

MASARYKOVA UNIVERZITA

Ekonomicko-správní fakulta

Sekuritizace

Seminární práce do kurzu PFFITR Finanční trhy

Vypracoval: **Adam Ondruška** (UČO 174785)

Obor Ekonomie

Magisterské prezenční studium

Imatrikulační ročník 2005

Vyučující: Ing. Gabriela Oškrdalová

V Brně 21.11.2007

1 Obsah

<u>1</u>	<u>Obsah</u>	1
<u>2</u>	<u>Úvod</u>	2
<u>3</u>	<u>Technika sekuritizace</u>	3
<u>4</u>	<u>Původní financování</u>	4
<u>5</u>	<u>Financování sekuritizací</u>	5
5.1	<u>Fungování „původce“ sekuritizovaného aktiva</u>	5
5.2	<u>Vládní ingerence</u>	6
5.3	<u>Hypotékami kryté cenné papíry</u>	6
5.4	<u>Výhody cenných papírů krytých aktivy</u>	7
5.5	<u>Strukturace hypotékami krytých cenných papírů</u>	7
5.5.1	<u>CMO</u>	8
5.5.2	<u>Mortgage strips</u>	8
<u>6</u>	<u>Výhody sekuritizace</u>	10
6.1	<u>Úspora nákladů spojených s regulací bankovního trhu</u>	10
6.2	<u>Přínosy z finančního inženýrství</u>	10
6.3	<u>Předcházení negativní úvěrové substituci</u>	11
<u>7</u>	<u>Negativa sekuritizace</u>	13
7.1	<u>Komplikovanost a netransparentnost</u>	13
7.2	<u>Fragmentace odpovědnosti</u>	14
7.3	<u>Snaha vyzrát na regulaci</u>	14
7.4	<u>Problematický rating</u>	15
<u>8</u>	<u>Závěr</u>	16
<u>9</u>	<u>Literatura</u>	17

2 Úvod

V několika posledních měsících na světových finančních trzích rezonuje americká hypotéční krize. Klesající ceny na trhu s nemovitostmi ve Spojených státech způsobily, že hypotéky v posledních letech zhusta poskytované lidem, kteří nemají patřičnou schopnost dostát svým závazkům, (subprime mortgages) nejsou dostatečně kryty. Jak je ovšem možné, že vývoj na tomto dílčím – hypotéčním – trhu má tak silné efekty na světových finančních trzích? Odpověď se skrývá za slůvkem sekuritizace. Jak je možné, že stále není úplně zřejmé, kdo ponese ztrátu v důsledku této krize? Alespoň částečně se pokusím naznačit odpověď na tuto otázku.

Mám v úmyslu vyložit, v čem spočívá podstata sekuritizace. Hodlám nastínit její evoluci, zobecnit výhody, díky nimž se stala součástí finančního systému, ale také výhrady, které jsou proti ní vznášeny.

Na začátek je nutné poznamenat, že proces sekuritizace je těsně spjat s vývojem americké (eventuálně anglosaské) praxe poskytování hypoték. Financování hypoték v evropském kontinentálním modelu (tedy i tak, jak to funguje u nás v ČR) je poněkud odlišné a bylo by zavádějící chápat pojmy, které budu používat, v tomto kontextu. Často o tom bude svědčit, že ani nebudu moci připojit k anglickému pojmu vhodný český ekvivalent.

3 Technika sekuritizace

Pro pochopení jádra procesu sekuritizace se nejprve pokusme si představit jednoduchý model. Mějme ekonomický subjekt, nějakou entitu, prakticky třeba akciovou společnost, lhostejno za jakým účelem existující. Tento subjekt bude mít aktiva ve formě pohledávek čili nároků na plnění vůči němu ze strany někoho jiného. A tento subjekt místo toho, aby si přímo půjčil na financování předmětu těchto pohledávek, se rozhodne je prodat speciálně vytvořené entitě v angličtině nazývané special-purpose vehicle (SPV), což by se dalo do češtiny pracovně překládat jako (finanční) instrument pro zvláštní účel. Aby byl SPV schopný zaplatit za nákup pohledávek, emituje na své jméno cenné papíry a přitom používá pohledávky jako kolaterál. Tuto operaci SPV provádí jako společnost právně odlišná a oddělená od mateřské společnosti, která pohledávky prodává. To chrání pohledávky a potažmo investory do aktivy krytých cenných papírů před věřiteli mateřské společnosti v případě jejího bankrotu.¹ (Kohn 2004: 423-424)

Proč by ale ekonomické subjekty měly využívat komplikovanější techniku sekuritizace, jak byla naznačena výše, když by si jednoduše mohly přímo půjčit? Protože sekuritizace s sebou nese několik výhod.

