

UNIVERZITA KARLOVA

Právnická fakulta

Denisa Jonášová

**Nová právní úprava krytých dluhopisů:
dosáhli jsme evropského standardu?**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: JUDr. PETR ČECH, LL.M., Ph.D.

Katedra: Katedra obchodního práva

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 13. 11. 2019

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval/a samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 143.573 znaků včetně mezer.

Denisa Jonášová

V Praze dne 13. 11. 2019

Poděkování

Velmi ráda bych zde poděkovala panu JUDr. Petru Čechovi, LL.M., Ph.D. za vstřícnost při vedení této práce a podnětné rady, které mi při její tvorbě poskytoval. Děkuji tímto také kolegům z advokátní kanceláře Allen & Overy, za to, že mě vedli v rozvoji mých znalostí v oblasti dluhopisového práva. Speciální poděkování pak náleží mé rodině a přátelům za podporu a trpělivost nejen při tvorbě této práce, ale i během celého mého studia.

Úvod.....	1
1 Kryté dluhopisy – pojem a podstata.....	4
1.1 K pojmu dluhopisu – stručný úvod do práva cenných papírů	4
1.2 Výklad pojmu krytý dluhopis	7
1.2.1 Obecný výklad pojmu krytý dluhopis	7
1.2.2 Původ (nejen) pojmu krytý dluhopis.....	8
1.2.3 Kryté dluhopisy v českém právním řádu.....	9
1.3 Negativní vymezení krytých dluhopisů.....	13
1.3.1 Kryté dluhopisy rovná se zajištěné dluhopisy?	13
1.3.2 Rozdíl mezi tzv. asset-backed securities a krytými dluhopisy.....	13
1.3.3 Seniorní nezajištěné dluhopisy.....	15
1.4 Trh krytých dluhopisů	15
1.5 Přehled pramenů platné právní úpravy	18
2 Evropský rámec právní úpravy krytých dluhopisů	20
2.1 Regulované a neregulované kryté dluhopisy	20
2.1.1 Regulované kryté dluhopisy: integrovaný versus oddělený model.....	20
2.1.2 Jsou neregulované kryté dluhopisy stále vhodnou alternativou?	23
2.2 Jak se k regulaci krytých dluhopisů staví Evropská unie?	25
2.2.1 Cesta k harmonizaci: obezřetnostní a kapitálová pravidla jako základ.....	25
2.2.2 Cesta k harmonizaci: dohoda o společném rámci právní úpravy.....	27
2.3 Co obsahuje nový legislativní balíček?	30
2.4 Analýza základních aspektů evropské regulace – co je standardem?	31
2.4.1 Krycí aktiva a složení krycího portfolia	31
2.4.2 Přezajištění a krycí testy	32
2.4.3 Odolnost vůči úpadku.....	33
2.4.4 Ochrana investorů	34
2.5 Zhodnocení nového evropského rámce pro kryté dluhopisy.....	34
3 Od hypotečních zástavních listů po kryté dluhopisy	36
3.1 Novela zákona o dluhopisech – významný milník v regulaci krytých dluhopisů	36
3.2 Shrnutí hlavních nedostatků předchozí právní úpravy	37
3.3 Rozbor klíčových aspektů právní úpravy krytých dluhopisů a jejich zhodnocení v kontextu vytčených nedostatků	41
3.3.1 Krycí aktiva a složení krycího portfolia	41
3.3.2 Přezajištění a krycí testy.....	44
3.3.3 Odolnost vůči úpadku.....	45
3.3.4 Ochrana investorů	46
3.4 Zhodnocení nové právní úpravy aneb povedlo se vytýkané nedostatky odstranit?	46

4	Alternativní vymezení evropského standardu: analýza právních úprav vybraných evropských zemí	48
4.1	Rozbor hodnocených prvků v úpravách vybraných evropských zemí	49
4.1.1	Německé <i>Pfandbriefe</i>	49
4.1.2	Belgické <i>Pandbrieven</i>	51
4.1.3	Nizozemské <i>Gedekte obligaties</i>	53
4.2	Odpovídá nová česká právní úprava vymezeným standardům trhu?	55
	Závěr.....	57
	Seznam použitých zdrojů	60
	Seznam obrázků	70
	Název diplomové práce, abstrakt a klíčová slova v českém jazyce	71
	Název diplomové práce, abstrakt a klíčová slova v anglickém jazyce	72

Úvod

Předmětem této diplomové práce je právní úprava krytých dluhopisů, jakožto nově zavedené kategorie dluhových cenných papírů v českém právu. Kryté dluhopisy jsou v současné době ve velké míře užívány jako jeden z hlavních zdrojů financování činnosti evropských bank, a jsou proto z globálního hlediska významnou součástí fungování finančního systému. Trendem regulace krytých dluhopisů je v posledních letech zejména jejich internacionalizace, tedy umožnění emitentům vydávat kryté dluhopisy podle práva cizího státu a postupné zvyšování ochrany zájmů investorů. Většina evropských zemí poměrně rychle přizpůsobila své právní předpisy aktuálním požadavkům trhu a celosvětovým trendům s cílem zajistit vyšší atraktivitu krytých dluhopisů v očích investorů. Česká republika však v tomto směru dlouhé roky zaostávala a požadavky praxe na celkovou modernizaci právní úpravy zůstaly dlouho ignorovány.

Problematika spojená s krytými dluhopisy obecně stojí spíše na okraji zájmu právní vědy. Pokud se jimi odborná literatura zabývá, obvykle pouze v kontextu obezřetnostních pravidel a pravidel pro tvorbu a skladbu kapitálu regulovaných subjektů finančního trhu. Vzhledem k tomu, že byl institut krytých dluhopisů v pravém slova smyslu do českého práva zaveden až v lednu 2019, doposud neexistuje žádná česká odborná literatura, která by o tomto tématu pojednávala. Přesto se ale domnívám, že si právní úprava krytých dluhopisů jako cenných papírů zaslouží, zejména vzhledem k jejich specifickým, bližší pozornost. V tomto kontextu vnímám právní úpravu krytých dluhopisů jako velice aktuální téma vhodné k podrobnějšímu zpracování.

Cílem této práce je především zanalyzovat vybrané aspekty představující základ nové právní úpravy krytých dluhopisů, a to zejména v kontextu nedostatků právní úpravy předchozí, popsat základní rysy evropské regulace krytých dluhopisů s cílem odpovědět si na otázku, co onen *evropský standard* představuje, a zdali se dá jednoznačně určit na základě analýzy evropského práva. Tato práce si dále klade za cíl pomocí komparace zhodnotit, nakolik se nová česká právní úprava skutečně vymezenému evropskému standardu přiblížila. Tato práce se dále věnuje také výkladu některých kontextuálních souvislostí, které s jednotlivými nastolenými tématy úzce souvisí a jsou důležité pro podání komplexního obrazu analyzovaných otázek.

Nová právní úprava krytých dluhopisů je poměrně stručná, a proto je třeba jejím výkladu a rozboru vycházet zejména z různých výkladových metod, zejména pak metody komparativní, jelikož jak zahraniční právní předpisy, tak zahraniční odborná literatura s tématem krytých dluhopisů již dlouhé roky pracuje. Z právních úprav zahraničních v této práci odkazuji zejména

na ty, které s českou právní úpravou nějakým způsobem souvisí, anebo jsou významné z hlediska velikosti tržního podílu, který jejich kryté dluhopisy zaujímají na evropském trhu. Se zohledněním mých jazykových znalostí bude v této práci blíže analyzována právní úprava německá, belgická a nizozemská.

Vlastní text práce je rozdělen do čtyř částí. První část má čtenáři poskytnout krátký úvod do dluhopisového práva vyložením širších souvislostí z obecného práva cenných papírů tak, aby další části plynule navazovaly bez toho, aniž by bylo nezbytné se více zabývat základními principy a pojmy. Zároveň zde budou v obecných rysech představeny kryté dluhopisy s tím, že jejich klíčové prvky budou analyzovány v další části této práce. V první části se chci také zabývat negativním vymezením krytých dluhopisů, a to metodou analytickou a komparativní, v rámci čehož budou kryté dluhopisy porovnány s instrumenty svými vlastnostmi jim nejbližší podobnými.

V druhé části se zaměřím na přístup k regulaci krytých dluhopisů ze strany Evropské unie, dále také na její nejnovější legislativní počiny, doporučení a názory. Tímto si vymezím čtyři základní stavební kameny právní úpravy krytých dluhopisů (krycí aktiva a složení krycího portfolia, přezajištění a krycí testy, odolnost vůči úpadku a ochrana investorů), které budou dále pro účely této práce sloužit jako hodnocené prvky, ať už se bude jednat o komparaci se zahraničními právními úpravami, nebo s předchozí českou právní úpravou. V této části práce bude dále rozebírána problematika tzv. regulovaných a neregulovaných krytých dluhopisů.

Třetí část práce bude tvořit stěžejní část celé práce z pohledu českého práva, neboť se zaměří na platnou právní úpravu krytých dluhopisů a její rozbor. Nová právní úprava bude v této části hodnocena na základě komparace s úpravou předchozí, a to zejména v kontextu nedostatků, které byly předchozí právní úpravě vytýkány.

Předmětem čtvrté (závěrečné) části bude zanalyzovat alternativní pojetí *evropského standardu*, jelikož se domnívám, že při určování toho, co je *evropským standardem* v oblasti právní úpravy krytých dluhopisů, nelze hledět pouze na legislativní a jiné počiny ze strany orgánů Evropské unie, ale stejně tak na požadavky a standardy trhu. Ve čtvrté části chci také zhodnotit poznatky z části druhé a třetí, tedy zvážit, do jaké míry se česká právní úprava skutečně evropskému standardu přiblížila. Součástí čtvrté části bude také úvaha nad tím, v kterých oblastech (vyjde-li najevo, že takové jsou) je možno naši právní úpravu ještě dále rozvíjet a modernizovat.

Na tomto místě si dovolím také uvést několik poznámek k samotnému textu práce. Tato práce se soustředí pouze na některé vybrané aspekty právní úpravy krytých dluhopisů, regulace jejich emitentů jako subjektů finančního trhu a veřejnoprávní dohled, kterému podléhají, nejsou předmětem této práce. Veškeré právní předpisy použité v této práci jsou citovány ve znění pozdějších předpisů, není-li uvedeno jinak.

1 Kryté dluhopisy – pojem a podstata

Komplexní vymezení samotných pojmů *dluhopis* a *krytý dluhopis*, a stejně tak vysvětlení některých souvisejících aspektů obecné právní úpravy cenných papírů je pro účely této práce klíčové a vyžaduje proto uvedení širších souvislostí, spíše než izolovaného rozboru jednotlivých prvků definic předmětných termínů. Analýza jednotlivých pojmů v této části práce je sestavena na základě postupu od obecného ke konkrétnímu. Vzhledem k tomu, že kryté dluhopisy fakticky stojí na pomezí mezi seniorními nezajištěnými dluhopisy a asset-backed securities, jak bude vyloženo dále, je k zachycení všech detailů právní povahy krytých dluhopisů níže užito také jejich negativního vymezení, a to metodou komparace s instrumenty, které se jim nejbližší podobají.

1.1 K pojmu dluhopisu – stručný úvod do práva cenných papírů

K úplnému výkladu pojmu *dluhopis* je nutno nejprve uvést, jakým způsobem je chápán samotný pojem *cenného papíru* a *zaknihovaného cenného papíru* současným platným právem. *Cenný papír* byl a je pojem v českém právním řádu běžně užívaný, i když jeho definici zákonodárce uvedl až s rekodifikací soukromého práva. Základní předpis, který upravoval problematiku cenných papírů, zákon o cenných papírech,¹ počínaje rokem 2001 obsahoval pouze demonstrativní výčet konkrétních cenných papírů, na něž se jeho úprava vztahovala.² Důsledkem rekodifikace soukromého práva byl zákon o cenných papírech zrušen a úprava cenných papírů byla včleněna do občanského zákoníku.³ Definici pojmu *cenný papír* zákonodárce systematicky zařadil mezi ustanovení Hlavy IV. nazvané *Věci a jejich rozdělení*, Díl 4. *Cenný papír*. Cenný papír je tedy nově (po vzoru švýcarského obligačního zákona) v § 514 občanského zákoníku definován jako „*listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatit ani převést*“, což samo o sobě implikuje dva základní znaky, které musí být (kumulativně⁴) naplněny, aby se skutečně jednalo o cenný papír. Prvním je

¹ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (dále jen „**zákon o cenných papírech**“).

² Zmíněný demonstrativní výčet obsažený v § 1 odst. 1 ZCP dluhopisy, jako druh cenného papíru, výslovně obsahoval. Co bylo však obsahem pojmu cenný papír, zůstalo zejm. na právní praxi. Shodně s dnešním pojetím již dříve např. DĚDIČ, Jan in DĚDIČ, Jan, PAULY, Jan. *Cenné papíry*. 1. vydání. Praha: Prospektum, 1994, str. 19. Tomu, jak jsou cenné papíry zákonem vnímány dnes, se blížila také definice cenného papíru obsažená v § 1 písm. e) v té době platného zákona č. 219/1995 Sb., devizový zákon – ten je definoval jako „*listiny nebo je nahrazující zápisy, s nimiž je spojeno právo účasti na majetku nebo právo na peněžní plnění*“. Nicméně tato definice neměla obecnou platnost.

³ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník (dále jen „**občanský zákoník** nebo **ObčZ**“).

⁴ CHALUPA, Ivan, REITERMAN, David. *Cenné papíry: základy soukromého práva*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2014, str. 2.

existence tzv. hmotného substrátu, tedy nějakého hmotného (fyzicky uchopitelného) nosiče, který je způsobilý k uchování informací⁵ (umožňuje nést do něj vtělené subjektivní právo), přičemž typicky půjde o listinu. Druhým znakem cenného papíru je jeho *cennost*, chápaná ne ve smyslu hodnoty jako takové,⁶ ale ve smyslu právním. Cennost tedy označuje inkorporaci⁷ určitého práva do hmotného substrátu učiněnou tzv. skripturním aktem⁸ (písemným projevem vůle).

Cenné papíry můžeme třídit a uskupovat do zvláštních kategorií podle nejrůznějších kritérií.⁹ Nejvýznamnějším způsobem třídění cenných papírů je bezesporu jejich kategorizace dle formy (na cenné papíry na doručitele, na řad a na jméno¹⁰), jelikož právě forma cenného papíru určuje zásadní právní důsledky, které se jich dotýkají. V první řadě je to určení osoby z cenného papíru oprávněné (majitele cenného papíru) a dále také způsob, jakým může být cenný papír převáděn.¹¹

Obecně, v případě *zaknihovaného cenného papíru* již z podstaty věci odpadá požadavek na existenci hmotného substrátu. Zaknihovaný cenný papír je tak nikoli cenným papírem, ale spíše zaknihovaným právem.¹² Občanský zákoník jej v § 525 odst. 1 definuje následovně: „*je-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nelze-li jej převést jinak než změnou zápisu v této evidenci, jedná se o zaknihovaný cenný papír*“. Přesto ale zaknihované cenné papíry neztrácejí povahu nehmotné věci,¹³ a proto na ně lze v souladu s ustanovením § 525 odst. 2 ObčZ aplikovat všechna ustanovení o cenných papírech, pokud to jejich povaha nevyklučuje. U

⁵ VÍTEK, Jindřich in LAVICKÝ, Petr. *Občanský zákoník I. Obecná část (§ 1-654). Komentář*. 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2014, str. 27.

⁶ Tedy ne ve smyslu § 492 občanského zákoníku.

⁷ Inkorporace neboli také spjatost, spojení. Shodně pojmu užívá např. PAULY, Jan. *Teoretické a legislativní základy cenných papírů*. Praha: Wolters Kluwer, 2016, str. 11.

⁸ Shodně též např. RANDA, Antonín. O cenných papírech, obzvláště o skripturních obligacích. *Právník*, 1889, str. 3.

⁹ Např. podle zastupitelnosti na zastupitelné a nezastupitelné; podle toho, zda se s nimi dá obchodovat, či nikoli, na cenné papíry obchodovatelné a neobchodovatelné; podle toho, zda je lze vydat hromadně na cenné papíry hromadné a individuální; podle toho, zda je s jejich vydáním spojen vznik práva, či nikoli, na cenné papíry konstitutivní a deklaratorní; či podle právní povahy jejich emitenta na cenné papíry veřejné a soukromé.

¹⁰ Ustanovení § 518 odst. 1 občanského zákoníku

¹¹ KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila a JINDŘICH, Vítek. *Právo cenných papírů*. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 43.

¹² NOVOTNÝ, Petr, IVIČÍČOVÁ, Jitka, NOVOTNÁ, ŠTÝSOVÁ, Monika. *Nový občanský zákoník: Principy a základní pojmy*. Grada Publishing, 2014, s. 119. Shodně také Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., občanský zákoník [online]. Sněmovní tisk č. 362/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, 2011, VI. volební období [cit. 1. 6. 2019]. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=6&ct=362&ct1=0>

¹³ Srov. ustanovení § 496 odst. 2 občanského zákoníku.

zaknihovaných cenných papírů také dále odpadá i možnost kategorizace dle formy.¹⁴ Vzhledem k tomu, že forma cenného papíru, jak již bylo vyloženo výše, slouží zejména k určení způsobu převoditelnosti a osoby oprávněné, v případě zaknihovaných cenných papírů zákon stanoví (jeden) zvláštní způsob převodu, a to změnu zápisu v evidenci, ve které je předmětný zaknihovaný cenný papír veden.

Zákon o dluhopisech¹⁵ definuje v § 2 odst. 1 dluhopis jako „*cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu...*“ a v odst. 2 téhož § ještě doplňuje definici o podmínku zastupitelnosti. Aby tedy byl cenný papír dluhopisem, musí splňovat následující podmínky: (i) musí být cenných papírem nebo zaknihovaným cenným papírem ve smyslu občanského zákoníku; (ii) subjektivní právo, které je do něj inkorporováno musí představovat obligační vztah mezi emitentem (jako dlužníkem) a vlastníkem dluhopisu (jako věřitelem), přičemž obsahem takového závazku bude právo vlastníka dluhopisu na splacení jmenovité hodnoty dluhopisu (a standardně také dohodnutého úrokového výnosu);¹⁶ a konečně také (iii) zastupitelnost. Zastupitelnost je vlastnost, která v obecné rovině umožňuje, aby byla jedna věc nahrazena (zastoupena) jinou věcí téhož druhu.¹⁷ Pro případ cenných papírů občanský zákoník stanoví čtyři podmínky zastupitelnosti, které musí být kumulativně splněny, aby se skutečně o zastupitelný cenný papír jednalo – jde tedy o totožnost: druhu cenného papíru, osoby emitenta, formy cenného papíru a práv z nich vznikajících.¹⁸ Český právní řád umožňuje emitentům vydávat cenné papíry pojmenované (tedy s náležitostmi vymezenými zákonem, tvořící jeden druh)¹⁹ a za splnění zákonných podmínek také cenné papíry nepojmenované (tzv.

¹⁴ Toto pravidlo se uplatní pouze obecně. Výjimku z tohoto obecného pravidla představují zaknihované akcie. I když nutno podotknout, že v otázce rozlišování formy u zaknihovaných akcií není odborná literatura ve shodě.

¹⁵ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech (dále jen „**zákon o dluhopisech**“).

¹⁶ V případě některých zvláštních druhů dluhopisů může být předmět závazku mezi emitentem a vlastníkem dluhopisu modifikován. Např. v případě tzv. vyměnitelných dluhopisů dle § 33 odst. 1 zákona o dluhopisech je předmětem tohoto závazku „*právo na jeho výměnu za jiný dluhopis nebo jiné dluhopisy anebo právo na jeho výměnu za akcii nebo akcie téhož emitenta...*“; a tzv. prioritních dluhopisů podle § 33 odst. 2 zákona o dluhopisech, s nimiž je spojeno „*právo na splacení a vyplacení výnosu z dluhopisu, jakož i právo na přednostní upisování akcií, které emitent vydá...*“.

¹⁷ Ustanovení § 499 občanského zákoníku.

¹⁸ Ustanovení § 516 odst. 1 občanského zákoníku.

¹⁹ Pojmenovaným cenným papíry jsou např. v této práci popisované dluhopisy, dále také akcie, směnky, šeky, skladištní listy, náložné listy a mnohé další.

inominátní).²⁰ V případě zaknihovaných cenných papírů je vzhledem k výše řečenému situace podstatně jednodušší, neboť k naplnění požadavku zastupitelnosti zde v úvahu připadá pouze totožnost jejich emitenta a práv, které z nich vznikají.

1.2 Výklad pojmu krytý dluhopis

1.2.1 Obecný výklad pojmu krytý dluhopis

I když se vymezení pojmu *krytý dluhopis* (angl. *Covered bond*; něm. *Pfandbrief*; fr. *Lettre de Gage* nebo *Obligation Foncière*) napříč jednotlivými právními úpravami evropských států může v určitých aspektech lišit,²¹ můžeme jej vždy obecně definovat pomocí jeho základních znaků jako dluhový cenný papír zajištěný vyhrazeným souborem aktiv, jehož emitentem může být pouze určitý okruh subjektů. Bez bližšího analyzování platného práva můžeme z této obecné definice vyčíst výhody, které v porovnání s jinými dluhovými cennými papíry kryté dluhopisy svým vlastníkům (případně potenciálním investorům) přinášejí. Jak už ze samotného názvu těchto cenných papírů vyplývá, jejich specifickým znakem, který je odlišuje od jiných dluhových cenných papírů, je jejich *krytí* (z angl. *cover*), z čehož můžeme čistě sémanticky dovodit přítomnost nějaké formy ochrany, zajištění nebo zabezpečení, která slibuje pokrytí případných rizik spojených s neschopností jejich emitenta dostát svým dluhům z nich vyplývajících, zejm. tedy splatit jmenovitou hodnotu a příslušný úrok. Další nespornou výhodou krytých dluhopisů je, že jejich emitentem nemůže být každý. To, že je způsobilost vydávat kryté dluhopisy omezena jen na některé subjekty, implikuje, že zákonodárce bude klást vyšší nároky na tyto subjekty a zřejmě budou podléhat dozoru nebo dohledu ze strany státu nebo příslušných institucí. Spojením těchto jednotlivých prvků získáme předmět nadprůměrně bezpečné investice, což je činí v očích investorů velice atraktivními. Nahlížíme-li na kryté dluhopisy tentokrát z pohledu jejich emitenta, představují poměrně levný zdroj dlouhodobého financování a dostupnou možnost diverzifikace aktivit na kapitálových trzích.²²

²⁰ Podmínkou k vydání inominátních cenných papírů, v souladu s § 515 občanského zákoníku je, aby taková listina určovala alespoň odkazem na emisní podmínky právo, které je s cenným papírem spojeno, a také údaj o jejich emitentovi.

²¹ Např. v určení osob způsobilých kryté dluhopisy emitovat – některé evropské státy toto oprávnění přiznávají *úvěrovým institucím* bez dalšího (Rakousko, Německo); některé *specializovaným úvěrovým institucím* (Dánsko, Francie); a jiné zase *úvěrovým institucím se zvláštním povolením nebo licenci k vydávání krytých dluhopisů* (Nizozemsko, Slovensko).

²² BUJALANCE, Raquel, FERREIRA, Eva. *An Analysis of the European Covered Bond Market*. Research Paper UIB Congres, s. 4 [online]. [cit. 8. 7. 2019]. Dostupné z: http://www.uibcongres.org/imgdb/archivo_dpo3674.pdf

Kryté dluhopisy lze také klasifikovat z pohledu ustanovení § 3 zákona o podnikání na kapitálovém trhu²³ jako investiční nástroje, přesněji jako investiční cenné papíry. Aby se jednalo o investiční cenný papír, zákon o podnikání na kapitálovém trhu v ustanovení § 3 odst. 2 stanoví podmínku tzv. obchodovatelnosti. Pokud je naplněn požadavek zastupitelnosti a převoditelnosti („za převoditelné cenné papíry jsou považovány cenné papíry na doručitele a cenné papíry na řad“²⁴), jsou tyto cenné papíry způsobilé být kdykoli předmětem transakcí na kapitálovém trhu, a jsou tedy obchodovatelné. Z podstaty věci tak ne všechny cenné papíry jsou investičními cennými papíry.

1.2.2 Původ (nejen) pojmu krytý dluhopis

První dluhové cenné papíry, které se svými vlastnostmi blížily dnešním krytým dluhopisům, byly vydány již v roce 1769 v Prusku²⁵ pod názvem *Pfandbriefe*,²⁶ a to za účelem zajištění peněžních prostředků aristokratům, v té době finančně zdevastovaných Sedmiletou válkou. Pruské vlada proto dala vzniknout zvláštním společenstvím vlastníkům rytířských statků nazvaným *Landschaften* (možno přeložit jako *zemstva*), která vydávala cenné papíry solidárně zajištěné (kryté) nemovitými statky ve vlastnictví členů jednotlivých zemstev.²⁷ Tyto cenné papíry byly vydávány ve formě na doručitele a byl s nimi spojen úrokový výnos ve výši (zpravidla) 4-5 %.²⁸ Jelikož se tento koncept jako způsob financování osvědčil, začaly se kryté dluhopisy záhy rozšiřovat do ostatních evropských států, zejm. Dánska (1795), Polska (1825) a Francie (1852).²⁹ První institucí, která vydala obdobu krytých dluhopisů na českém území, byla Hypoteční banka království Českého, která zahájila svoji činnost v lednu roku 1865. O něco později vznikla např. také Hypoteční banka Markrabství moravského v Brně nebo Slezský

²³ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen „zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

²⁴ HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ Daniela. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, str. 52.

