

Revitalizace sekuritizačních transakcí? Díl II.

PRÁVO A FINANCE

Jak jsme již nastínili v prvním dílu našeho příspěvku publikovaném v předchozím vydání Právnického rádce, sekuritizované transakce čekají od počátku roku 2019 významné změny v souvislosti s účinností nařízení EU č. 2017/2402, kterým se stanoví obecný rámec pro sekuritizaci a vytváří se zvláštní rámec pro jednoduchou, transparentní a standardizovanou sekuritizaci.

Nařízení EU č. 2017/2402 („Nařízení“) zavádí nejen řadu ochranných opatření u transakcí s neprofesionálními investory a naopak přenáší část odpovědnosti zejména ve formě due diligence na institucionální investory (úvěrové instituce, pojišťovny, zajišťovny, penzijní fondy, správce UCITS či AIF fondů atd.), ale také klade důraz na soulad zájmů jednotlivých subjektů zúčastněných na sekuritizaci.

Ponechání si rizika – risk retention (čl. 6 a násl.)
Konfliktu protichůdných zájmů původce a investorů nabývajících

převáděná rizika má předcházet požadavek, aby si původce, původní věřitel nebo sponzor ponechali minimálně pětiprocentní (5%) tzv. podstatný čistý ekonomický podíl v podkladových expozicích, tj. zjednodušeně řečeno, aby si ponechali nejméně 5 % transferovaného rizika. Skutečnost, že si některá z těchto stran přímo ponechá nezanedbatelnou část rizika, má zaručit její dostatečnou zainteresovanost na výkonnosti podkladových expozic. Podíl se stanoví podle nominální hodnoty podrozvahových položek a musí být zachován z každé tranše prodané investorům.

Například u revolvingových sekuritizací by si měl původce, původní věřitel nebo sponzor ponechat minimální podíl v každé ze sekuritizovaných pozic.

S ohledem na nechvalně známé postupy z doby předcházející finanční krizi, kdy investoři zpětně zjišťovali, že předmětem sekuritizace byla leckdy vysoce riziková, popř. doslova toxická, non performing aktiva, kterých se původní věřitel prostřednictvím přeměny na obchodovatelné cenné papíry relativně jednoduše „zbavil“, se zakazuje i tzv. *cherry-picking* – tedy praxe, kdy původce selektivně vybral k převodu na investory aktiva s vyšším rizikem ztráty. Nařízení konkrétně zakazuje, aby byla předmětem sekuritizace aktiva, která mají vyšší profil úvěrového rizika než srovnatelná aktiva v rozvaze původce. Tímto způsobem mají být investoři (samozřejmě vedle množství informačních povinností a požadavků na SPV i podkladová aktiva) chráněni před zneužitím informační asymetrie ve prospěch původce. Zákaz *cherry-pickingu* však nebrání zvolit si k převodu na sekuritizační jednotku aktiva s vyšším profilem úvěrového rizika, pokud jsou o tom jasně informováni investoři i dohledový orgán.

Požadavky na transparentnost (čl. 7)

Zvýšení transparency sekuritizací a odklon od neprůhledných a komplikovaných struktur jsou další z cílů Nařízení. Investorům, potenciálním investorům a dohledovým orgánům by měl být dostupný poměrně široký rozsah informací o procesu sekuritizace, a především o podkladových expozicích. Právě dostupnost potřebných informací má investorům umožnit řádně vyhodnotit transakci a učinit informované rozhodnutí o nákupu daného nástroje. Nařízení vyžaduje, mimo jiné, pravidelné čtvrtletní předkládání informací o podkladových aktivech (v případě sekuritizací s komerčními papíry zajištěných aktivy dokonce s měsíční periodicitou). Zpráva pro investory by měla obsahovat všechny podstatné údaje o úvěrové kvalitě a výkonnosti podkladových expozic, včetně údajů identifikujících prodlení a selhání podkladových dlužníků, restrukturalizaci dluhu, odpuštění dluhu, úlevy, zpětné koupě, „platební prázdniny“, ztráty, odpisy, zpětně získané prostředky a jiná opatření pro nápravu výkonnosti podkladových expozic. Zpřístupněna by měla být i veškerá dokumentace podstatná pro porozumění transakci včetně konečného nabídkového dokumentu nebo prospektu (musí-li být v souladu s požadavky evropského práva uveřejněn, jinak postačuje informační dokument shrnující sekuritizaci a jejich hlavní prvky), postupní smlouvy, derivátové smlouvy, smlouvy o obsluze či mezivěřitelské dohody.