¹ Protože náklady na založení SPV nejsou zanedbatelné, jsou často zakládány pro nákupy pohledávek od několika nebo mnoha společností najednou spíše než od pouze jediné.

4 Původní financování

Před tím než zobecníme výhody, které se dají očekávat po provedení sekuritizace podkladového aktiva, musíme se uvědomit, co motivovalo finanční systém, aby rozvinul techniku sekuritizace. Subjekty na finančních trzích se snažily překonat překážky, které bránily tomu, aby se celá řada stávajících aktiv mohla stát objekty snadných investic.

Vůbec nejnázornější a historicky nejpodloženější je podívat se na omezení, která hypoteticky svazují financování skrze samotné hypotéky a tak je činí neatraktivními investicemi pro dlouhodobé finanční zprostředkovatele jako jsou penzijní fondy.

- 1) Výše půjčky formou hypotéky je nízká ve srovnání s typickou obchodní půjčkou. To znamená vysoké transakční náklady.
- 2) Informační nároky – zejména ve vztahu k sumě – jsou velké. Věřitel potřebuje informace o dlužníkovi a nemovitosti. S jakou pravděpodobností dlužník nesplatí? Jakou má vlastně nemovitost cenu? Pro patřičný odhad ceny nemovitosti by věřitel měl být obeznámen s lokálním realitním trhem.
- 3) Obsluha hypotéky je nákladná. Měsíční splátky musí být inkasovány a zpracovány. Pokud dlužník nezaplatí, musí být nemovitost obestavena.
- 4) Hypotéky jsou různorodé. Liší se nejen, pokud jde o dlužníky a nemovitosti, ale také v podmínkách.
- 5) Pro jednotlivé hypotéky neexistuje sekundární trh (kvůli vysokým informačním nákladům a malým částkám) a v tom případě jsou hypotéky vysoce nelikvidní.
- 6) Pro investory jako jsou penzijní fondy, kteří mají zájem sladit svá aktiva a dlouhodobé závazky, představuje možnost předčasného splacení vážnou stinnou stránku. Protože jsou nuceni vyplácet ze svých závazků fixní dlouhodobé úroky, snaží se předcházet reinvestičnímu riziku.

Všechny tyto vlastnosti nedělají ze standardní hypotéky s fixním úrokem zrovna atraktivní investici. (Kohn 2004: 381)

5 Financování sekuritizací

Finanční trh našel způsob jak překonat výše uvedené nedostatky hypoték. Sekuritizace přemění půjčku ve formě nelikvidních hypoték na cenné papíry. Existence sekundárního trhu s těmito cennými papíry umožní, že poskytování a obsluha hypoték může být oddělena od jejich financování. Banky a jiné úvěrové instituce stále poskytují hypotéky a specializují se tak na to, v čem jsou dobré. Mohou přitom tyto hypotéky prodat dlouhodobým investorům, kteří jsou ochotni podstoupit úrokové riziko. Investoři platí poskytovateli hypotéky poplatek za její obsluhu. (Kohn 2004: 381)

5.1 Fungování „původce“ sekuritizovaného aktiva

Ještě předtím, než zachytíme fungování subjektu, na jehož aktivech se založí cenné papíry, připomeňme si, že se zaměříme na anglosaský model těchto institucí. Ten se v příkladu hypotečních bank liší od toho, jak tyto instituce chápeme v kontinentálním modelu.

Úvěrující společnost, například hypoteční banka, získá finanční aktiva, která zpočátku financuje sama. Za příklad zvolená hypoteční banka tedy poskytne hypotéky, zpočátku z vlastních zdrojů. Když nashromáždí dostatečné množství hypoték, spojí je dohromady do balíku a ten prodá investorovi. Hypoteční banka proto musí pro hypotéky zajistit finanční zdroje jen po krátkou dobu, kterou jí zabere připravení balíku, nanejvýš několik měsíců. (Kohn 2004: 382)