²⁵ POHL, Manfred. *Handbook on the History of European Banks*, Edward Elgar Publishing, 1994, str. 403.

²⁶ Označení *Pfandbrief*, plur. *Pfandbriefe* (v překladu *zástavní list*) se užívá dodnes, a to pro kryté dluhopisy emitované podle německého zákona o zástavních listech z roku 2005 (o těchto bude pojednáno v části čtvrté této práce). Dlouholetá tradice je jedním z důvodů, proč německý trh s krytými dluhopisy patří dnes mezi ty největší.

²⁷ MOBIUS, Mark. *Bonds: An Introduction to the Core Concepts*, John Wiley & Sons, 2012, str. 60.

²⁸ QUIRK, Patrick. Cover Me: The Economy Is on Fire (The Gergman Pfandbrief). *German Law Journal*. 2010, roč. 11, č. 12, str. 1328.

²⁹ European Covered Bond Council: *ECBC European Covered Bond Fact Book 2018*, [online] 13. vydání. The European Covered Bond Council, 2018, str. 132 [cit. 16. 7. 2019]. Dostupý z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf> (Pro účely této práce bude o orgánu *European Covered Bond Council* hovořeno v textu také jako o Evropské radě pro kryté dluhopisy, případně na ni odkazováno zkratkou „ECBC“.)

pozemkový ústav v Opavě³⁰, krátce poté také Česká společnost pro úvěr hypoteční, která měla již ke konci roku 1873 v oběhu zástavní listy v objemu 1,052 zlatých (pro srovnání: o deset let později byl tento objem téměř sedminásobný).³¹ S postupem času a s měnicími se potřebami společnosti se začaly cenné papíry tohoto typu využívat spíše k financování nemovitostí, a to jak obytných, tak komerčních.³²

Již ke konci 19. století měla většina evropských zemí zavedený systém nějaké formy úpravy a regulace krytých dluhopisů. Až do 90. let 20. století byly však tyto instrumenty obchodovány téměř výlučně na (svých) domácích trzích, a to za minimální participace zahraničních investorů.³³ K jejich internacionalizaci přispělo velkou mírou zavedení eura v roce 1996. Následný pokles úrokových sazeb tento trend ještě více podpořil.³⁴

První povolení k vydávání hypotečních zástavních listů³⁵ udělila Česká národní banka v roce 1996 Českomoravské hypoteční bance, a.s. (dnes existující pod názvem Hypoteční banka, a.s.). První emisi hypotečních zástavních listů Česká národní banka emitovala ještě na podzim téhož roku.

1.2.3 Kryté dluhopisy v českém právním řádu

Pojem *krytý dluhopis* do českého právního řádu v pravém slova smyslu přinesla až letošní novela zákona o dluhopisech,³⁶ která zavedla nejen nové pojmosloví některých institutů v českém právu dříve existujících,³⁷ ale také představila instituty pro české právo zcela nové.³⁸ Podstatné je, že díky novele zákona o dluhopisech české právo s tímto pojmem již nenakládá jako s pouhým

³⁰ PAVELKA, František. Hypotéky v ČR – trocha praktické teorie. *Finance a úvěr*, roč. 1996, č. 9 [online] Ministerstvo Financí, 1996, str. 539 [cit. 20. 7. 2019]. Dostupný z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2705_199609th.pdf

³¹ HORÁK, Josef. *Přehled vývoje českých obchodních bank*, Nákladem Literárního Výboru Obchodnického Spolku Merkur, 1913, str. 75.

³² POHL [op. cit. sub 25] str. 404.

³³ GOLIN, Jonathan. *Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*. Euromoney Institutional Investor PLC, 2006, str. 1.

³⁴ *Ibid.*

³⁵ Podle ustanovení § 14 odst. 3 zákona č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění účinném od 1. 7. 1995 do 31. 12. 2000 ve spojení s ustanovením § 1 odst. 4 zákona č. 21/1992, o bankách, ve znění účinném od 1. 7. 30. 6. 1996, mohla hypoteční zástavní listy emitovat pouze banka k tomu výslovně oprávněna v bankovní licenci jí udělené Českou národní bankou.

³⁶ Zákon č. 307/2018 Sb., ze dne 4. prosince 2018, kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony (dále jen „**novela zákona o dluhopisech**“).

³⁷ Např. opouští se pojem řádného a náhradního krytí. Namísto nich dále pracuje s pojmy jako krycí aktivum, krycí portfolio, krytý blok.

³⁸ Např. Krytý blok jako soubor majetku a dluhů.

odkazem na příslušné předpisy evropského práva, ale dále jej novou právní úpravou rozvádí a představuje jako plnohodnotný institut. Před účinností novely zákona o dluhopisech bylo totiž možné se s tímto pojmem setkat pouze v zákoně o ozdravných postupech a řešení krize na kapitálovém trhu³⁹, ve znění účinném do 3. ledna 2019, který jej ve svém § 2 odst. 2 písm. e) definoval jako „*dluhopis splňující podmínky podle §17 odst. 2 písm. c) nařízení vlády č. 243/2013*“, ⁴⁰ tedy zjednodušeně řečeno, jako dluhopis vydaný způsobilým emitentem a krytý určitým druhem majetku určité kvality.

Nutno však podotknout, že i když se jedná o institut nový, kryté dluhopisy (v užším smyslu) v českém právu *de facto* existovaly již dříve, a to jako *hypoteční zástavní listy*.⁴¹ Tomu, že byly hypoteční zástavní listy vydané podle zákona o dluhopisech ve znění před novelou zákona o dluhopisech z pohledu evropského práva považovány za kryté dluhopisy, svědčí hned několik skutečností. Kromě již zmíněného odkazu v zákoně o ozdravných postupech a řešení krize na kapitálovém trhu je to také fakt, že české hypoteční zástavní listy byly zařazeny na seznam krytých dluhopisů a jejich emitentů,⁴² sestavený a zveřejněný Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (z angl. *European Securities and Market Authority*, dále jen „**ESMA**“) v souladu s článkem 52 odst. 4 směrnice UCITS. Vzhledem k zásadnímu významu hypotečních zástavních listů s nimi zákon o dluhopisech samozřejmě počítá i nadále, nicméně jejich právní úprava prošla výraznými změnami. Jako důsledek novely zákona o dluhopisech jsou hypoteční zástavní listy dále pojímány jen jako subkategorie krytých dluhopisů, což má dle zákonodárce⁴³ postavit najisto skutečnost, že krycími aktivy již nemusí být pouze pohledávky z hypotečních úvěrů nebo části těchto pohledávek, ale i jiná aktiva. Pod pojem krytý dluhopis tak nyní můžeme podřadit nejen

³⁹ Zákon č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech a řešení krize na kapitálovém trhu (dále jen „**zákon o ozdravných postupech a řešení krize na kapitálovém trhu**“).

⁴⁰ Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování, které implementuje Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (dále jen „**směrnice o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování**“ nebo také „**směrnice UCITS**“).

⁴¹ Srovnání hypotečních zástavních listů vydaných před novelou zákona o dluhopisech a soudobých krytých dluhopisů bude uvedeno dále v této práci, konkrétně v části třetí.

⁴² European Securities and Market Authority: *List of categories of covered bonds and issuers of covered bonds*, 2014 [online]. European Securities and Market Authority [cit. 21. 7. 2019]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/consolidated_document_update_march_2014.pdf

⁴³ Důvodová zpráva k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění zákona č. 183/2017 Sb., a další související zákony [online]. Sněmovní tisk č. 93/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, 2017, VIII. volební období, [cit. 21. 7. 2019]. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8 &CT=93&CT1=0>. Na str. 3 k tomuto uvádí: „*Návrh zákona v zásadě zcela nahrazuje stávající úpravu hypotečních zástavních listů novou úpravou tzv. krytých dluhopisů, což je širší pojem než hypoteční zástavní listy... Nově se navrhuje označení „krytý dluhopis“, aby se zohlednilo, že krycími aktivy nemusí být jen hypoteční úvěry, ale například i dluhy veřejnoprávních subjektů...“*.

hypoteční zástavní listy, ale i veřejnoprávní zástavní listy a smíšené zástavní listy,⁴⁴ přičemž výlučným rozlišovacím kritériem mezi těmito jednotlivými druhy krytých dluhopisů je právě složení jejich krycího portfolia.⁴⁵

Zákon o dluhopisech definuje v § 28 krytý dluhopis jako „*dluhopis nebo obdobný cenný papír představující právo na splacení dlužné částky vydávaný podle práva cizího státu, jehož emitentem je banka a který k datu emise splňuje požadavky podle §28a odst. 1 a 2*“. Emitent má tedy možnost vydat kryté dluhopisy nejen podle českého práva, ale i podle práva cizího státu za podmínky, že bude cenný papír podle této zahraniční právní úpravy svou povahou v základních rysech srovnatelný s dluhopisem tak, jak jej pojímá české právo. Ve většině takových případů půjde např. o právo anglické, německé, či jiné, a to zejména takové, s nímž mají zahraniční investoři již zkušenosti, případně je pro ně snáze pochopitelné.⁴⁶ Co se týče osoby možného emitenta, zákon o dluhopisech explicitně stanoví, že entitou způsobilou emitovat kryté dluhopisy je v České republice pouze banka. Není však třeba, aby zde banka žádala o další formu povolení či autorizace, jako je tomu v některých evropských státech – k vydávání krytých dluhopisů jí postačí standardní bankovní licence udělená Českou národní bankou v souladu s příslušnými ustanoveními zákona o bankách.

Kromě požadavku na osobu emitenta tedy zákon o dluhopisech v podstatě vyžaduje jen splnění zákonných požadavků na kvalitu a kvantitu složení krycího portfolia.⁴⁷ Krycí portfolio představuje soubor věcí, které musí být nejen v případě úpadku emitenta schopné krýt dluhy z krytých dluhopisů. Regulace pravidel pro složení a fungování krycího portfolia je klíčovým prvkem celé koncepce krytých dluhopisů, proto k němu zákonodárce přistupuje tak, že taxativně vycítá druhy aktiv,⁴⁸ která mohou emitenti vložit do krycích portfolií, resp. které věci jsou způsobilé stát se plnohodnotným krycím aktivem⁴⁹ v pravém slova smyslu. Druhým požadavkem, kvantitativním, je stanovení minimálního poměru souhrnné hodnoty krycího portfolia a souhrnné hodnoty jím krytých dluhů⁵⁰. Cílem tohoto přístupu regulace je zajistit, aby

⁴⁴ Ustanovení § 28 odst. 2 zákona o dluhopisech.

⁴⁵ Viz ustanovení § 28b zákona o dluhopisech.

⁴⁶ Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43], str. 5.

⁴⁷ Problematika plnění zákonných požadavků na krytí bude dále podrobněji vyložena v části třetí této práce.

⁴⁸ Ustanovení § 31 ve spojení s ustanovením § 30a zákona o dluhopisech.

⁴⁹ Způsobilé aktivum, popř. věc se stává krycím aktivem až zápisem do rejstříku krycích aktiv.

⁵⁰ Viz ustanovení § 28a odst. 2 zákona o dluhopisech.

emitenti nashromáždili do krycích portfolií dostatečný objem náhradních hodnot, z kterých se v případě úpadku emitenta budou moci vlastníci krytých dluhopisů uspokojit.

Významným rozdílem mezi krytými dluhopisy a jinými dluhovými cennými papíry (ať už vydanými tímž emitentem či nikoli) je, že vlastníkům krytých dluhopisů (a pouze jim) náleží zvláštní právo přednosti (angl. *priority claim*) na uspokojení z krycího portfolia, které jejich dluhopisy kryje.⁵¹ Jednotlivá aktiva zařazená do krycího portfolia zůstávají ve vlastnictví emitenta, ale v jeho rozvaze se tzv. vyhradí (z angl. *ring-fencing of assets*)⁵² a jejich užití je možné jen pro určitý stanovený účel, v tomto případě uspokojení nároků vlastníků krytých dluhopisů. Pro případ úpadku emitenta mají vlastníci krytých dluhopisů také právo postihu vůči ostatnímu majetku emitenta – v tomto případě již nemají postavení prioritního věřitele, ale věřitele nezajištěného, a navíc jsou v rovnocenném postavení (*pari passu*) spolu s ostatními věřiteli upadnuvšího emitenta. Vlastníci krytých dluhopisů tak mají k dispozici několikvrstvou ochranu, kterou odborná literatura nazývá jako právo dvojího postihu (z angl. *dual-recourse mechanism*).⁵³ Právo dvojího postihu vlastníci krytých dluhopisů neztrácí ani v případě zahájení insolvenčního řízení ani prohlášení úpadku nebo konkurzu na emitenta, jelikož díky novele zákona o dluhopisech došlo ke změně znění, pro fungování krytých dluhopisů zásadního, ustanovení § 375 insolvenčního zákona⁵⁴, které staví najisto, že krycí portfolio, které emitent krytých dluhopisů vytvořil, není součástí majetkové podstaty emitenta jako dlužníka.⁵⁵ Logickým výkladem lze dovodit, že se součástí majetkové podstaty nestávají ani jednotlivá krycí aktiva, která krycí portfolio tvoří. Důvodem takto regulatorně nastavené zvýšené ochrany investorů je

⁵¹ Přednostní právo postihu se vztahuje právě na to konkrétní krycí portfolio, které emitent vytvořil ke krytí konkrétně určené emise dluhopisů. Nutno zohlednit skutečnost, že emitent může v rámci aktuálně platné a účinné právní úpravy vytvořit i více krycích portfolií. Srov. také ustanovení § 30c odst. 2 zákona o dluhopisech.