Otázkou pak zůstává, zda takto podrobná a náročná úprava nebude působit spíše kontraproduktivně. Administrativní náročnost pro plnění veškerých informačních povinností, stejně tak jako neochota odhalit investořím mnohdy citlivé informace budou totiž v mnohých případech odrazovat původce od sekuritizovaných transakcí.

Registr sekuritizací

Zpřístupnění informací pro investory (včetně potenciálních investorů) i dohledový orgán by mělo zásadně probíhat prostřednictvím registru sekuritizací, tj. právnických osob, které budou licencovány a dohlíženy Evropským orgánem pro cenné papíry (ESMA). Registr sekuritizací

by měl poskytovat snadný přístup k veškerým relevantním informacím po celou dobu „života“ transakce. Počítá se však i s výjimkami pro soukromé sekuritizace, kde by s ohledem na bližší vztah jednotlivých stran a potřebu zachovávat obchodní tajemství mělo být upuštěno od požadavku předávat informace registru.

STS sekuritizace

Výraznou novinkou Nařízení je závazné stanovení kritérií pro tzv. jednoduché, transparentní a standardizované (simple, transparent and standardised) sekuritizace (dále jen STS sekuritizace) v rámci EU. Jedná se o speciální kategorii sekuritizací definovanou Nařízením, která musí splňovat Nařízením definované podmínky nad rámec obecných požadavků. Označení sekuritizace jako STS by mělo investorům indikovat, že se jedná o sekuritizaci splňující jasně stanovená kritéria, a zvyšovat její důvěryhodnost u investorů.

Jaké konkrétní podmínky tedy musí STS sekuritizace splňovat? Především je nezbytné, aby se jednalo o sekuritizace skutečným prodejem (*true sale*, blíže viz první část našeho příspěvku). Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) se sice dlouhodobě zabývá stanovením pravidel i pro jednoduché, transparentní a standardizované syntetické sekuritizace, do Nařízení však ještě nebyly zakomponovány. Do budoucna ale nelze vyloučit, že dojde k rozšíření rámce STS sekuritizací i na syntetické. STS sekuritizace musí mít původ v EU, tedy je nezbytné, aby původce, sponzor a sekuritizační jednotka zapojení do STS sekuritizace byli usazeni v unii. Každá taková transakce označená jako STS bude muset být ohlášena ESMA, která povede na svých internetových stránkách jejich rejstřík.

Jednoduchost transakce vyžaduje, aby podkladové expozice nebyly zatíženy právy třetích osob a ani zde nebyl jiný důvod ohrožovat vykonatelnost převodu podkladových aktiv na sekuritizační jednotku. Výběr podkladových expozic nesmí být v žádném případě nahodilý nebo selektivní. Původce by měl mít předem nastavena a zdokumentována jasná kritéria způsoblosti pohledávek tvořících předmět sekuritizace. Podkladové expozice

by měly tvořit homogenní celek, ať již z pohledu druhovosti (např. pouze úvěry z kreditních karet), tak z pohledu úvěrového rizika a předčasného splacení. U STS sekuritizací by měl být příjem zajištěn pravidelnými finančními toky (typicky např. z průběžného splacení sekuritizovaných úvěrů). Sdružené dluhy musejí být smluvně závazné a vymahatelné a nesmí obsahovat expozice v selhání ani expozice vůči rizikovým dlužníkům.

