



FINANČNÍ TRH

Jak čelit rizikům

Spoléhání se na rating není obezřetnou strategií



ZDENĚK HUSTÁK,
of counsel, advokátní
kancelář Brzobohatý
Brož & Honsa

Vposlední době bylo mnohokrát opakováno, že negativní trend na finančním trhu je či byl nečekaný. Lidé se často pozastavují nad tím, že problémy části obyvatel USA vyvolaly takové široké globální dopady. Chtěl bych přiblížit základní aspekty fungování moderních finančních nástrojů a mechanismus, kterým se riziko nesplácených úvěrů domácnosti, například z amerického středozápadu, může negativně projevit v hospodaření banky ve střední Evropě.

REGULAČNÍ POŽADAVKY

V sedmdesátých letech minulého století rozvoj finančních trhů přinesl řadu nových technik, kterými se finanční instituce snažily snížit rizika. Motivací k jejich využívání přineslo také několik krizí na finančním trhu, například mexická, a růst regulačních požadavků v reakci na ně. Jedním z tehdejších regulačních nástrojů byl i koncept kapitálové přiměřenosti uplatňovaný ve vztahu k bankám a jemu podobný, jenž se týkal solventnosti a používaný v pojistném sektoru. Tyto požadavky na kapitálovou přiměřenost, respektive solventnost, znamenaly, že banka mohla poskytnout jen takový objem úvěrů, aby její kapitálové zdroje pokryly stanovenou část. U poskytnutých úvěrů se přitom zohledňuje rizikovitost dlužníka a u kapitálových zdrojů jejich kvalita (likvidita, splatnost). Obdobný princip se uplatňuje u pojišťoven – mohou pojistit jen tolik rizik, aby ze svých kapitálových zdrojů (technických rezerv) mohly pokrýt stanovenou část potenciálních pojistných závaz-

ků. Principem těchto regulačních opatření je tedy určité „poměrování“ kvantifikovaných rizik, kterým finanční instituce čelí, s dostatečnými finančními zdroji, jež mají k dispozici. Aby jejich podnikání bylo dostatečně obezřetné a nebraly na sebe neadekvátně velká rizika. Nové finanční techniky jednak přinášejí pro tyto instituce možnost převést část rizik na někoho jiného, jednak umožňují určitě navýšení jejich zdrojů. Využitím těchto technik vzniká možnost poskytovat větší objemu úvěrů či pojišťovat více rizik, což je určitě velmi pozitivní pro další rozvoj podnikání finančních institucí.

PODSTATA FINANČNÍCH NÁSTROJŮ

V čem spočívají tyto finanční techniky? Jde zpravidla o strukturované finanční nástroje ve formě cenných papírů nebo derivátů, které jsou vytvořeny v rámci procesu takzvané sekuritizace, a jejich podkladem jsou například úvěry či půjčky poskytnuté bankami nebo různá pojištění upsaná pojišťovnami. Vzniklé finanční nástroje jsou nabízeny přímým investorům a v poslední době se rozšířil i sekundární trh s nimi.

Vytvoření takového finančního nástroje k přenosu rizik je poměrně jednoduché a ukážeme je na bance poskytující domácnostem hypoteční úvěry na bydlení. V tomto případě banka na počátku sestaví portfolio relativně stejnorodých hypotečních úvěrů, které prodá speciálně k tomuto účelu zřízené společnosti (special purpose vehicle, SPV). Tato společnost vydá kvůli financování nákupu úvěrů dluhové cenné papíry, které nabídne investorům. Výplata výnosů a jmenovitě hodnoty těchto dluhopisů se odvíjejí od splacení pokladových hypotečních úvěrů původními dlužníky. Konstrukce podmínek výplaty výnosů a jmenovitě hodnoty jsou upravené v emisních podmínkách dluhopisu. Investoři při vydání dluhopisů zaplatí SPV emisní kurz. Ta následně použije takto získané prostředky na zaplacení kupní ceny za úvěrové portfolio bance, která hypoteční úvěry původně poskytla. Tím je přeneseno úvěrové riziko dlužníků, které původně nesla banka, jež poskytla hypoteční úvě-

ry, na investory do cenných papírů vydaných SPV. Banka také získá finanční prostředky na další podnikání, například na další hypoteční úvěry.