⁵² Ring-fencing aktiv představuje v podstatě pomyslnou bariéru, která odděluje část nebo části majetku emitenta od jeho zbylého majetku.

⁵³ Viz. např. MANTYSAARI, Petri. *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law*. Wiesbaden: Springer, 2010, str. 358., shodně také FABOZZI, Frank J. *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 7. vydání. Oxford University Press, 2016, str. 446.

⁵⁴ Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon) (dále jen „**insolvenční zákon**“).

⁵⁵ Tento právní konstrukt bývá v literatuře zpravidla označován jako tzv. *bankruptcy remoteness*. Viz např. Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43], str. 5, stejně tak KOTHARI, Vinod. *Securitization – The Financial Instrument of the Future*, 1. vydání, Wiley, 2006, str. 357. Naopak GOLIN, Jonathan [op. cit. sub 33] str. 33, zastává názor, že je třeba odlišovat mezi pojmy *bankruptcy-remoteness* a *bankruptcy segregation* s tím, že *bankruptcy remoteness* spíše označuje stav, kdy je dceřiná entita oddělena od mateřské společnosti takovým způsobem, že se jí úpadek mateřské společnosti nemůže nijak dotknout. Pod pojmem *bankruptcy segregation* je třeba rozumět stav, kdy jsou určitá aktiva oddělena od zbylého majetku emitenta a jsou tímto chráněna před nároky běžných věřitelů dlužníka. Ve světle české právní úpravy tedy, dle mého názoru, skutečně hovoříme spíše o tzv. *bankruptcy segregation*. Srov. viz také ustanovení § 375 odst. 1 insolvenčního zákona.

záměr zákonodárce podnítit investice do krytých dluhopisů. Nejasnost rozsahu ochrany krycích aktiv pro případ úpadku emitenta byl do novely zákona o dluhopisech jedním z nejzásadnějších nedostatků české právní úpravy.

1.3 Negativní vymezení krytých dluhopisů

1.3.1 Kryté dluhopisy rovná se zajištěné dluhopisy?

Vzhledem k tomu, co již bylo o krytých dluhopisech řečeno, přichází právem na řadu otázka, zda krycí mechanismus nefunguje v důsledku stejně jako standardní zajištění. Není tomu tak, a to hned z několika důvodů. Zaprvé, hlavní rozdíl spočívá především v již zmíněném právu dvojího postihu, které vlastníci krytých dluhopisů vůči jejich emitentovi mají. V případě dluhopisu zajištěného některým ze způsobů podle občanského zákoníku (nejčastěji jím bude např. zástavní právo podle ustanovení § 1309 an. a finanční záruka podle ustanovení § 2029 an.) je právo vlastníka dluhopisu jako věřitele jasně vymezeno zákonem podle konkrétního zvoleného způsobu zajištění s tím, že bližší informace o zajištění dané emise a jeho podmínky budou obsahovat příslušné emisní podmínky. V žádném z těchto případů však zákon nestanoví tak širokou ochranu vlastníků dluhopisů jako v případě krytých dluhopisů. Za druhé, v případě krytých dluhopisů má emitent povinnost nahradit „slabá“ nebo nevykonná aktiva v krycím portfoliu tak, aby portfolio neustále splňovalo požadavky kvantity i kvality. Povinnost přiměřeně doplnit zajištění však má i emitent zajištěných dluhopisů (případně osoba poskytující zajištění) v případě že se stane nedostatečným.⁵⁶ Ale nejsou na něj kladeny stejné nároky⁵⁷ a nepodléhá přitom veřejnoprávnímu dohledu (ze strany České národní banky), jako je tomu v případě emitenta krytých dluhopisů.

1.3.2 Rozdíl mezi tzv. *asset-backed securities* a krytými dluhopisy

Vzhledem k výše uvedenému je také třeba krátce vymežit rozdíl mezi krytými dluhopisy a tzv. *asset-backed securities* (možno přeložit jako *cenné papíry zajištěné aktivy*)⁵⁸. *Asset-backed securities* jsou dluhové cenné papíry vzniklé jako výsledek procesu zvaného *sekuritizace*. Při sekuritizaci dochází k přeměně souboru nelikvidních aktiv (existujících nebo budoucích

⁵⁶ Viz ustanovení § 2017 odst. 1 občanského zákoníku.

⁵⁷ Např. periodické provádění příslušných výpočtů a reporting.

⁵⁸ Dále bude v textu namísto českého překladu užíváno ustáleného výrazu *asset-backed securities*.

pohledávek⁵⁹), generujících budoucí výnosy, na prodejné (likvidnější) cenné papíry.⁶⁰ Celý proces je založen na tom, že tyto pohledávky odkupuje specializovaná právnická osoba vytvořená čistě za účelem sekuritizace, tzv. SPV (z angl. *Special Purpose Vehicle*), která následně emituje asset-backed securities a prodává je investorům. Peněžní toky generované těmito pohledávkami slouží ke splácení asset-backed securities vydaných na jejich základě. Převodem pohledávek na SPV tyto pohledávky zmizí z rozvahy jejich původního vlastníka⁶¹ a dojde k „*oddělení rizika sekuritizovaných aktiv od rizika jejich původního vlastníka, přičemž prostředky získané prodejem cenných papírů putují k původnímu vlastníku pohledávek*“.⁶² Asset-backed securities jsou tedy cennými papíry, jejichž hodnota a výnosnost je odvozena od podkladových aktiv, kterými jsou zároveň kryty. Seskupená aktiva jsou v tomto případě zásadně statická, naopak krycí portfolia krytých dluhopisů jsou dynamická – emitent má možnost v čase ovlivnit složení krycího portfolia např. tím, že některá do krycího portfolia přidá, jiná vyjme, nebo nahradí.

Jak asset-backed securities, tak kryté dluhopisy představují jedny z nejefektivnějších způsobů dlouhodobého financování, kterých mohou finanční instituce využít. I když mají asset-backed securities a kryté dluhopisy již na první pohled mnoho společného, je nutné vymezit určité rozdíly, které je činí diametrálně odlišnými instrumenty. Jak již bylo řečeno výše, v případě emise asset-backed securities dochází k převodu aktiv na SPV. U krytých dluhopisů k žádnému takovému převodu nedochází⁶³ a veškerá krycí aktiva zůstávají v rozvaze jejich emitenta, kde jsou separátně identifikována jako krycí aktiva a vyhrazena (z angl. *ring-fenced*) k uspokojení nároků vlastníků těchto krytých dluhopisů. S tím také souvisí další výrazný rozdíl, a to jsou prostředky k uspokojení nároků vlastníků asset-backed securities a krytých dluhopisů v případě emitentova úpadku. V případě krytých dluhopisů mají jejich vlastníci právo na uspokojení jednak z krycího portfolia, jímž jsou jejich dluhopisy kryty, a navíc mají také právo postihu vůči majetku jejich emitenta (tzv. *dual recourse* neboli právo dvojího postihu), což je unikátním a zároveň klíčovým prvkem jejich právní úpravy. Naopak asset-backed securities právo dvojího postihu

⁵⁹ Vhodnými pohledávkami k sekuritizaci mohou být např. pohledávky ze spotřebitelských úvěrů a hypotečních úvěrů, kreditních karet, pohledávky vzniklé z úvěrů na osobní automobily, ale i pohledávky ze studentských úvěrů, leasingových smluv na zařízení a letadla.

⁶⁰ FABOZZI, Frank J., BHATTACHARYA, Anand K. *Asset-Backed Securities*, 1. vydání, Wiley, 1996, str. 141.

⁶¹ WOOD, Philip. *Law and Practice of International Finance*. Londýn: Sweet & Maxwell, 2008, str. 195-196.

⁶² BAŘINOVÁ, Dagmar, VOŽŇÁKOVÁ, Iveta. *Pohledávky právně daňově účetně*. Grada, 2007, str. 38.

⁶³ Považujeme-li za standard integrovaný model způsobu emitování krytých dluhopisů, tak jako většina evropských jurisdikcí. O tomto bude dále pojednáno v části druhé této práce.

svým vlastníkům neposkytují. Zejména díky tomu, že SPV, které asset-backed securities emituje, nemá kromě podkladových aktiv a z nich plynoucích výnosů žádný jiný majetek.

Pokud si proces uspokojování nároků rozdělíme na dvě pomyslná stádia, v prvním, tedy při uspokojování z vyčleněných aktiv, mají ale vlastníci krytých dluhopisů a vlastníci asset-backed securities fakticky stejné postavení. Pro oba typy vlastníků je zde vyčleněn určitý majetek, ke kterému mají prioritní právo. Druhého stádia se vlastníci asset-backed securities „neúčastní“, jelikož, jak bylo vysvětleno výše, SPV po vyprázdnění aktiv v první fázi již nemá žádný majetek, který by mohl být postihnut. Vzhledem k tomu, že emitentem krytých dluhopisů může být (například jednotlivými evropskými úpravami) jen regulovaný subjekt (banka nebo obecně úvěrová instituce), pravděpodobnost, že mimo vyhrazené krycí portfolio (ať už jedno či několik) nebude mít žádný jiný majetek, včetně například rezervních a jiných fondů a podobně, je mizivá.

Další rozdíly budou záviset zejména na konkrétním typu užitých podkladových a krycích aktiv. Pro krycí aktiva zahrnutá do krycího portfolia krytých dluhopisů drtivá většina evropských států ve svých právních normách obsahuje buď výčet způsobilých krycích aktiv anebo alespoň stanoví kvalitativní či kvantitativní podmínky, které musí blíže neurčené krycí aktivum splňovat.

1.3.3 Seniorní nezajištěné dluhopisy

Jak z názvu vyplývá, v případě, že emitent dluhopisů nevyčlenil žádná aktiva a nezajistil žádné náhradní hodnoty, které by pro případ jeho úpadku nebo při jeho neschopnosti dostát svým závazkům mohly posloužit vlastníkům dluhopisů k jejich uspokojení, jedná se o dluhopisy nezajištěné. Na základě některých smluvních ujednání lze dosáhnout toho, aby byli vlastníci dluhopisů nadáni prioritním právem na uspokojení svých pohledávek. Takto smluvně vytvořená nadřazenost jiným dluhům emitenta dluhopisů se nazývá seniorita. Na rozdíl od asset-backed securities, které představují nárok jejich vlastníků vůči vyčleněným krycím aktivům, seniorní nezajištěné dluhopisy zakládají svým vlastníkům nárok vůči jejich emitentovi. Kryté dluhopisy díky právu dvojího postihu stojí na jejich pomezí.

1.4 Trh krytých dluhopisů

Co do objemu emisí a krytých dluhopisů v oběhu, je tento segment evropského kapitálového trhu jedním z nejvýznamnějších. K prosinci 2018 byly v oběhu kryté dluhopisy

vydané institucemi ze zemí Evropské unie v objemu přesahujícím 2,5 bilionů eur.⁶⁴ Srovnání s předchozími roky a vývoj objemu trhu zobrazuje Obrázek 1 níže. Trh krytých dluhopisů je v rámci Evropské unie tvořen přesně 325 emitenty, kteří mají v součtu založeno 439 dluhopisových programů.⁶⁵ Dle statistických údajů Evropského parlamentu tento objem představuje více než 80 % světového trhu s krytými dluhopisy.⁶⁶

Obrázek 1: Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí v Evropské unii

Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí (EU)		
Rok	Objem nesplacených krytých dluhopisů (v milionech EUR)	Objem emitovaných krytých dluhopisů (v milionech EUR)
2009	2 392 589	530 562
2012	2 812 442	708 034
2015	2 499 031	539 863
2018	2 576 909	500 092

Zdroj: Vlastní zpracování statistických údajů Evropské komise pro kryté dluhopisy⁶⁷

Česká republika, respektive čeští emitenti krytých dluhopisů, tvoří pouze zlomek z celkového uvedeného objemu trhu, jak pro srovnání zobrazuje Obrázek 2 níže. V případě České republiky je však počet emitentů stabilní po celé sledované období, tedy celkem 8 emitentů.⁶⁸ Veškerý nárůst v objemu krytých dluhopisů lze tedy přičítat jejich zvýšené aktivitě, nikoli nárůstu počtu emitentů. Lze se také domnívat, že se v důsledku změny legislativy v několika příštích letech zvýší poptávka po krytých dluhopisech, zejména ze strany zahraničních investorů.⁶⁹

⁶⁴ European Covered Bond Council: *ECBC European Covered Bond Fact Book 2019*, [online] 14. vydání. The European Covered Bond Council, 2019, str. 600 [cit. 7. 8. 2019]. Dostupný z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/08/ECBC-Fact-Book-2019-web-version.pdf>

⁶⁵ *Ibid.*

⁶⁶ Evropský parlament. *Legislative Train Schedule* [online]. Evropský parlament, ©2019. [cit. 7. 8. 2019]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-internal-market-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-covered-bonds-issue-and-supervision>.