Standardizovanost vyžaduje, aby úrokové podmínky sekuritizace i sekuritizovaných pohledávek byly stanoveny dle obecně používaných tržních úrokových sazeb. Deriváty jsou u STS sekuritizací přípustné výhradně jako měnové nebo úrokové zajištění (*hedging*). Standardizované požadavky se uplatní i na obsah transakční dokumentace, která musí zejména jasným a jednotným způsobem upravovat nakládání s dlužníky v prodlení, restrukturalizaci dluhu, prioritě plateb i případné konflikty mezi jednotlivými kategoriemi investorů.

Transparentnost má být u STS sekuritizací zajištěna zejména požadavky na informace předkládané investorům včetně potenciálních. Potenciální investoři by měli mít k dispozici zejména údaje o statické a dynamické historické výkonnosti u podobných expozic včetně jejich ověření na reprezentativním vzorku nezávislým expertem. Potenciální investoři také mají právo na předložení modelu peněžních toků.

ABCP sekuritizace

Zvláštní podkategorii STS sekuritizací jsou tzv. jednoduché, transparentní a standardizované sekuritizace komerčních papírů zajištěných aktiv („ABCP sekuritizace“). U ABCP sekuritizací mají vydávané cenné papíry tradičně formu komerčních papírů zajištěných aktiv s původní splatností nejvýše jeden rok. Komerční papíry představují kvalitní krátkodobé (maximálně s roční splatností) dluhové cenné papíry emitované společnostmi (obvykle většími korporacemi), které slouží převážně k získání krátkodobé likvidity.

U ABCP sekuritizací navíc povinně figuruje osoba sponzora, kterým musí být úvěrová instituce podléhající dohledu ve smyslu nařízení CRR. Sponzor zajišťuje potřebnou



Administrativní náročnost pro plnění veškerých informačních povinností, stejně tak jako neochota odhalit investořím mnohdy citlivé informace budou v mnohých případech odrazovat původce od sekuritizovaných transakcí.

► likviditu a podporuje sekuritizované pozice tím, že kryje rizika likvidity a úvěrová rizika, rizika rozmělnění sekuritizovaných expozic atd. Solventnost a likvidita sponzora by v případě plně podporované ABCP sekuritizace měly být pravidelně testovány zátěžovými testy. Vzhledem k požadavkům na transparentnost je také nezbytné, aby detaily o podpoře sponzora byly poskytnuty investorům.

Na ABCP sekuritizace se uplatní speciální požadavky nad rámec běžných STS sekuritizací. Podkladovou expozicí například nesmí být pohledávky z hypotečních úvěrů zajištěných obytnými nebo komerčními nemovitostmi apod. Ačkoliv zákaz resekuritizace obecně platí i pro ABCP transakce, plně podporované programy ABCP, které nad rámec programem financovaných transakcí neuplatňují jiné vymezení tranší, nejsou tímto zákazem dotčeny.

STS sekuritizace (včetně ABCP) budou zajisté zajímavým konceptem. Je otázkou, zdali tento koncept v budoucnu nabude na popularitě, najde si cestu k investorům a pomůže tak oživit trh se sekuritizacemi, jak je zamýšleno. Snaha podpořit tento trh a zároveň i pošramocenou pověst sekuritizačních transakcí je myšlenka určitě zásluhná, nejsme si však jisti, zda tuto snahu a častější použití takových transakcí nebude příliš negativně ovlivňovat nadměrné množství povinností ukládaných jednotlivým stranám sekuritizačních transakcí, zejména jejich přenos na institucionální investory, kteří sami navíc již poměrně podrobné a náročné regulaci podléhají.