Výnosy hypoteční banky jsou následně založeny na poplatcích za poskytnutí hypoték a poplatcích za obsluhu hypotéky, které obdrží od investora za inkaso splátek a jednání s dlužníky. Mezitím banka inkasuje za vlastní zásoby hypoték, těch dosud nezařazených do balíků. Pokud dlouhodobé úrokové sazby klesnou v období mezi poskytnutím hypotéky a jejím následným odprodejem investorovi, bance připadne zisk. Obdobně samozřejmě, pokud dlouhodobé úrokové sazby vzrostou, banka utrpí ztrátu. (Kohn 2004: 383)

Určitým historickým specifickým amerického trhu je, že se banka nejen vyvazuje z úrokového rizika, ale také se může obejít bez vkladů a může působit celonárodně. To jí umožní narůst do takové velikosti, že může využívat úspor z rozsahu. A díky velikosti se jí otevírá přístup na trhy cenných papírů. Přitom celonárodní působení jí dovolí kumulovat balíky hypoték, které jsou lépe diverzifikovány. (Kohn 2004: 383)

5.2 Vládní ingerence

Při zkoumání vývoje amerického hypotéčního financování a procesu jeho sekuritizace nelze opominout roli vlády. Během Velké hospodářské krize federální vláda založila nebo finančně dotovala několik agentur, které se měly starat o zpřístupnění hypoték v určitých geografických oblastech a určitým skupinám dlužníků. Přítomnost těchto subjektů, které přímo odkupovaly nebo například garantovaly stávající hypotéky, vybavila úvěrující investice novou likviditou. Protože to zároveň obecně snižovalo informační náklady, bylo snazší prodat tyto hypotéky na sekundárním trhu. Pokud byly hypotéky „veřejně“ pojištěny, klesla nutnost zkoumat kolaterál. Nesplnil-li dlužník své závazky a nestačila-li hodnota jeho nemovitosti na nesplacenou jistinu, rozdíl padal na bedra poskytovatele (veřejného) pojištění. (Kohn 2004: 382)

Od 60.let z hypotéčního trhu, na kterém operovaly hlavně státní nebo státem podporované agentury, ubývají počty hypoték brané vládou preferovanými občany typu válečných veteránů. Vládní pozornost se od té doby zaměřovala na sekundární trh, jež byl do té doby doménou soukromých investic. Vláda přistoupila k zakládání nových agentur, které měly oprávnění emitovat a garantovat celou paletu cenných papírů krytých jak pojištěnými tak nově také nepojištěnými hypotékami. Cílem bylo rozproudit trh pro nově zaváděné hypotékami kryté cenné papíry (MBS, mortgage-backed securities). (Kohn 2004: 383-384)

5.3 Hypotékami kryté cenné papíry

Základní hypotékou krytým cenným papírem je tzv. passthrough. Je to něco jako podíl v uzavřeném vzájemném fondu investovaný do, řekněme, svazku (pool) hypoték. Instituce dá dohromady velký svazek hypoték a prodá podíl na tomto svazku. Investor, který si koupí, řekněme, 1 % podíl na tomto svazku, obdrží 1 % ze všech splátek všech hypoték ve svazku. (Kohn 2004: 384)

Dlužník si tedy půjčuje standardním způsobem u poskytovatele hypotéky (například hypotéční banky nebo jiné úvěrové společnosti), který financuje půjčku do doby, než se passthrough zorganizuje. Půjčka je potom sdružena se spoustou ostatních do k tomu určeného fondu (trust) administrovaného správcem (trustee). Poté, co je svazek posílen sjednáním pojištění nebo jinými garančními instrumenty, jsou vydány cenné papíry. Tyto cenné papíry jsou prodány prostřednictvím upisovatele (underwriter) investorům. Tržby z prodeje jdou zpátky poskytovateli hypotéky. Dlužník provádí splátky na účet poskytovatele hypotéky,

který je předá správci. Správce následně tyto platby po stržení poplatků pro něj samého, poskytovatele hypotéky a případně další subjekty, které se podílejí na posílení úvěru, převádí na účty investorů. (Kohn 2004: 384)