⁶⁷ Evropská rada pro kryté dluhopisy [op. cit. sub 64], str. 600.

⁶⁸ Evropská rada pro kryté dluhopisy [op. cit. sub 64], str. 606.

⁶⁹ Jednotlivé faktory ovlivňující trh s krytými dluhopisy však, z podstaty věci, nelze chápat izolovaně. Kromě změny legislativy zde hrají roli i jiné faktory. Toto tvrzení vychází zejména z analýzy provedených legislativních změn, které českou právní úpravu posouvají směrem k západnímu (evropskému) standardu.

Obrázek 2: Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí v České republice

Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí (ČR)		
Rok	Objem nesplacených krytých dluhopisů (v milionech EUR)	Objem emitovaných krytých dluhopisů (v milionech EUR)
2009	8 179	738
2012	9 056	1 309
2015	11 656	2 729
2018	13 757	2 573

Zdroj: Vlastní zpracování statistických údajů Evropské komise pro kryté dluhopisy⁷⁰

Co tedy motivuje investory k nákupu krytých dluhopisů a emitenty k jejich vydávání? Kromě výše uvedených empirických důkazů o atraktivitě krytých dluhopisů, je třeba krátce shrnout, co se za takovými výsledky skrývá.

Z pohledu emitenta jsou kryté dluhopisy výbornými nástroji pro diverzifikaci jeho investorské báze, což je obzvlášť významné během období zvýšené volatility trhu, kdy ceny obchodovaných nástrojů kolísají. Vyšší stabilitu prokázaly kryté dluhopisy také v době finanční krize, což je jeden z důvodů, proč byly uznány za aktiva, jejichž držení se může kvalifikovat na preferenční regulační zacházení.⁷¹ Regulované kryté dluhopisy, tedy ty, jejichž režim je stanoven přímo zákonem, jsou, na rozdíl od jiných neregulovaných strukturovaných produktů, v zásadě levnějším zdrojem finančních prostředků. A to zejména díky nižší rizikovosti, vysoké likviditě, regulaci emitentů a veřejnoprávnímu dohledu nad nimi. „*Nicméně, další náklady, které mohou zvýšit celkovou nákladnost emisí krytých dluhopisů, mohou být zapříčiněny požadavky nových ratingových metodik, díky nimž budou emitenti nuceni přidat dodatečná krycí aktiva do krycích portfolií, aby si udrželi nejlepší rating.*“⁷² Obdržení vysokého ratingu je pro kryté dluhopisy typické, standardně jsou klasifikovány mezi úrovní AA – AAA.⁷³ Získání nejvyššího možného hodnocení, tedy AAA, je pravděpodobnější v případě vydávání krytých dluhopisů podle tzv. odděleného modelu,⁷⁴ nebo v případě, že je legislativou zaručeno automatické oddělení krycího

⁷⁰ Evropská rada pro kryté dluhopisy [op. cit. sub 64], str. 606.

⁷¹ MIŠŮR, Peter. Směrem k celoevropskému rámci pro kryté dluhopisy. *Obchodněprávní revue*. 2017, č. 10, roč. 9, str. 298.

⁷² Thomson Reuters. Practical Law Finance. *Covered Bonds* [online]. Thomson Reuters, ©2019. [cit. 20. 8. 2019]. Dostupné z: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-385-0864>.

⁷³ Toto tvrzení je založeno na statistických údajích třech nejvýznamnějších ratingových agentur, Standard & Poor's, Moody's a Fitch Group.

⁷⁴ O různých způsobech vydávání a strukturování krytých dluhopisů bude dále pojednáno v části druhé této práce.

portfolia od emitenta. Podle této logiky by měl rating tedy odrážet především kvalitu krycího portfolia a úvěrové hodnocení emitenta spíše upozadovat. Nicméně, vzhledem k tomu, že pojmovým znakem krytých dluhopisů je možnost práva dvojího postihu, je nutné přihlížet i k ratingu samotného emitenta, což ostatně vyplývá také z metodik ratingových agentur, které již od roku 2009 přikládají ratingu emitentů vyšší důležitost. Dále, i přes to, že se tato práce blíže nezabývá pravidly regulace úvěrových institucí, je více než vhodné do výčtu těchto výhod zařadit také preferenční klasifikaci krytých dluhopisů z pohledu pravidel pro kapitálovou přiměřenost bank, tvorbu rezerv a postupů pro řešení krize na kapitálovém trhu.

Kromě již zmiňované vícevrstvé ochrany investorů, kryté dluhopisy činí v očích atraktivní také vysoké ratingové hodnocení a zpravidla vyšší úrokový výnos. Investorská báze je v případě krytých dluhopisů výrazně odlišná od jiných investičních nástrojů, zejm. zde srovnávaných asset-backed securities a seniorních nepodřízených dluhopisů, jelikož banky a úvěrové instituce obecně, společně s centrálními bankami tvoří zhruba 70-75 % investorů, zbytek tradičně tvoří fondy, ať už fondy penzijní či důchodové⁷⁵ V posledních letech ale můžeme pozorovat zajímavý trend, a to postupné snižování podílu investorské báze, který tvoří fondy, a naopak zvyšování podílu investic centrálních bank.⁷⁶

1.5 Přehled pramenů platné právní úpravy

Na rozdíl od některých evropských států⁷⁷ je výčet pramenů české právní úpravy krytých dluhopisů poměrně stručný. Tvoří jej především následujícími předpisy:

- zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; a
- vyhláška České národní banky č. 2/2019, ze dne 21. 12. 2018, o evidenci krytých bloků.

Z dotčených předpisů, které je však nutno vzhledem k jejich významu také zahrnout do regulatorního rámce krytých dluhopisů, je třeba zmínit zejm.:

- zákon č. 21/1992 Sb., o bankách;

⁷⁵ CRABB, John. PRIMER: covered bonds. *International Financial Law Review*, [online] 2018 [cit. 8. 8. 2019]. Dostupný z: <https://www.iflr.com/Article/3840529/PRIMER-covered-bonds.html>

⁷⁶ MIŠŮR [op. cit. sub 71] str. 305.

⁷⁷ Např. srov. BELGIE: právní rámec úpravy zde čítá, bereme-li v potaz předpisy zabývající se pouze krytými dluhopisy a aspekty s nimi úzce souvisejícími, nikoli předpisy dotčené jen okrajově: 3 zákony, 2 královské výnosy a několik nařízeních Národní banky Belgie. Pro srovnání, stejným měřítkem se klíčová česká právní úprava sestává pouze ze 2 legislativních aktů, a to zákona o dluhopisech a vyhlášky o evidenci krytých bloků.

- zákon č. 192/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon); a
- zákon č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech a řešení krize na finančním trhu.

K podání komplexního přehledu relevantních pramenů právní úpravy nesmí být opomenuty ani prameny evropského práva. O těchto však bude dále podrobněji pojednáno v následující části této práce.

2 Evropský rámec právní úpravy krytých dluhopisů

Ač mohou být kryté dluhopisy vnímány, a to zejména investory, jako generické investiční nástroje, nelze říci, že existuje jeden univerzální model, který by byl plošně užíván napříč evropskými jurisdikcemi. Každá z těchto jurisdikcí má možnost, do určité míry, zaujmout vlastní postoj k regulaci konkrétních dílčích záležitostí spojených s krytými dluhopisy. Regulace ze strany Evropské unie totiž funguje jako rámcová – stanoví pouze mantinely, v kterých se členské státy mohou při tvorbě národních pravidel pohybovat. Obecně tedy není cílem evropské regulace úprava jednotlivostí, ale spíše podchycení prvků krytých dluhopisů, které je třeba regulovat jednotně, jelikož jsou pro tyto instrumenty a jejich emitenty klíčové, stejně tak jako pro celkové fungování evropského trhu s krytými dluhopisy. Rok 2019 není významný jen z důvodu přijetí dlouho očekávané novely zákona o dluhopisech. Na evropské úrovni právní úpravy krytých dluhopisů došlo k mnohým, v mnoha ohledech přelomovým, změnám.

2.1 Regulované a neregulované kryté dluhopisy

Odborná literatura⁷⁸ v kontextu evropského trhu hovoří o *regulovaných a neregulovaných* (strukturovaných) krytých dluhopisech. V současné době je v některých evropských zemích možná současná existence jak regulovaných, tak neregulovaných krytých dluhopisů.⁷⁹ Možnost vydávat neregulované kryté dluhopisy často v těchto zemích plyne z tradice, která byla později doplněna o paralelní úpravu regulovanou, nebo jí byla zcela nahrazena, a to zejména v souvislosti s evropskou integrací. Zjednodušeně řečeno, klasifikace krytých dluhopisů na regulované a neregulované odpovídá tomu, zda jsou takové kryté dluhopisy plně v souladu s rámcem nastaveným Evropskou unií, či nikoliv.

2.1.1 Regulované kryté dluhopisy: integrovaný versus oddělený model

Úvodem je nutno vymezit fungování základních modelů, podle nichž může být vydávání krytých dluhopisů nastaveno. Od těchto modelů se pak dále odvíjí jednak systematika evropské regulace, ale především také konkrétní aspekty národních právních úprav, které musí přijetím příslušných regulatorních kroků reagovat na potřebu upravit jednotlivé otázky v závislosti na zvoleném modelu.

⁷⁸ Viz např. FABOZZI, Frank J. *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 7. vydání. Oxford University Press, 2016, str. 459.

⁷⁹ Např. Spojené království, Nizozemí a Francie.

Obecně existují dva odlišné modely při vydávání krytých dluhopisů. Prvním, je tzv. integrovaný model (z angl. *integrated model*). Podstata integrovaného modelu spočívá v tom, že kryté dluhopisy vydává přímo banka vlastníci krycí aktiva (buď samostatně stojící nebo uskupená do krycích portfolií) se tedy nepřesouvají na separátní entitu, aby došlo k jejich oddělení od zbytku emitentova majetku. Namísto toho jsou krycí aktiva, uskupená do krycích portfolií, oddělena pouze formálně, a to na základě jejich *ohraničení* ve finančních výkazech emitenta (grafické znázornění integrovaného modelu zobrazuje Obrázek 3 níže). Vzhledem k tomu, že krycí aktiva zůstávají ve finančních výkazech emitenta, je regulace stanovující pravidla pro jejich oddělení od zbytku emitentova majetku, klíčová.⁸⁰ Často je takového oddělení krycích aktiv dosaženo pomocí zápisu krycích aktiv do nějaké formy registru nebo knih, přičemž v některých jurisdikcích je dovoleno, aby takový registr spravovala sama osoba, která je povinna jej vést, tedy emitent.⁸¹ Díky tomu mohou pak emitenti pružně reagovat na různé situace, kdy je třeba nahradit nebo doplnit krycí aktiva.⁸² K zajištění efektivního fungování integrovaného modelu je tedy klíčové, aby regulace stanovila pravidla dovolující formální oddělení krycího portfolia takovým způsobem, aby byla odstraněna z dosahu ostatních věřitelů či insolvenčního správce. Pokud je regulace správně nastavená, k odloučení krycího portfolia dochází automaticky, tedy bez nutnosti toho, aby emitent či jiná osoba (například emitentem povolaný správce), musela jakkoli dále jednat. Integrovaný model můžeme, kromě České republiky, nalézt také např. v Dánsku, Lucembursku, Francii nebo Polsku.⁸³

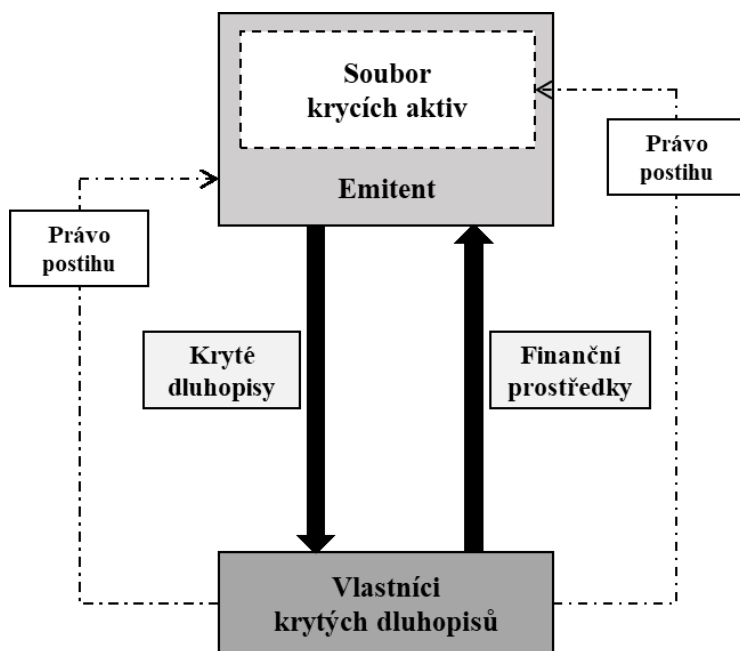
⁸⁰ RICE, Jim, ROBERTS, Andrew, KELLY, Katie. The Many Faces of Covered Bonds in Europe. *International Financial Law Review*. 2004, roč. 23, č. 30, str. 33.