Česká specifika sekuritizací

Již rozsah a nákladnost sekuritizačních transakcí naznačují, že většinou nepůjde čistě o lokální záležitost. Potvrzují to i v minulosti prováděné sekuritizace, které se v České republice prováděly (známé jsou např. syntetická sekuritizace pohledávek revolvingových úvěrů z platebních karet společnosti Home Credit nebo syntetická sekuritizace úvěrového a zajišťovacího portfolia korporátních klientů Raiffeisenbank).

Ačkoliv bude spíše výjimkou, aby se podobné finanční transakce řídily českým právem, které není pro strukturované finanční transak-

ce ideální, některé otázky českého práva budou mít u sekuritizačních transakcí s českým prvkem svou relevanci. Společnosti zamýšlející sekuritizaci by zejména měly pečlivě vyhodnotit dopady českého insolvenčního práva a českou úpravu postupitelnosti pohledávek, řídí-li se podkladové pohledávky českým právem (například úvěrové smlouvy českých bank a nebankovních poskytovatelů úvěrů). Jedná se však i o další otázky, které by mohly ovlivnit strukturu a průběh sekuritizace. V následujícím textu naznačíme některé z problematických okruhů, které by měli vzít účastníci sekuritizovaných transakcí s českým elementem vřdy v úvahu.

SPV

Domníváme se, že použití české entity jako sekuritizačního SPV bude spíše výjimkou. Účastníci sekuritizační transakce při jejím strukturování nepochybně zohlední výhody, které jim přináší právní režim v zahraničních jurisdikcích. V praxi se používají téměř výlučně sekuritizační jednotky umístěné v zahraničí (např. Nizozemsko nebo Lucembursko). Teoreticky sice není vyloučeno, aby byly použity jako sekuritizační jednotky české obchodní korporace nebo svěřenské fondy, v praxi však pro to není příliš důvodů. Svěřenský fond je navíc v českém právu institutem poměrně novým a praxí dostatečně neproověřeným, jeho využití by tak mohlo přinášet do transakce i některá další právní rizika.

Postoupení pohledávek

Sekuritizace pohledávek skutečným prodejem (true sale) a jejich převodu na SPV lze v podmínkách českého práva docílit zejména prostřednictvím postupní smlouvy dle § 1879 a násl. občanského zákoníku. Již v důsledku aplikace zákonných ustanovení spolu s postoupením pohledávek automaticky dochází k jejich převodu společně s příslušenstvím a souvisejícími právy, včetně zajištění. Souhlas podlužníka s postoupením pohledávky se obecně nevyžaduje. Výjimkou jsou pouze:

♦ pohledávky, které zanikají smrtí věřitele,

♦ pohledávky, jejichž obsah by se změnil k tíži dlužníka, pokud by došlo ke změně věřitele, a

♦ pohledávky, u nichž je to ze zákona vyloučeno.

Je však krajně nepravděpodobné, že by původce měl zájem sekuritizovat zrovna takové pohledávky. Relevantní tedy především bude, zda podmínku získat souhlas dlužníka s postoupením neobsahuje podkladová (např. úvěrová) smlouva mezi původním věřitelem a dlužníkem. Toto bude jeden z významných aspektů, které bude třeba ověřit před sekuritizací. S ohledem na množství pohledávek zahrnutých v portfoliu by totiž získání souhlasu všech dlužníků mohlo být administrativně neproveditelným.

V souladu s českým právem se postoupení stane účinným vůči dlužníkovi tím, že mu postupitel oznámí postoupení, případně že jej postupník dlužníkovi prokáže. Do té doby je dlužník povinen plnit pohledávku původnímu věřiteli a může také započíst své pohledávky vůči pohledávkám původního věřitele. Oznámení nemusí být písemné, pro případné spory je však maximálně praktické, aby postupník měl k dispozici důkaz o tom, že oznámení bylo dlužníkovi doručeno.