5.4 Výhody cenných papírů krytých aktivy

Jak jsme zběžně zachytili v předcházející praxi, tradičním způsobem, jak agentury nebo jiné finanční instituce financují hypotéky, je vydat dluhopisy na vlastní jméno a výtěžek použít na nákup hypoték od jejich poskytovatelů. Problémem, který vyvstává při této operaci, je úrokové riziko, přesněji řečeno reinvestiční riziko. Pokud úrokové sazby klesnou a hypotéky, které tito investoři nakoupili, jsou předčasně splaceny, jsou nuceni reinvestovat inkasované finanční prostředky do nových hypoték při nižších sazbách, než jsou úrokové sazby na dluhopisy jimi vydané. V případě hypotékami krytých cenných papírů je naproti tomu úrokové riziko přeneseno společně s finančními příjmy na investory-držitele cenných papírů. (Kohn 2004: 385)

5.5 Strukturace hypotékami krytých cenných papírů

Obrovské množství vydaných passthroughs umožnilo zorganizovat sekundární trh, který vyrostl tak rychle, že do roku 1985 jeho šířka přesáhla šířku Newyorské burzy cenných papírů. Existence sekundárního trhu značně podpořila likviditu passthroughs a udělala z nich pro investory atraktivní produkty. Passthroughs se okamžitě staly populární investicí pro spořitelny a obchodní banky. Jelikož byly garantovány federální vládou, byly považovány za skoro stejně bezpečné jako federální státní dluhopisy, známé Treasury securities. Kvůli aktivitě na sekundárním trhu byly rovněž skoro stejně likvidní. (Kohn 2004: 385)

Přes všechny tyto úspěchy byly passthroughs kvůli riziku předčasného splacení méně populární mezi dlouhodobými investory typu penzijních fondů. Investoři do passthroughs obdrželi podíl na všech příjmech z podkladového aktiva – hypoték, včetně podílu na předčasném splacení. (Kvůli riziku předčasného splacení passthroughs obecně nesou vyšší výnos než srovnatelné vládní obligace.) Aby mohlo dojít k další expanzi trhu s hypotékami krytými cennými papíry, pro emitující agentury a vůbec pro obchodníky s cennými papíry se perspektiva otevírala ve finančním inženýrství. Jejich záměrem bylo rozdělit příjem z passthrough tak, aby některé jeho části byly vystaveny menšímu riziku předčasného splacení než ostatní. (Kohn 2004: 385)

5.5.1 CMO

Jedním z východisek bylo vydávání kolateralizované hypoteční obligace (CMO, collateralized mortgage obligation), která stála na principu rozpuštění příjmů z portfolia passthrough do několika tříd cenných papírů zvaných tranše (tranches). Příjmy z předčasného splacení se v tomto případě shromažďují do zvláštního fondu a po čase jsou přidělovány mezi jednotlivé tranše podle jejich durací postupně od nejmenší dále, dokud zbývá něco vyplatit. CMO tak zahrnuje řadu tranší s progresivně delší durací a nižším rizikem předčasného splacení. (Kohn 2004: 386)

5.5.2 Mortgage strips

Jiným řešením je instrument zvaný mortgage strip, který rozkládá příjmy ze svazku hypoték na úrokovou a jistinnou komponentu. Investor do „pouze úrokové komponenty“ (IO strip, interest-only strip) získává nárok na všechny splátky úroků, investorovi do pouze jistinné komponenty (PO strip, principal-only strip) přísluší všechny splátky jistiny včetně splátek předčasných. Předčasné splacení ovlivní hodnoty obou komponent rozdílně. V daném okamžiku (při předčasném splacení) totiž IO strip, což je současná hodnota zbývajících úrokových splátek, padá na nulu. PO strip představuje nárok na zbývajících splátky jistiny a předčasnou splátku jistiny. Předčasné splacení tedy neovlivní celkovou částku obdrženou majitelem PO strip. Ovšem hodnota částky není stejná. Je vyšší, neboť je v současnosti. Čili hodnota PO stripu při předčasném splacení stoupá. (Kohn 2004: 387)

Hodnota mortgage strips je obzvláště citlivá na změny úrokových sazeb. PO strips prudce klesají v ceně a IO strips prudce rostou v ceně, pokud úrokové sazby rostou. Budeme-li předpokládat, že růst úrokových sazeb nemá vliv na zákonitosti předčasného spláčení, tento růst se promítne do snížení současné hodnoty všech budoucích plateb, a sníží tedy oba typy strips. Nazvěme to diskontním efektem. (Kohn 2004: 387)

