytování bankovních úvěrů), která chce v budoucnu sekuritizovat, aplikovat shodné správné a dobře definované postupy, jako při vzniku aktiv, která si ponechá v rozvaze. Zároveň musí banka a družstevní záložna již v okamžiku vzniku aktiv, která mají být sekuritizována, dbát na to, aby měl ohledně těchto aktiv k dispozici veškeré informace, které bude v rámci sekuritizační transakce povinna sdělit investorům.

V rámci analýzy otázky vytvoření jednotky pro speciální účel se věnují zejména možnosti vytvoření jednotky pro speciální účel, která by splňovala standardní požadavky sekuritizačních transakcí, dle českého práva. Zejména se zabývám odolností jednotky vůči úpadku původce a obecně vůči úpadku a oddělením převedených aktiv od ostatního majetku jednotky.

V rámci analýzy převodu aktiv (pohledávek) na jednotku pro speciální účel se zabývám náležitostmi převodní smlouvy dle českého práva, okruhu pohledávek, které mohou být dle českého práva převedeny a rizikům neúčinnosti těchto převodů zejména v souvislosti s insolvenčním řízením proti původci.

Emise cenných papírů zajištěných aktivy je spojena s otázkou vymezení charakteru těchto cenných papírů dle českého práva. Dospívám k závěru, že se jedná o nepojmenované cenné papíry, které jsou svou povahou nejbližší dluhopisům dle českého práva. Pro emisi, veřejnou nabídku, přijetí k obchodování na regulovaném trhu, jakož i informační povinnost emitenta se tudíž uplatní analogicky právní předpisy upravující dluhopisy a obecně investiční cenné papíry.

Zvláštní pozornost věnuji otázce nabývání úvěrového rizika spojeného se sekuritizací (tj. poskytování úvěrového posílení sekuritizační transakci a investování do sekuritizace), neboť tato oblast je výslovně regulována a aplikuje se, pokud se sekuritizační transakce účastní banky a družstevní záložny.

Banky a družstevní záložny, mohou předně nabývat úvěrové riziko pouze vůči sekuritizacím, u nichž jim původce sdělil, že si na transakci ponechává čistý ekonomický podíl, a to některým ze stanovených způsobů, přičemž mají povinnost porozumět základním strukturálním aspektům transakce.

Banky a družstevní záložny investující do sekuritizace musí postupovat obezřetně, a ještě před samotným investováním musí provést hloubkovou kontrolu (*due diligence*), tj. porozumět (a toto porozumění doložit ČNB) rizikové charakteristice jednotlivých sekuritizačních pozic, jakož i metodám hodnocení podkladových expozic a v průběhu existence investice sledovat výkonnost podkladových aktiv. Banka musí rovněž posuzovat dosavadní reputaci původce a zohlednit jeho případná pochybení v předchozích transakcích.

Porušení uvedených povinností v jakémkoli významném ohledu bankou vede k sankci v podobě možné aplikace dodatečné rizikové váhy ČNB na sekuritizované pozice držené bankou.

Pátá kapitola obsahuje analýzu právní úpravy kapitálové přiměřenosti dotčených osob (bank, družstevních záložen, obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů) v souvislosti se sekuritizací. Vzhledem k tomu, že se jedná o relativně samostatnou oblast úpravy aspektů spojených se sekuritizací, je jí věnována samostatná kapitola.

V rámci šesté kapitoly jsou analyzovány další povinnosti dotčených osob (bank, družstevních záložen, obchodníků s cennými papíry, investičních zprostředkovatelů) v souvislosti s účastí na sekuritizaci aktiv.

Sedmá kapitola je věnována mezinárodnímu srovnání se zahraniční právní úpravou, která obsahuje speciální právní úpravu sekuritizace, v daném případě srovnání s francouzskou právní úpravou. Dále jsou nastíněny regulatorní požadavky v Německu (jako největší evropské ekonomiky).

Osmá kapitola obsahuje nástin aktuálních trendů v oblasti sekuritizace, a to aktuální stav sekuritizačního trhu a úvod do krytých dluhopisů, jakožto alternativních produktů k produktům sekuritizace, které získávají stále větší oblibu.

13 ABSTRACT

Theme of this dissertation is „Legal and economic aspects of securitisation“. The main goal of the dissertation is to perform a comprehensive legal analysis of the issues relating to transactions, which can be termed securitisations, regarding also related economic aspects, while focusing especially on the analysis of special public law regulation of certain aspects related to securitisation under Czech law.

The dissertation contains nine chapters. The first chapter specifies the theme of the work, its content, structure, main sources, goals and methods applied.

The second chapter provides the basis for the subsequent legal analyses elaborated within the following chapters, as it deals with the general meaning and purpose of securitisation, its definition under applicable law, a standard structure of securitisation transaction and most common products of securitisation including evaluation of their character under Czech law. The essential issue rests with the interpretation of the general definition of the term securitisation in a way it is accepted in financial sector, it means as a tool of structured finance that covers all possible variations of securitisation transactions, as well as the interpretation of the definition of the term securitisation with respect to special public law regulation. In order to provide a complete overview of securitisation this dissertation provides also an introduction into history and economic aspects of the securitisation.