Podotýkáme, že postupitelnost pohledávky i podmínky, z kterých může být postoupení uplatněno vůči dlužníkovi se řídí stejným právem jako postoupená pohledávka (čl. 14 odst. 2 nařízení Řím I). V případě smluv (úvěrových smluv, leasingových smluv atd.) řídících se českým právem je tedy třeba splnit výše uvedené požadavky. Naopak u postoupení aktiv na sekuritizační jednotku stranám v zásadě nic nebrání zvolit si pro úpravy svých vzájemných vztahů v postupní smlouvě cizí právo.

Pro případy, kdy by se postupní smlouva řídila českým právem, je třeba zejména vyloučit aplikaci § 1885 občanského zákoníku. Podle tohoto ustanovení platí, že byla-li pohledávka postoupena za úplatu, odpovídá postupitel postupníkovi až do výše přijaté úplaty s úroky za to, že pohledávka v době postoupení trvala, a ručí za její dobytost (pokud postupník nevěděl, že pohledávka je budoucí, nejistá nebo nedobytná). Bez vyloučení tohoto ustanovení by totiž došlo k popření smyslu sekuritizace – převodu rizika z podkladových aktiv z rozvahy původce a jejich vtělení do obchodovatelných cenných papírů.



Pro koncové a neprofesionální investory by mělo Nařízení znamenat větší komfort, lepší přístup k informacím a vyšší úroveň právní ochrany.

Naopak pro účely postoupení portfolia pohledávek rekodifikace přinesla i pozitivní novinku ve výslovné úpravě postoupení souboru pohledávek, existujících i budoucích, a jasně se tak vypořádává s dřívějšími spory týkajícími se postupitelnosti budoucích pohledávek, které však již před rekodifikací do značné míry vyřešila judikatura.

Otázky českého insolvenčního práva

Použitelnost českého insolvenčního práva řeší pro řízení zahájená po 26. červnu 2017 nařízení o insolvenčním řízení (nařízení –EU– 2015/848), které stejně jako předcházející nařízení o úpadkovém řízení vychází z místa, kde jsou soustředěny hlavní zájmy dlužníka (tzv. *centre of main interest*; COMI).

Pro sekuritizace budou dle českého práva zásadní ustanovení o zpětném vymáhání („*clawback*“), tedy zejména úprava neúčinných právních úkonů a možnosti insolvenčního správce odmítnout plnění smlouvy o vzájemném plnění za podmínek uvedených v § 253 insolvenčního zákona.

Insolvenční správce může za podmínek insolvenčního zákona postoupení napadnout jako neúčinné a příslušná aktiva tak zahrnout zpět do majetkové podstaty původce:

1. do jednoho roku před zahájením insolvenčního řízení (nebo tři let v případě převodů uvnitř skupiny nebo jinak propojených osob) u
- ♦ právních úkonů bez přiměřeného protiplnění dary nebo převody za výrazně nižší protiplnění než obvyklá cena;
- ♦ zvýhodňujících právních úkonů, tj. u převodů, které mají zajistit věřiteli výhodnější zacházení na úkor jiných věřitelů,
2. do pěti let před zahájením insolvenčního řízení:
- ♦ převodů úmyslně zkracujících věřitele – tj. podhodnocené transakce, jejichž účelem je zkrátit věřitele.

Bankovní tajemství

Vzhledem k tomu, že původními věřiteli sekuritizovaných expozic

jsou často banky jako poskytovatelé úvěrů, je třeba vzít v úvahu též povinnost chránit bankovní tajemství. Bankovní tajemství se vztahuje na všechny bankovní obchody, peněžní služby bank, včetně stavů na účtech a depozit (§ 38 zákona o bankách) bez ohledu na to, zda se jedná o fyzickou osobu nebo korporátního klienta. Existuje sice celá řada výjimek z bankovního tajemství, neexistuje však žádná konkrétní výjimka pro postoupení. Je tedy jisté vhodné, aby s poskytnutím údajů, které jsou předmětem ochrany bankovního tajemství, klient poskytl svůj souhlas, např. ve standardizovaných ustanovení úvěrových smluv umožňujících bance postoupit pohledávky z úvěrové smlouvy.