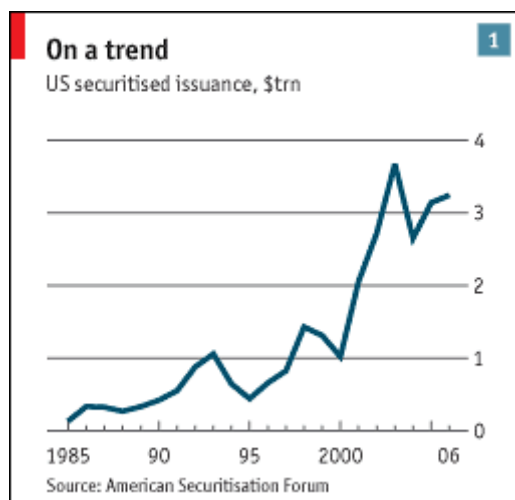
Ovšem předpoklad, že předčasné splacení není ovlivněno růstem úrokových sazeb, je nerealistický. Růst sazeb totiž tlačí na dlužníky, aby nepřístupovali k předčasnému spláčení. Nevyplatí se přece vyvazovat se z relativně níže úročené hypotéky. Předčasné splátky tedy poklesnou. To se odrazí v poklesu hodnoty PO strips, z nichž budou příjmy plynout později, než se čekalo. Na druhou stranu to zvedne hodnotu IO strips, protože méně hypoték bude

předčasně splacenou a úrokové splátky budou vyšší, než se původně čekalo. Tento jev bychom mohli nazvat efektem předčasného splacení. (Kohn 2004: 387)

Vezměme oba efekty dohromady v úvahu. Pokud jde o PO strips efekt předčasného splacení posiluje diskontní efekt a jejich hodnota ostře klesá (při růstu úrokových sazeb). Co se týká IO strips, efekt předčasného splacení jde proti diskontnímu efektu. Ve skutečnosti do té míry, že ho převáží a hodnota IO strips roste (při růstu úrokových sazeb). Pokles úrokových sazeb má opačný následek. Diskontní efekt zvedá hodnotu obou strips. Efekt předčasného splacení se promítne do zvýšení hodnoty PO strips a snížení hodnoty IO strips. Celkově vzato hodnota PO strips roste a hodnota IO strips klesá. (Kohn 2004: 388)

Značná citlivost na pohyb úrokových sazeb činí z mortgage strips atraktivní zajišťovací instrument. Dlouhodobí investoři, jako jsou penzijní fondy, mohou zajistit držení jinak lákavých krátkodobých aktiv držením PO strips. Krátkodobí investoři, jako jsou banky, mohou vložit více kapitálu do dlouhodobých aktiv a zajistit je držením některých IO strips. Na druhou stranu silná citlivost na změny v úrokových sazbách zvyšuje nebezpečí, pokud nejsou dostatečně zajištěny. (Kohn 2004: 388)

Obr. 1



Zdroj: The Economist

6 Výhody sekuritizace

Subjekty často stojí před dilematem časového nesouladu mezi svými aktivy a závazky. Typicky hypotéční banky mají ve svých aktivech dlouhodobé fixně úročené hypotéky, které by je vystavovaly značnému úrokovému riziku, neboť splatnost jejich závazků je krátká. A také protože samotné hypotéky jsou nelikvidní, zavádají potenciál pro budoucí problémy s likviditou, pokud banka utrpí ztrátou vkladů. Oba dva tyto problémy se dají řešit vyjmutím hypoték z rozvahy instituce, která je poskytuje, prostřednictvím sekuritizace. (Kohn 2004: 424)

6.1 Úspora nákladů spojených s regulací bankovního trhu

Jelikož bankovní regulace podstatně zvedla náklady úvěrování bankou, finanční systém odhalil skuliny, jimiž se lze těmito nákladům vyhnout. Jak naznačuje tato práce výše, bankám se vyplácí vyjmut velkou část obchodních úvěrů z rozvahových účtů tím, že asistují svým klientům ve vydávání cenných papírů. Úspora na nákladech, které by jinak byly produktem bankovní regulace, jde ve prospěch zákazníka v podobě nižších úrokových sazeb z půjček a banky nahrazují úrokovou marži, která by jim jinak náležela, příjmy z poplatků. (Kohn 2004: 424)

Obr.2



Zdroj: *The Economist*

Avšak tyto metody jsou vhodné jen pro velké a důvěryhodné „dlužníky“. Při půjčování běžným drobnějším klientům jsou individuální půjčky příliš malé na to, aby pokryly transakční náklady, a stejně tak kredibilita dlužníků není dostatečně velká. (Kohn 2004: 424)