For the purposes of legal analysis of securitisation in the Czech Republic this dissertation follows the standard securitisation transaction process, provided that it deals primarily with traditional securitisation transaction. Synthetic securitisation is analysed only marginally, as it belongs rather to derivative transactions that are not subject to this dissertation.

The third chapter is dedicated to analysis of the common issues of the law applicable to securitisation transaction, focusing namely on identification of the applicable legal provisions with the emphasis on European law regulation, and on determining of scope of application of these legal provisions.

The fourth chapter forms the substantial part of the dissertation and it deals with the analysis of each particular step in securitisation transaction with the focus on possible problematic aspects. With regard to the fact that the Czech law does not provide for special regulation of the entire securitisation process, it is necessary to apply legal provisions regulating the most similar legal issues to many steps of the securitisation process, that is, the analogues application of relevant legal provisions would be necessary.

The Czech law contains special public law regulation of certain aspects related to securitisation transaction, which transposes the corresponding European law regulation. This specific regulation contains rules on risk transfer in connection with securitisation, which applies if credit institutions (Czech banks and credit unions] participate on transaction as the originator or person acquiring risk in securitisation. I perform the legal analysis of particular obligations of Czech banks and credit unions within the chapters of this dissertation dealing with the issues, to which such obligations relate.

With respect to individual steps in securitisation process I pay attention to the following issues: gathering the assets by the originator, establishment of the specific purpose vehicle, transfer of the assets (with the focus on transfer of receivables) to the special purpose vehicle, issuance of asset-backed securities, public offering and admission to trading on regulated market, related disclosure obligations of issuer, selling the securities to the investors and related requirement on retention of economic interest in securitisation by the originator or sponsor and disclosure obligations of the originator towards the persons who acquire risk in the transaction and towards the investors.

On the basis of the analysis of the asset gathering I conclude that this step need not necessarily to be part of securitisation process as also a single originator's asset may be the subject to securitisation. However, in a majority of cases the originator will gather and subsequently transfer a group of its assets (mostly receivables).

Provided that the originator is a bank or credit union, they will be obliged to apply the same sound and well-defined criteria for credit-granting to assets (exposures) to be securitised in the future, as they apply to assets (exposures) to be held on their book. At the same time the bank or credit union have to assure already within the creation of assets to be securitised that they will have at their disposal all information to be disclosed to the investors within the securitisation transaction.

Within the analysis of establishment of the special purpose vehicle I analyse especially the possibility of establishment of such special purpose vehicle under Czech law, which would fulfil standard requirements imposed on securitization transactions. I deal namely with the issue of the bankruptcy remoteness of such vehicle and isolation of assets transferred to vehicle from its other assets.

Within the analysis of the transfer of assets (receivables) to special purpose vehicle I deal especially with the obligatory content of such transfer agreement under Czech law, identification of receivables that may be transferred under Czech law and risk of ineffectiveness of such transfers namely in connection with initiation of insolvency proceedings against the originator.

The issuance of asset-backed securities relates to the issue of determination of character of such securities under Czech law. I conclude that these securities represent innominate securities, which are most similar to bonds under Czech law. Accordingly, the issuance, public offering, admission to the regulated market and issuer's disclosure obligations are subject to legal regulation applicable to bonds and in general to investment securities.

I pay special attention to question of acquiring a credit risk in securitization (that is, provision of credit enhancement to securitisation transaction and investment into securitisation), as this area is explicitly regulated and is applied when banks or credit units participate in securitisation transaction.

Banks and credit units can acquire credit risk only in securitisation, where the originator inform them in a standard, defined way that it keep the net economic interest in transaction, while banks and credit units are obliged to understand all structural features of transaction.

Banks and credit units investing into securitisation shall proceed with due care and they shall perform due diligence before investment to securitisation. This include the obligation to understand (provided that they must be able to demonstrate such understanding to competent supervising authority, that is, to CNB) the risk characteristics of individual securitisation positions, methodology of assessment of underlying exposures and to monitor on an ongoing basis the performance of the underlying exposures during the existence of the investment. Bank is also obliged to assess the originator's reputation and take into consideration previous originator's failures.

The violation of specified obligations by the bank or credit union in any important way lead to sanction in the form of additional risk weight applied by CNB to securitisation positions held by bank or credit union.

The fifth chapter deals with the analysis of regulation of capital adequacy applied on banks, credit units, securities traders and investment arrangers in connection with securitisation. As this issue forms relatively separate part of legal regulation of aspects linked to securitisation, it is dealt with in separate chapter.

In the sixth chapter I analyse additional obligations of the participants to securitisations, that is, banks, credit units, securities traders and investment arrangers.

The seventh chapter deals with the international comparison with foreign legal regulations and it contains especially analysis of French legal regulation of securitisation and public law requirements applicable on securitisation transactions under German law.

The eighth chapter provides introduction into current trends in securitisation industry, that is, current state of securitisation market and introduction to covered bonds as alternative products to products of securitisation, which keep getting more and more popular by the investors.

14 PŘÍLOHY

Příloha č. 1: Tabulka povinností bank a družstevních záložen jako původců, osob nabývajících úvěrové riziko a původců v sekuritizaci

Příloha č. 2: Srovnávací graf společností pro účely sekuritizace v jednotlivých členských státech Evropské unie.