⁸¹ Např. v České republice vede rejstřík krycích aktiv emitent. V případě, že byl ve vztahu k danému emitentovi Českou národní bankou jmenován nucený správce krytých bloků, přechází tato povinnost na nuceného správce.

⁸² WHITELEY, Christopher. G20 reforms, hedging and covered bonds. *Capital Markets Law Journal*, roč. 7, č. 2, str. 155.

⁸³ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub 109] str. 29.

Obrázek 3: Grafické znázornění integrovaného modelu

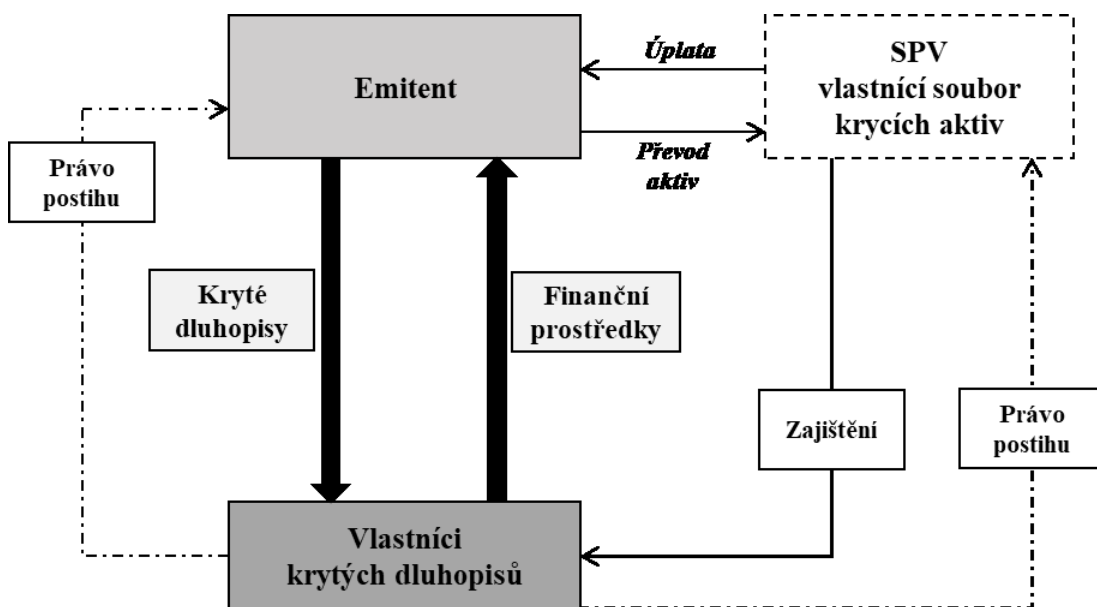


Zdroj: Vlastní zpracování.

Oddělený model, nazývaný také segregovaný model (z angl. *segregated model*), také umožňuje vlastníkům krytých dluhopisů realizovat právo dvojího postihu (tedy jak právo uspokojit se z krycího portfolia, tak z ostatního majetku emitenta), ale n rozdíl od integrovaného modelu je tohoto docíleno na základě smluvních ujednání zahrnujících často také účast další specializované entity (formy SPV), na kterou jsou krycí aktiva převedena. Převedením krycích aktiv dojde k jejich, doslova fyzickému oddělení od osoby emitenta, čímž jsou chráněna pro případ jeho úpadku. SPV ale nevystupuje v roli emitenta (tím zůstává regulovaná finanční instituce dle podmínek příslušné národní úpravy), SPV pouze garantuje splacení nominální hodnoty krytých dluhopisů a příslušného úroku. Proto v tomto případě nemusí být potřeba, aby bylo SPV regulovaným subjektem. Grafické znázornění odděleného modelu zobrazuje Obrázek 4 níže. Na první pohled se může zdát, že je tento oddělený model svými vlastnostmi totožný se strukturami vydávající asset-backed securities. Není tomu tak, jelikož i v případě odděleného modelu, mají vlastníci krytých dluhopisů, na rozdíl od vlastníků asset-backed securities, právo postihu proti emitentovi. Odděleného modelu využívá ve své právní úpravě např. Francie.⁸⁴

⁸⁴ RICE, ROBERTS, KELLY [op. cit. sub 80] str. 33.

Obrázek 4: Grafické znázornění odděleného modelu



Zdroj: Vlastní zpracování.

Ať už tedy jde o integrovaný nebo oddělený model, v každém případě musí být zachovány základní principy, které určují právní základ regulace – právo dvojího postihu a oddělení krycích aktiv (ať už je ho dosaženo formálně či fakticky), a ty musí být závazné a vynutitelné, a to i při úpadku emitenta.⁸⁵

2.1.2 Jsou neregulované kryté dluhopisy stále vhodnou alternativou?

Tzv. neregulované kryté dluhopisy se vydávají převážně v jurisdikcích, ve kterých není stanoven žádný specifický regulatorní režim pro jejich vydávání,⁸⁶ a je tím pádem využíváno obecné právní úpravy. Případně se jej užívá také v jurisdikcích, kde strukturování představuje tradiční způsob jejich vydávání.⁸⁷ V takovém případě jsou kryté dluhopisy strukturovány pomocí smluvních ujednání tak, aby v podstatě replikovaly fungování typických rysů, jejichž fungování jinak zajišťuje příslušná zvláštní regulace krytých dluhopisů, přičemž jejich právním základem jsou obecné předpisy. Smluvními ujednáními mezi emitentem a další účastníci se entitou tak

⁸⁵ KEMMISH, Richard. WILKINSON, Charu, ANDRUSZKIEWICZ, Oskar. *Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours. Final report.* Evropská unie, 2017, str. 61.

⁸⁶ JOBST, Norbert, DE SERVIGNY, Arnaud. *The Handbook of Structured Finance.* McGraw-Hill Education, 2007, str. 594.

⁸⁷ PACKER, Frank, STEVER, Ryan, UPPER, Christian. *The covered bond market* [online]. Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, 2007, str. 44 [cit. 24. 8. 2019]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709f.pdf

dochází k vytvoření mechanismu, který svým fungováním efektivně dokáže nahradit speciální regulaci dvojího postihu.⁸⁸ Emitenti v takových případech využívají větší flexibility, jelikož jsou méně svázáni (především) pravidly pro fungování a složení krycích portfolií. Legislativa zpravidla umožňuje užít pouze některé vymezené typy způsobilých krycích aktiv, např. pohledávky z hypotečních úvěrů, pohledávky za veřejnými subjekty, pohledávky z úvěru na lodi či letadla apod. Tím, že strukturování funguje na smluvním principu, je v případě potřeby, kdy se změní situace na trhu, možné znovu otevřít vyjednávání smluvní dokumentace a změnit její dříve dohodnuté podmínky.⁸⁹

S větší flexibilitou v tomto směru jde ale ruku v ruce vyšší rizikovost takových krytých dluhopisů. V porovnání s klasickými regulovanými krytými dluhopisy je s těmi neregulovanými tradičně spojována také menší míra jistoty a vyšší transakční náklady. Je třeba také zmínit, že vynutitelnost dluhů z neregulovaných krytých dluhopisů bude záviset na sjednaných smluvních podmínkách, na závazkovém a insolvenčním právu příslušné jurisdikce, přičemž taková ustanovení jsou ne vždy „otestována“ soudní praxí.⁹⁰ Vyšší riziko pak bude reflektováno v procentuální výši výnosu z krytých dluhopisů tak, aby bylo adekvátně kompenzováno celkové riziko, které investoři nákupem takových krytých dluhopisů podstupují. Nicméně, i pokud takové kryté dluhopisy mohou být ve výsledku vydány v souladu s požadavky práva Evropské unie,⁹¹ mohou být pro určitý druh investorů atraktivní (zejména fondy) a požívat některých dalších výhod s tím spojených.⁹²

Není však výjimkou, že se takového strukturování užívá i v případě, že zvláštní právní úprava v dané zemi existuje. Neregulované kryté dluhopisy jsou typicky spojovány se státy, jako je např. Itálie, Spojené království⁹³ nebo Nizozemí. Ve Spojeném království, například, vedle

⁸⁸ KOPPMANN, Tobias. *Gedekte Schuldverschreibungen in Deutschland und Großbritannien: Pfandbriefe und UK covered bonds im Rechtsvergleich (Schriften zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht*. De Gruyter, 2009, str. 565.

⁸⁹ SCHWARCZ, Steven. The conundrum of covered bonds. *The Business Lawyer*. 2011, roč. 66, č. květen 2011, str. 570.

⁹⁰ JONES, Sam. The Long Arm of the Law: Covered Bonds Are Breaking Free of the Legislation that Made Them. *International Financial Law Review*. 2007, roč. 26 č. 21, str. 22–23.

⁹¹ Zejm. v souladu s ustanovením článku 52 odst. 4 směrnice UCITS.

⁹² BENTEUX, Gregory, VAN GALLEBAERT, Christine, BLIESENER, Dirk, SCHNEIDER, Hannes, WAGNER Henri, PÉPORTÉ, Paul, SCHELTEMA, Arjan H., MERCER, Colin, BLACK, Richard. Regulated covered bonds: a comparative review. *Capital Markets Law Journal*. 2009, roč. 4, č. 3, str. 341–382.

⁹³ FABOZZI [op. cit. sub 78] str. 459.

sebe již více než deset let stále fungují oba modely současně.⁹⁴ Nová právní úprava tam byla přijata v roce 2008, primárně za účelem zajištění souladu s evropským právem.⁹⁵ Tradičně užívaný oddělený model ve Spojeném království funguje paralelně s tímto, ač současně již v podstatně menší míře než dříve.⁹⁶ Nutno ale podotknout, že takové neregulované kryté dluhopisy (a při jejich vydávání ani jejich emitenti) nepodléhají doзору příslušné národní autority (zde *Financial Conduct Authority*), a tímto tak může být také ovlivněna míra jejich rizikovosti.

2.2 Jak se k regulaci krytých dluhopisů staví Evropská unie?

V posledních letech se přístup k regulaci krytých dluhopisů ze strany Evropské unie změnil. Jejím cílem je učinit to, co bylo dříve pouhými doporučeními (z angl. *best practice recommendations*), závaznými pravidly a dosáhnout tak harmonizovaného právního rámce pro kryté dluhopisy. Kromě Evropské komise v tomto vývoji hraje významnou roli také Evropský orgán pro bankovníctví (*European Banking Authority*), ale také četné iniciativy Evropské komise pro kryté dluhopisy.

2.2.1 Cesta k harmonizaci: obezřetnostní a kapitálová pravidla jako základ

K datu uzavření rukopisu této práce, nejsou kryté dluhopisy regulovány přímo,⁹⁷ místo toho evropské právo stanoví některá obezřetnostní pravidla pro různé typy nakládání s nimi:⁹⁸

Zaprvé, důvodem, proč v posledních deseti letech drtivá většina evropských jurisdikcí provedla, ať už dříve či později, legislativní změny ve svých národních úpravách krytých dluhopisů, byla zejména snaha dosáhnout souladu s požadavky podle směrnice o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování, jejíž čl. 52 odst. 4 požaduje splnění následujících kritérií:

- emitent krytých dluhopisů musí mít sídlo v některém z členských států Evropské unie;
- emitent podléhá dle národních předpisů zvláštnímu veřejnému dohledu, jehož účelem je chránit vlastníky krytých dluhopisů;

⁹⁴ PASCUAL, Antonio, RIBAKOVA, Elina, AVESANI, Renzo. The Use of Mortgage Covered Bonds [online]. *IMF Working Papers*, 2007, č. 07. 10.5089/9781451865844.001. 1., str. 4 [cit. 8. 8. 2019]. Dostupný z: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Use-of-Mortgage-Covered-Bonds-20172>

⁹⁵ KOPPMANN [op. cit. sub 88] str. 128.

⁹⁶ Evropská rada pro kryté dluhopisy [op. cit. sub 64] str. 527.

⁹⁷ I přesto, že bylo dosaženo konsenzu na znění nové směrnice a nařízení, očekává se, že finální podoba těch to předpisů bude publikována v Úředním věstníku Evropské unie na podzim roku 2019.

⁹⁸ Pozn. uvedený výčet není taxativní, reflektuje pouze (z pohledu této práce) nejvýznamnější legislativní akty.