ROLE BANKY

Pro investory, kteří se rozhodnou koupit cenné papíry vydávané v rámci sekuritizace, jsou nesmírně důležité informace jak o cenném papíru a jeho emitentovi, tak o hypotečních úvěrech. Přičemž jejich splácení a bonita dlužníků jsou klíčové pro určení výnosů a rizik zachycených v cenných papírech. To se promítne i do ceny, kterou jsou investoři ochotni za tyto cenné papíry zaplatit. Standardním řešením pro získání a vyhodnocení těchto informací je zpracování ratingu na danou emisi dluhopisů vydávaných SPV. Rating slouží investořům jako vodítko pro rozhodování a umožňuje orientaci i investorům, kteří nejsou příliš obezřetní se specifiky a možnými riziky daného úvěrového portfolia nebo vůbec nemají zkušenosti či znalosti z oblastí poskytování hypotečních úvěrů.

Role banky, která úvěry původně poskytla, však zpravidla vydáním cenných papírů ze strany SPV a inkasem financí za prodané úvěrové portfolio nekončí. Banka nadále obsluhuje hypoteční úvěry, které původně poskytla – obstarává komunikaci s dlužníky, inkaso splátek úvěrů a tak dále –, a často také zajišťuje administrativu a řízení SPV. Za určitých podmínek může tato banka, případně i jiná finanční instituce, poskytnout SPV záruku za splacení všech nebo jen části výnosů či jmenovité hodnoty dluhopisů, které SPV vydalo případně může poskytnout úvěr (takzvaný credit enhancement).

NESPLÁCENÍ HYPOTÉK

V rámci popisu sekuritizace bylo zmíněno, že splatnost výnosů a jmenovité hodnoty dluhopisů vydaných SPV, které si investoři nakoupili, se odvíjí od splácení hypotečních úvěrů jejich dlužníky. V případě „výpadků“ ve splácení úvěrů nastupuje zpravidla ručení banky, která původně poskytla úvěry. Rozsah tohoto ručení či poskytnuté úvěrové pomoci však nemusí být a často není v tako-

PROCES VYDÁNÍ CENNÉHO PAPIŘU V RÁMCI SEKURITIZACE



vém rozsahu, v jakém v současnosti nastává nesplácení původních hypotečních úvěrů. Proto v případě velké krize, během níž většina dlužníků původních hypotečních úvěrů nesplácí včas anebo vůbec, může nastat, že investorům, kteří si koupili dluhopisy emitované SPV, nejsou vypláceny ani výnosy, ani jmenovitá hodnota dluhopisu. Investoři, na které bylo sekuritizací přeneseno úvěrové riziko dlužníků z hypotečních úvěrů, proto musejí nést ztrátu, již by bez sekuritizace musela nést banka, která hypotéky původně poskytla.

O tom, že masivní ztráty investorů nejsou hypotetickým příkladem, svědčí i současná situace na finančním trhu. Samozřejmě že odpovědnost za volbu investice je vždy na konkrétním investoři – na jeho zhodnocení informací, které má k dispozici, na averzi k riziku a na znalostech a zkušenostech s daným druhem investic. V případě investic do cenných papírů vydaných v rámci sekuritizace patří bezesporu mezi potřebné vlastnosti obezřetného investora i určitá zkušenost s trhem podkladových aktiv, která jsou do nově vydávaných cenných papírů „zabalena“. Spoléhání se na rating daného cenného papíru bez znalosti podkladových rizik, důkladného seznámení se s emisními podmínkami a rozsahem záruk souvisejících s cenným papírem, nemusí být, a jak se aktuálně ukazuje, ani není dostatečně obezřetnou strategií při investování. ■

V případě velké krize může nastat situace, kdy investorům nejsou vypláceny ani výnosy, ani jmenovitá hodnota dluhopisu

INZERCE



„Staráme se, abyste se nestarali.“



☺ Petra