Přesto, jak je zřejmé z demonstované sekuritizace hypoték, je v principu možné tyto problémy řešit. Potíže s velikostí půjčky se eliminují pomocí soustředění více půjček do SPV. Problematika kredibility se zvládá pomocí posílení celkového kreditu svazku aktiv (pool) pojištěním nebo jinými technikami, o nichž se záhy zmíníme. (Kohn 2004: 424)

6.2 Přínosy z finančního inženýrství

Úplně základním rysem sekuritizace obecně vzato úvěrů do různých forem cenných papírů je to, že vytváří možnost finančního inženýrství. SPV může vydat různé druhy cenných papírů, každý s různými nároky na příjmy a tedy výnosy z podkladového aktiva. Různé druhy cenných papírů se budou lišit v rizikovosti a dalších vlastnostech a budou tak předmětem zájmu investorů různých typů. Emisí správné sestavy cenných papírů může organizátor sekuritizace minimalizovat náklady na financování podkladového aktiva. (Kohn 2004: 425-426)

Pro pochopení významu technik finančního inženýrství si představme hypotetický příklad. Je založen SPV, který nakoupí svazek rizikových půjček (finanční aktiva) v souhrnné ceně 1 miliardy eur. SPV nákup financuje emisí 900 milionů eur v dluhopisech a vkladem vlastního jmění 100 milionů eur. I když jsou nakoupené půjčky ohodnoceny pod investiční úrovní, respektive jejich rating nedosahuje investiční „známky“, není pravděpodobné, že by ztráty v nejhorším případě překročily 100 milionů eur. Neboť dluhopisy vydané SPV mají přednostní nárok na jeho aktiva, téměř celé riziko nesou ti, kdo disponují vlastním měním SPV. Pokud dlužníci nedostojí svým závazkům, jsou to oni, kdo utrpí ztrátu. Důsledkem je, že dluhopisy jsou reálně zbaveny rizika a mohou získat investiční rating. To je učiní obchodovatelnějšími, než jsou podkladová aktiva. Dluhopisy jsou potom typicky prodány penzijním nebo vzájemným fondům. Vlastní jmění může být prodáno hedgeovým fondům ochotným podstoupit riziko výměnou za vyšší očekávaný výnos. Ve skutečnosti se často používají mnohem komplikovanější kombinace cenných papírů. Běžně SPV vydává několik tranší dluhu s různými splatnostmi a tedy různými stupni rizika. (Kohn 2004: 426)

6.3 Předcházení negativní úvěrové substituci

Dalším důvodem pro firmu nebo jinou instituci, aby sekuritizovala svá aktiva ve formě pohledávek, je, že si tím může levněji opatřit finanční zdroje, než kdyby si půjčovala na své

jméno. Tak by tomu bylo v případě, že vlastní pohledávky jsou bonitnější než dluh firmy samotné. Opět si situaci přiblížme na příkladu.

Představme si ukrajinskou těžební společnost, která prodala určité barevné kovy velké německé metalurgické korporaci na čtvrtletní obchodní úvěr. Ukrajinská těžební společnost se může snadno ocitnout v postavení, že je pro ni obtížné si půjčit na mezinárodních finančních trzích, protože není známá a má tedy slabý kredit a protože riziko znehodnocení ukrajinské měny by jí mohlo znemožnit dostát jejímu závazku. Ukrajinská společnost může místo toho získat zdroje prodejem svých pohledávek vůči německé společnosti nějakému SPV, který může následně emitovat cenné papíry na mezinárodních finančních trzích. SPV krytý vysoce kvalitními pohledávkami a sídlící mimo území Ukrajiny by měl dobré předpoklady mít výborný kredit a být osvobozen od kurzového rizika. (Kohn 2004: 427)

Když si ukrajinská společnost půjčí pro financování obchodního úvěru svým obchodním partnerům, vystupuje jako finanční zprostředkovatel. Obvykle se předpokládá, že úvěrová substituce finančním zprostředkovatelem, který zpravidla požívá vyšší kredit, povede ke snížení nákladů úvěru. Nicméně v tomto případě představuje ukrajinská společnost větší úvěrové riziko než její odběratel, a proto zvyšuje, spíše než snižuje náklady. Sekuritizace předchází této negativní úvěrové substituci tím, že ponechá ukrajinskou firmu stranou a naváže financování přímo na pohledávky. (Kohn 2004: 427)