- krycí portfolio, které emitent ke krytí dluhopisů vytvořil, je schopno krýt veškeré dluhy z krytých dluhopisů; a konečně
- vlastníci krytých dluhopisů mají přednostní právo na uspokojení z krycích aktiv tak, že krycí aktiva budou přednostně použita pro výplatu jistiny a narostlého úroku krytých dluhopisů,

k tomu, aby fondy podle této směrnice mohly ve větší povolené míře investovat do krytých dluhopisů splňujících tyto požadavky.⁹⁹ Nepřímo tak došlo k tomu, že směrnice o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování stanovila precedentní *definici* pojmu krytý dluhopis v evropském právu (tedy opisem základních principů, na kterých stojí).

Za druhé, nařízení o kapitálových požadavcích¹⁰⁰ stanoví v článku 129 minimální požadavky na krycí aktiva a transparentnost ve vztahu k investorům, které musí kryté dluhopisy podle čl. 52 odst. 4 směrnice UCITS, aby byly způsobilé pro preferenční obezřetnostní a regulatorní zacházení.¹⁰¹ V praxi to tedy znamená, že regulované subjekty investující do takových krytých dluhopisů nemusí, v porovnání s jinými nástroji či aktivy, vytvářet tak velký regulatorní kapitál.

Za třetí, směrnice o ozdravných postupech,¹⁰² jednak vyjímá kryté dluhopisy (které opět definuje odkazem na čl. 52 odst. 4 UCITS IV¹⁰³) z působnosti při vykonávání pravomocí k odpisu nebo konverzi ve vztahu k nim (z angl. *bail-in*); a dále také ukládá členským státům zajistit, „*aby všechna zajištěná aktiva související s krycím portfoliem krytých dluhopisů zůstala nedotčena, oddělena a s dostatečným financováním*“.¹⁰⁴

⁹⁹ GOLIN [op. cit. sub 33] str. 43-44.

¹⁰⁰ Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012, ze dne 26. června 2013 (dále jen „**nařízení o kapitálových požadavcích**“ nebo také „**CRR**“). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 30. 8. 2019].

¹⁰¹ Ustanovení čl. 129 CRR dále stanoví způsob tabulkového přidělování rizikové váhy krytým dluhopisům, které byly ohodnoceny ratingovou agenturou. Nehodnoceným krytým dluhopisům se pak přiděluje riziková váha na základě rizikové váhy přidělené přednostním nezajištěným expozicím vůči jejich emitentovi.

¹⁰² Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/59/EU, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků a kterou se mění příslušné předpisy EU, ze dne 15. května 2014 (dále jen „**směrnice o ozdravných postupech**“). In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 30. 8. 2019].

¹⁰³ Viz ustanovení čl. 2 odst. 1. bodu 96) směrnice o ozdravných postupech.

¹⁰⁴ Ustanovení čl. 44 odst. 2 směrnice o ozdravných postupech.

Zejména zde zmíněné obezřetnostní požadavky přispěly alespoň k minimální harmonizaci regulativních režimů členských států, ale v žádném případě zde v tomto kontextu nemůže být řeč o jednotných krytých dluhopisech nebo o jasně stanovených standardech, které by svým významem přesahovaly tato obezřetnostní pravidla.

2.2.2 Cesta k harmonizaci: dohoda o společném rámci právní úpravy

V roce 2015 se na poli Evropské komise rozhodovalo, zda posunout harmonizaci krytých dluhopisů na další úroveň. Evropská komise proto vydala k tomu tématu, jako součást jejího akčního plánu vybudovat unii kapitálových trhů, konzultační materiál,¹⁰⁵ jehož cílem bylo zhodnotit slabiny a slepá místa národních právních úprav, a následně na základě toho posoudit vhodnost možné budoucí integrace v tomto směru. Na základě výsledku zhodnocení pak Evropská komise navrhla tři možnosti, jak docílit sblížení národních úprav:¹⁰⁶

- dobrovolným sblížením národních úprav členských států v souladu s neregulativními opatřeními Komise, zejména doporučeními;
- vytvořením regulativního rámce krytých dluhopisů, který bude v klíčových oblastech harmonizovat existující národní právní úpravy; nebo
- vytvořením úplně nového regulativního rámce krytých dluhopisů.¹⁰⁷

Na základě vyjádření množství emitentů krytých dluhopisů, bankéřů, investorů, ale i ratingových agentur bylo rozhodnuto o postupné, a pouze částečné harmonizaci národních úprav. Podle Evropské komise pro kryté dluhopisy¹⁰⁸ jsou rozdílnosti národních právních úprav v tomto směru důsledkem „*důsledkem historických rozdílů v hypotečních trzích, politikách bydlení, chování spotřebitelů, insolvenčním právu a podobně.*“

¹⁰⁵ European Commission. *Consultation Document: Covered Bond in the European Union*. 2015, [online]. The European Commission, 2015. [cit. 8. 8. 2019]. Dostupný z: https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf

¹⁰⁶ BEAUMONT, Joost, BOUDEWIJN, Dierick. *Covered bond harmonisation: where do we stand?* European Covered Bond Council: *ECBC European Covered Bond Fact Book 2017*, [online] 12. vydání. The European Covered Bond Council, 2012, str. 132 [cit. 1. 9. 2019]. Dostupný z: <https://service.betterregulation.com/document/327091>

¹⁰⁷ Evropská komise [op. cit. sub 105] str. 4.

¹⁰⁸ V lednu 2016 podala Evropská rada pro kryté dluhopisy formální odpověď na konzultační materiál Evropské komise (viz. poznámka pod čarou č. 104). Evropská rada pro kryté dluhopisy. *ECBC Response to the European Commission's Consultation document on Covered Bonds in the European Union*. 2016, [online]. Evropská rada pro kryté dluhopisy, 2016. [cit. 8. 8. 2019]. Dostupný z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/03/Final-ECBC-Response-to-EC-Consultation-on-Covered-Bonds-in-the-EU-05.01.16.pdf>. Souhlasí a cituje také BEAUMONT, BOUDEWIJN [op. cit. sub 106] str. 132-133.

Evropský orgán pro bankovníctví vydal na konci roku 2016 Zprávu o krytých dluhopisech¹⁰⁹ obsahující, mimo jiné, doporučení k harmonizaci rámců pro kryté dluhopisy v EU obsahující analýzu vývoje regulace krytých dluhopisů v jednotlivých členských státech a jejich soulad s doporučeními a osvědčenými postupy, které Evropský orgán pro bankovníctví již v minulosti vydal.¹¹⁰ Tato analýza tvoří základní stavební kámen pro sestavení návrhu legislativních opatření, která by harmonizovala kryté dluhopisy na evropské úrovni. Evropský orgán pro bankovníctví zde doporučuje, mimo jiné, provedení harmonizace ve třech krocích: (i) vytvoření nového rámce pro kryté dluhopisy, který bude obsahovat definici krytého dluhopisu, jakožto nástroje uznaného evropskou právní úpravou. Všechny kryté dluhopisy budou muset splňovat všechny na ně kladené požadavky, aby byly ze strany Evropské unie uznány (pro tento krok doporučuje Evropský orgán pro bankovníctví přijetí nové směrnice); (ii) cílená změna současného znění příslušných ustanovení nařízení o kapitálových požadavcích, která by optimalizovala podmínky pro přístup k preferenčnímu obezřetnostnímu a regulatornímu zacházení. K jeho získání však budou muset kryté dluhopisy splňovat požadavky podle (i) i (ii); a konečně (iii) podpořit členské státy v dobrovolném sblížení právních rámců skrze neregulativní akty s tím, že pokud se členské státy rozhodnou neřídit se takovými doporučeními, nebude to mít vliv na možnost získání preferenčního obezřetnostního a regulatorního zacházení.¹¹¹ Následující Obrázek 5 zobrazuje přehled oblastí, kterých se mají tyto kroky týkat a způsob, jakým bude cílové regulace dosaženo:

¹⁰⁹ Evropský orgán pro bankovníctví. *EBA Report on covered bonds: recommendations on harmonisation of covered bond frameworks in the EU*. 2016, [online]. Evropský orgán pro bankovníctví, 2016. [cit. 7. 9. 2019]. Dostupný z: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1699643/d2b08b75-601f-4de3-ba36-ad674cdc0d46/EBA%20Report%20on%20Covered%20Bonds%20%28EBA-Op-2016-23%29.pdf?retry=1>

¹¹⁰ Např. Evropský orgán pro bankovníctví. *EBA Report on EU covered bond frameworks and capital treatment*. 2014 [online]. Evropský orgán pro bankovníctví 2014. [cit. 7. 9. 2019]. Dostupný z: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/fa5bf6ec-6301-4b90-8f98-3324333c82a4/EBA%20Report%20on%20EU%20Covered%20Bond%20Frameworks%20and%20Capital%20Treatment.pdf?retry=1> (dále jen „Zpráva EBA o krytých dluhopisech“).

¹¹¹ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub. 109] str. 11.

Obrázek 5: Přehled klíčových oblastí, kde je vyžadována změna regulace

Krok 1	Oblast	Způsob dosažení cílové regulace
i.	Právo dvojího postihu (<i>dual recourse</i>)	Novela čl. 52 odst. 4 UCITS
ii.	Oddělení krycích aktiv	Nová pravidla
iii.	Oddělení krytých dluhopisů od emitenta v případě úpadku	Nová pravidla
iv.	Pravidla krytí	Novela čl. 52 odst. 4 UCITS
v.	Snížení rizika spojeného s likviditou	Nová pravidla
vi.	Pravidla pro zahrnutí derivátů do krycího portfolia	Nová pravidla
vii.	Monitor krycích portfolií	Nová pravidla
viii.	Dohled nad emitenty	Nová pravidla
ix.	Administrace programů krytých dluhopisů v případě úpadku emitenta	Nová pravidla
x.	Rozsah a periodicita informačních povinností	Novela čl. 129 odst. 7 CRR
Krok 2	Oblast	Způsob dosažení cílové regulace
i.	Požadavky na způsobilost krycích aktiv	Novela čl. 129 odst. 1 CRR
ii.	Limity substitučních krycích aktiv	Nová pravidla
iii.	LTV ¹¹² limit pro krytí nemovitými věcmi	Novela čl. 129 odst. 1 CRR
iv.	Minimální úroveň přezajištění	Nová pravidla
Krok 3	Oblast	Způsob dosažení cílové regulace
i.	Složení krycího portfolia	Nová pravidla
ii.	Krycí portfolio s podkladovými aktivy / umístění povinného mimo zemí EEA	Nová pravidla
iii.	LTV výpočet a frekvence jeho přepočítávání	Novela čl. 208, 229 skrze úpravu znění čl. 129 odst. 3 CRR

Zdroj: Vlastní zpracování údajů obsažených ve Zprávě EBA o krytých dluhopisech: doporučení k harmonizaci rámců pro kryté dluhopisy v EU.¹¹³

V reakci na výše zmíněnou Zprávu EBA o krytých dluhopisech vydal Evropský parlament z vlastní iniciativy report o krytých dluhopisech,¹¹⁴ který se v zásadě neodchyloval od názorů a doporučení prezentovaných Evropským orgánem pro bankovníctví. Za zmínku však stojí návrh Evropského parlamentu, aby nově připravovaná směrnice stanovila dvě kategorie krytých dluhopisů – tzv. prémiové a běžné. Do kategorie *Prémiových krytých dluhopisů* (z angl. *premium covered bonds*) by spadaly kryté dluhopisy vyhovující ustanovení čl. 129 CRR, díky čemuž by podléhaly určitým formám preferenčního regulatorního zacházení. Naopak za *běžné kryté*

¹¹² *Loan-to-value*. LTV vyjadřuje poměr mezi úvěrem a hodnotou aktiva.

¹¹³ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub 109] str. 113-116.

¹¹⁴ Odkaz na report EP

dluhopisy (z orig. *ordinary covered bonds*) by byly považovány kryté dluhopisy vyhovující pouze požadavkům podle čl. 52 odst. 4 směrnice UCITS.