Na druhou stranu, jak vyplývá z rozhodnutí Nejvyššího soudu,¹ institut bankovního tajemství sám o sobě nelze interpretovat jako dohodu věřitele (banky) s dlužníkem zakazující postoupení pohledávky. Bankovní tajemství tedy postoupení pohledávky z bankovního obchodu nebrání. Z hlediska možných úvah o následcích neoprávněného porušení bankovního tajemství smluvním postoupením pohledávky je zjevné, že k nápravě uvedeného stavu nevede sankce spočívající v neplatnosti smlouvy o postoupení pohledávky. Pokud dojde při postoupení pohledávky z bankovního obchodu k porušení bankovního tajemství, platnost postupní smlouvy není dotčena, ale postupitel, který bankovní tajemství porušil, bude odpovídat za škodu, kterou tím způsobil.

Ochrana osobních údajů

Podle českého právního řádu může věřitel postoupit třetí osobě pohledávku vůči jednotlivci bez souhlasu dlužníka. Takové postoupení proto nevyžaduje ani souhlas dlužníka se zpracováním osobních údajů. Tento závěr potvrdil i český Úřad pro ochranu osobních údajů, podle kterého je postoupení pohledávky realizací oprávněného zájmu správce, a proto k němu není vyžadován souhlas dlužníka se zpracováním osob-

ních údajů ve smyslu GDPR.² Po postoupení však bude muset nový věřitel samozřejmě dodržovat běžné standardy pro nakládání s osobními údaji, jako v případě jiných činností zahrnujících zpracování osobních údajů (jmenovitě provádět příslušná technicko-organizační opatření pro zachování bezpečnosti osobních údajů, nezveřejňovat žádné osobní údaje podlužníků atd.).

Výše uvedený výčet oblastí českého práva, který by měly strany při strukturování sekuritizační transakce vzít v úvahu, není konečný a zahrnuje samozřejmě i další oblasti. Není však v možnostech tohoto krátkého příspěvku, jehož primárním cílem bylo čtenáře seznámit s hlavními aspekty nové evropské úpravy sekuritizací, veškeré problematické okruhy českého práva zahrnout. Proto jsme se snažili poukázat v této části našeho příspěvku jen na ty nejzásadnější.



Obecně lze shrnout, že nové Nařízení bude bezpochyby znamenat výrazný zásah do sekuritizačních transakcí. Jako nejvýraznější změny vnímáme právě přenesení značného množství povinností na institucionální investory. Lze tedy předpokládat, že se pokusí v maximální možné míře přesunout plnění těchto povinností na původce/věřitele.

Rovněž je otázkou, zda Nařízení splní svůj účel a skutečně se mu povede revitalizovat trh se sekuritizacemi. Tj. dosáhnout toho, aby byly sekuritizace v Evropě standardním finančním nástrojem, který usnadní financování podnikatelů. Množství a charakter povinností ukládaných původcům, sponzorům i institucionálním investorům mohou spoustu zájemců o sekuritizační transakce odradit. Nelze rovněž přehlédnout skutečnost, že plnění uvedených povinností s sebou přinese i nemalé náklady.

Nicméně pro koncové a neprofesionální investory by mělo Nařízení znamenat větší komfort, lepší přístup k informacím a vyšší úroveň právní ochrany. ♦

1) Viz usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Odo 1613/2005 ze dne 29. 4. 2008.

2) Viz odpověď ÚOOÚ na dotaz „Může společnost, u které mám dluh, převést tento dluh jiné společnosti nebo pověřit jinou společnost k vymáhání dluhu?“; veřejně dostupné zde: <https://www.uoou.cz/muze-spolecnost-u-nbsp-ktere-mam-dluh-prevest-tento-dluh-jine-spolecnosti-nebo-poverit-jinou-spolecnost-k-nbsp-vymahani-dluhu/d-11341>.