Příklad s ukrajinskou společností dokládá jednu skupinu dlužníků, kteří mohou použít sekuritizaci, aby se vyhnuli negativní úvěrové substituci – firmy v rozvojových zemích, které drží pohledávky vůči firmám v rozvinutých zemích. Jinou skupinou dlužníků, kteří mohou na sekuritizaci benefitovat, jsou firmy se slabým kreditem – menší firmy, firmy v úpadku, firmy v kolísavých odvětvích – jež disponují pohledávkami vůči subjektům s vyšším kreditem. Také je zde celá řada nepodnikatelských dlužníků, kterým může být sekuritizace přínosem. Místní nebo regionální samosprávy sekuritizovaly například mýtné. Umělci dokonce sekuritizovali příjmy ze svých děl – spisovatelé z knih nebo rockové hvězdy z nahrávek. (Kohn 2004: 427)

7 Negativa sekuritizace

Přes všechny výše nastíněné výhody, které finančnímu systému přinesla sekuritizace, se nelze zvláště v poslední době vyhnout taky negativům, které do finančního systému sekuritizace také vnáší. Koncem letošního srpna americké finanční trhy postihla hypotéční krize, která se postupně právě vlivem sekuritizace rozlévá do celého světa.

Například ještě v průběhu července vedení banky Northern Rock avizovalo skvělé výsledky za první pololetí. Mezi britskými bankovními ústavami poskytujícími hypotéky pátý největší se chlubil 10,7 miliardy liber nových hypoték za první polovinu roku. O dva měsíce později musela Northern Rock požádat o krizový úvěr 25 mld u Bank of England. Během jediného dne akcie Northern Rock spadly o 32 % a před jejími pobočkami se začaly tvořit dlouhé fronty lidí. Po dlouhé době se ve Velké Británii odehrávalo to, čemu se říká run na banku.

Obr.3



Zdroj: AFP

Právě krize s „americkými“ hypotékami okatě odhalila slabá místa sekuritizace. Paradoxně v očích mnohých z nemalé části leží tam, kde jsme identifikovali pozitiva sekuritizace. Celkově vzato bychom mohli vznést tři až čtyři typy výtek vůči instrumentům sekuritizace – výsledné produkty jsou příliš zašmodrchané a netransparentní, dochází k fragmentaci odpovědnosti, pohrává se s regulací a špatně slouží rating.

7.1 Komplikovanost a netransparentnost

Steven Schwartcz, profesor na Dukeově univerzitě, jež se zabýval sekuritizací, narazil na produkty, které jsou tak zamotané, že je pro investory nepraktické se jim pokoušet porozumět: utratili by víc peněz najímáním expertů, kteří by je rozpletli, než by mohli doufat, že tyto produkty v nejlepším vynesou. (The Economist 2007)

Komplexnost sekuritizovaných aktiv ve formě cenného papíru dovede zmást investory ohledně rizik, která podstupují. Představme si nízkým ratingem obdařený dluhopis těžební společnosti a dluhopis prvotřídní banky ve stejné sestavě. Odděleně by se jejich ceny normálně nepohybovaly v tandemu. Zahrnutím do jednoho cenného papíru oba rostou nebo klesají identicky. (The Economist 2007)

Nedostatek transparentnosti se dotkl také balení půjček do cenných papírů. V současnosti není příliš pravděpodobné, že věřitel obstaví majetek dlužníka, který nedostává svým závazkům. Charles Calomiris z Kolumbijské univerzity poukazuje na to, že ve Spojených státech je méně jak čtvrtina z půjček, jež jsou v prodlení se splácením víc jak 90 dní, obstavena ve srovnání s koncem 90.let, kdy byly takovéto půjčky ze tří čtvrtin obstaveny. Když dlužník v prodlení znovu naváže na splátkový kalendář, je opět označen jako bezproblémový a záznam o jeho selhání nemusí zpřístupněn, když jde půjčka do balíku určeného k sekuritizaci. Takže i ten nejdůslednější investor by musel vyvinout nezvyklé úsilí, aby odhalil, že některé z údajně „prvotřídních“ kolaterálů hypotékami jištěných cenných papírů jsou sporné kvality. (The Economist 2007)

7.2 Fragmentace odpovědnosti

Další výhrada vůči sekuritizaci často směřuje, že sekuritizace deformuje motivaci zúčastněných subjektů. Sekuritizace bývá považována za operaci, která snižuje nároky na bankovní zprostředkování (disintermediation). Podle kritických hlasů ale ve skutečnosti nahrazuje jednoho prostředníka více prostředníky. V případě hypotéční sekuritizace může být věřitel „vytlačen“ třeba brokerem, poskytovatelem půjčky, subjektem, který má na starosti obsluhu půjčky, investorem a organizátorem transakce, to nemluvě o ratingové agentuře nebo poskytovateli pojištění. (The Economist 2007)

To samo o sobě generuje problém agentury. Poskytovatel půjčky má jen malou motivaci důkladně prověřit dlužníka, protože ví, že riziko bude brzo vyvedeno z jeho účetní bilance. Ten, kdo v konečném důsledku nese riziko – investor – má sice dobrý důvod se starat, ale drží příliš komplikovaný produkt a je příliš daleko v řetězci, aby jeho monitoring náležitě fungoval. Přes veškeré své nedostatky, „předsekuritizační“ bankovní model tyto komplikace řešil jednoduše. Protože všechny půjčky zůstávaly na vnitřních účtech instituce, banky měly vskutku dobré důvody úvěrovat opatrně a vést si evidenci o dlužníkovi i po té, co peníze opustily trezory banky. (The Economist 2007)

7.3 Snaha vyvrátit na regulaci

Kritika se rovněž z některých stran stáčí na snahu vyhnout se striktní regulaci prostřednictvím banky. To, co může být označováno za prospěšnou inovaci finančního systému v reakci na rostoucí náklady vyvolané politickým tlakem (viz výše), je zároveň napadáno jako zbytečné. Sekuritizace umožnila bankám (tedy regulovaným „nositelům“ úvěrového rizika se schopností ho přestát ve špatných časech) přesunout nejistá aktiva na neregulované „obchodníky“ s rizikem s omezenými bilancemi, jako jsou hedgeové fondy, které prodávají, když nastanou potíže. Výsledkem je, že ačkoli riziko runů na banku pokleslo, riziko paniky na trzích vzrostlo. (The Economist 2007)

7.4 Problematický rating

Určitý druh výtek může platit i na podezření z potenciálního konfliktu zájmů při udělování ratingů produktům sekuritizace. V tomto případě je práce ratingových agentur jedním z mála kontraktů, kdy je odhadce placen prodávajícím, nikoli kupujícím. (The Economist 2007)

Úspěšnost sekuritizace silně závisí na ratingu. Banky mohou snížit množství vázaného kapitálu, například pokud drží vysoce hodnocené cenné papíry, a někteří investoři jako fondy peněžního trhu se musí orientovat výlučně na nejvýše hodnocené (AAA) cenné papíry. Ne všechny papíry s nejvyššími ratingy jsou ovšem stejné. (The Economist 2007)

Zdá se, že některé ratingové agentury byly nadměru lehkovážné, když udělovaly inkriminovaným strukturovaným produktům známky AAA. Investoři, kteří se omezují na cenné papíry „investičního“ stupně předpokládali, že rating je zárukou kvality. Možná by pomohlo, kdyby agentury lépe hlídaly ratingy po té, co je vydaly. Při nízkých poplatcích za jeden cenný papír ale k tomu nebyly moc podněcovány. (The Economist 2007)

8 Závěr

Snad největší přínos sekuritizace je, že umožnila propojení velkého množství menších individuálních půjček s obrovským potenciálem kapitálových trhů. Jedním směrem tak mohou plynout přebytkové finanční prostředky a druhým se mohou náležitě diverzifikovat rizika. Sekuritizace dlužníkům (a zvláště některým) usnadňuje přístup financím, věřitelům zase poskytuje možnost, alespoň teoreticky, zdokonalit portfolio investic. Věřitelům pomáhá srovnat časový nesoulad mezi aktivy a závazky.

Navzdory aktuálním problémům na finančních trzích není pravděpodobné, že by se trend sekuritizace obrátil v masivní „desekuritizaci“ a návrat k původním způsobům financování. Spíše se můžeme dočkat zvýšené obezřetnosti v hodnocení podkladových aktiv a zjednodušování produktů sekuritizace pro usnadnění dohledu a lepší odhad rizik.

9 Literatura

Kohn, M. (2004): *Financial Institutions and Markets*, New York, Oxford University Press.

The Economist (2007): *When It Goes Wrong...*, Vol. 384, 22.9.2007, pg. 87.