Na základě těchto a mnohých dalších iniciativ rozhodl Evropský parlament o vytvoření nového regulačního balíčku k vytvoření právního rámce pro kryté dluhopisy, a to nastavením minimální harmonizace založené na obecných základních principech, a také na jednotlivých vnitrostátních režimech. Navrhovaný balíček se skládá z nové směrnice a novely čl. 129 CRR, jak bude popsáno dále, a byl poprvé publikován na začátku roku 2018. Celý proces byl završen 18. dubna 2019, kdy bylo dosaženo politického konsenzu na půdě Evropského parlamentu o finálním znění obou návrhů. Oba předpisy budou chváleny na podzim roku 2019, kdy budou již vyhotoveny oficiální překlady do všech jazyků členských států.¹¹⁵

2.3 Co obsahuje nový legislativní balíček?

Nový evropský legislativní balíček je tvořen směrnicí Evropského Parlamentu a Rady o vydávání krytých dluhopisů a veřejném dohledu nad krytými dluhopisy a o změně směrnice 2009/65/ES a 2014/59/EU, ve znění schváleném Evropským Parlamentem dne 18. dubna 2019 (dále jen „**směrnice o krytých dluhopisech**“) a nařízením Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 575/2013, pokud jde o expozice v krytých dluhopisech, ve znění schváleném Evropským Parlamentem dne 18. dubna 2019 (dále jen „**nařízení o expozicích v krytých dluhopisech**“). Směrnice o krytých dluhopisech vymezuje strukturální vlastnosti krytých dluhopisů, čímž si klade za cíl stanovit jednotné základy pro regulaci jejich dílčích aspektů, na kterých je nutno v kontextu harmonizace trvat. Konečně také vymezuje úplnou definici krytých dluhopisů,¹¹⁶ aby jí mohlo být užito jako odrazového bodu pro jednotlivé národní úpravy tak, aby byla skutečně zajištěna uniformita v používání pojmu *krytý dluhopis* ve všech směrech, jelikož jsou momentálně pod tímto pojmem napříč jednotlivými členskými státy vydávány více či méně odlišné nástroje finančního trhu. S tím také souvisí zavedení dvou nových zvláštních označení - „evropský krytý dluhopis“ a „evropský prémiový krytý dluhopis“¹¹⁷. Označení *evropský krytý dluhopis* budou moci pro své dluhopisy užít emitenti splňující podmínky směrnice o krytých dluhopisech. *Prémiová kvalita* v druhém novém označení, znamená to, že

¹¹⁵ BEAUMONT, Joost. *Covered Bond Harmonisation: A Milestone Reached*. In: *ECBC European Covered Bond Fact Book 2019* [op. cit. sub 64] str. 39-40.

¹¹⁶ Krytý dluhopis je nyní v souladu s čl. 3 bodem 1) směrnice o krytých dluhopisech definován jako „*dluhový závazek vydaný úvěrovou institucí a zajištěný krycím portfoliem aktiv, vůči kterému mají investoři do krytých dluhopisů právo přímého postihu jakožto přednostní věřitelé*“.

¹¹⁷ Z angl. orig. *European Covered Bond* a *European Covered Bond (Premium)*. Viz také čl. 27 směrnice o krytých dluhopisech.

takto označené kryté dluhopisy splňují požadavky nejen směrnice o krytých dluhopisech, ale také požadavky podle čl. 129 CRR. Jedná se sice o vstřícný krok vůči investorům do krytých dluhopisů, jimž takové označení může ulehčit posuzování kvality krytých dluhopisů, ale členským státům je ponechána možnost zachovat si a užívat vlastní vnitrostátní označení souběžně s tímto novým. Vzhledem k tomu, že kryté dluhopisy již nyní mohou obsahovat několikero označení, se domnívám že, zavedení dalších označení, které mohou kryté dluhopisy nést, již není z praktických důvodů vhodné ani potřebné. Například, v současné době mohou být užita označení: *hypoteční zástavní list*, které je chráněno výhradně pro tento konkrétní typ krytého dluhopisu, a to „*zejména z důvodu tradice a oblíbenosti tohoto produktu u retailových investorů a také s přihlédnutím k blízkosti k německé terminologii.*“¹¹⁸ Dalším označením, které mohou nyní kryté dluhopisy obsahovat je zkratka *CRR*, což znamená, že takto označený krytý dluhopis je plně v souladu s požadavky čl. 129 nařízení o kapitálových požadavcích.¹¹⁹ Domnívám se, že přítomnost několika souběžných označení jedněch krytých dluhopisů tak může působit spíše zmatečně.

Nařízení o expozicích v krytých dluhopisech doplňuje a modifikuje současné znění čl. 129 CRR, zejména doplňuje požadavky na minimální limit přezajištění a požadavky na limity ve vztahu k náhradním aktivům. Nově se tedy určí míra přezajištění (2-5 %) v závislosti na aktivech zahrnutých do krycího portfolia.

2.4 Analýza základních aspektů evropské regulace – co je standardem?

2.4.1 Krycí aktiva a složení krycího portfolia

Směrnice o krytých dluhopisech z pochopitelných důvodů upřednostňuje užití pouze vysoce kvalitních krycích aktiv, což můžeme dovodit z odkazu na čl. 129 CRR, který obsahuje. Mimo to je ale také ponechán prostor pro jiná, avšak opět pouze vysoce kvalitní, krycí aktiva. Taková budou moci emitenti krytých dluhopisů do svých krycích portfolií zahrnout pouze v případě, že u nich lze určit tržní hodnotu nebo zástavní hodnotu nemovitosti a příslušná forma záruky nebo zajištění platně vznikla a je vymahatelná.¹²⁰ Členským státům bude nyní umožněno, aby emitentům povolily zařadit do krycích portfolií aktiva umístěná mimo území členských států.¹²¹

¹¹⁸ Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43], str. 27.

¹¹⁹ Viz ustanovení § 28c zákona o dluhopisech.

¹²⁰ Viz ustanovení čl. 6 směrnice o krytých dluhopisech.

¹²¹ Současným standardem je, aby byla aktiva umístěna na území Evropského hospodářského prostoru (dále jen „EHP“). Nová úprava viz ustanovení čl. 7 směrnice o krytých dluhopisech. Tato možnost však není

Ve spojení s novými pravidly pro skupinové a společné financování podle čl. 9 směrnice o krytých dluhopisech, toto hodnotím jako velmi vhodně zvolený přístup – díky tomu bude fakticky umožněno vydávat kryté dluhopisy širší škále emitentů. Překonat vysoké počáteční náklady při vydávání krytých dluhopisů může být pro některé menší emitenty obtížné, v některých případech i nereálné. Pokud tedy budou moci jednotlivé úvěrové instituce seskupovat krycí aktiva dohromady, aby jim bylo vůbec umožněno vydat kryté dluhopisy anebo vydat v objemu vyšším, než by bylo v jejich schopnostech samostatně, může to pozitivně ovlivnit aktivitu na trhu. Samozřejmě však bude v takovém případě nutné dodržet pravidla týkající se kvality krycích aktiv a jejich oddělení (*ring-fencing*). V tomto kontextu je zásadní, aby členské státy bezpodmínečně zajistily ochranu krycích aktiv před nároky třetích osob. S tím souvisí také to, že s umístěním krycích aktiv do jurisdikcí mimo členské státy může emitent podstupovat i určité riziko s takovou cizí jurisdikcí spojené. V takovém případě bude nanejvýš vhodné, aby si členské země napřed samy vyhodnotily, zda předmětná jurisdikce, například, poskytuje srovnatelné podmínky, co se týče postavení zajištěných věřitelů, případně jestli nějakým způsobem neznevýhodňuje zahraniční věřitele.

Na základě požadavků praxe a doporučení Evropského orgánu pro bankovníctví směrnice o krytých dluhopisech pamatuje také na zahrnování derivátových smluv do krycích portfolií. Nicméně instruuje členské státy k tomu, aby vytvořily vhodná pravidla pro to, aby derivátové smlouvy zahrnuté do krycího portfolia nesnižovaly jeho likvidu a nezvyšovaly rizikovost ostatních aktiv tam zahrnutých.¹²²

2.4.2 Přezajištění a krycí testy

Co se týče kvantitativních požadavků na krytí, nová směrnice o krytých dluhopisech vyznává tzv. zásadu nominální hodnoty, podle níž musí být nominální hodnota všech krycích aktiv alespoň stejná jako celková hodnota nesplacených krytých dluhopisů.¹²³ Nemyslím si však, že je v tomto kontextu vhodné vztahovat poměr nominální hodnoty všech krycích aktiv k nominální hodnotě jimi krytých nesplacených dluhopisů, a to ani jako minimální základ společné právní úpravy krytí. Když pomineme skutečnost, že směrnice o krytých dluhopisech

neomezená – krycí aktiva umístěná mimo území členských států musí splňovat všechny požadavky stanovené čl. 6 směrnice o krytých dluhopisech. Již dnes takovou možnost poskytuje např. Německo, které tento prostor rozšiřuje o území USA, Švýcarska, Kanady a Japonska.

¹²² Podle ustanovení čl. 11 odst. 2 směrnice o krytých dluhopisech je třeba (na národní úrovni) stanovit alespoň: „kritéria způsobilosti protistran zajištění; omezení objemu derivátových smluv v krycím portfoliu; a nezbytnou dokumentaci, kterou je nutné v souvislosti s derivátovými smlouvami poskytnout.“

¹²³ Podrobnosti viz také ustanovení čl. 15 směrnice o krytých dluhopisech.

vůbec nezmiňuje nutnost pokrytí také případného úrokového výnosu krytého dluhopisu, domnívám se, že je nutné brát v úvahu také jiné dluhy, které s emisí daných krytých dluhopisů a jejich existencí souvisí – např. pokud je regulací dovoleno zahrnout do krycího portfolia také derivátové smlouvy, je nanejvýš vhodné, aby v případě jejich záporné hodnoty vstoupil dluh odpovídající pohledávce protistrany derivátové smlouvy do výpočtu celkové nominální hodnoty krytých dluhů. Vztažením této zásady nominální hodnoty na veškeré další dluhy kryté krycím portfoliem by mohlo pomoci zvýšit bezpečnost investic do krytých dluhopisů bez toho, aniž by byly na emitenty v tomto směru kladeny přehnané nároky.

Směrnice o krytých dluhopisech dále nabízí řešení pro eliminaci rizika likvidity, které je s krytými dluhopisy spojené. Emitenti krytých dluhopisů by měli držet vysoce likvidní aktiva, jako rezervu, která bude schopna pokrýt čistý odtok likvidity po 180 kalendářních dnů. Tato úprava se prolíná s jinými předpisy evropského práva, jelikož samotné určení toho, co je takovým vhodným *vysoce likvidním aktivem*, směrnice o krytých dluhopisech nestanoví přímo, nýbrž pouze odkazem.

Nové znění čl. 129 CRR vyžaduje přezajištění ve výši 5 %, ¹²⁴ tedy aby národní zákonná úprava nebo smluvně sjednaná úroveň krytí, opět vypočítaná dle zásady nominální hodnoty, přesahovala o takové procento požadavek krytí podle čl. 15 směrnice o krytých dluhopisech.

2.4.3 Odolnost vůči úpadku

Nejzásadnějším problémem spojeným s úpadkem emitenta je bezesporu automatická akcelerace dluhů z krytých dluhopisů, tedy situace, kdy jsou kryté dluhopisy okamžitě splatné. Obecně tak může nastat v případě, že emitent neplní povinnosti, ke kterým se v emisních podmínkách zavázal, případně také na žádost schůze vlastníků dluhopisů (pokud je taková možnost sjednána v příslušných emisních podmínkách). V případě krytých dluhopisů je třeba zachovat určitou kontinuitu jejich režimu (nejen s ohledem na vyšší objemy, ve kterém jsou vydávány), ¹²⁵ a proto žádná z takových situací, včetně úpadku emitenta nebo režimu řešení jeho krize, nesmí ohrozit jejich trvání. ¹²⁶

¹²⁴ Může být členskými státy sníženo až na úroveň 2 %.

¹²⁵ Shodně s tímto principem také FABOZZI [op. cit. sub 78] str. 448-449 a GOLIN [op. cit. sub 33] str. 19.

¹²⁶ Viz ustanovení čl. 5 směrnice o krytých dluhopisech.

2.4.4 Ochrana investorů

Právo dvojího postihu je primárním pojmovým znakem krytých dluhopisů. Tuto skutečnost směrnice o krytých dluhopisech staví najisto, a navíc stanoví výčet druhů pohledávek, jejichž uplatňování vlastníky krytých dluhopisů by mělo být na národní úrovni právem garantováno:

- a) „pohledávka za úvěrovou institucí vydávající kryté dluhopisy;
- b) v případě platební neschopnosti nebo řešení krize úvěrová instituce vydávající kryté dluhopisy přednostní pohledávka vůči jistině a veškerým naběhlým úrokům z aktiv nezařazených do krycího portfolia; a
- c) v případě, že se úvěrová instituce vydávající kryté dluhopisy dostane do platební neschopnosti a přednostní pohledávku uvedenou v písm. b) nelze v plné výši uspokojit, pohledávka za majetkovou podstatou této úvěrové instituce, který je rovnocenný pohledávkám běžných nezajištěných věřitelů této úvěrové instituce určených podle vnitrostátních právních předpisů upravujících pořadí v běžném insolvenčním řízení.“¹²⁷

Právo dvojího postihu se nevztahuje pouze na vlastníky krytých dluhopisů, ale také na protistrany derivátových smluv, které byly zahrnuty do krycího portfolia v souladu s požadavky směrnice o krytých dluhopisech.

2.5 Zhodnocení nového evropského rámce pro kryté dluhopisy

Jak již bylo zmíněno, nová regulace je vystavěná minimalisticky. Dle názoru Evropského parlamentu vyjádřeného v důvodové zprávě ke směrnici o krytých dluhopisech¹²⁸ „povede minimální harmonizace ve směrnici k zjednodušení z hlediska základního sladění hlavních prvků vnitrostátních režimů.“¹²⁹ S tímto názorem lze, i přes výše vytčené pochybnosti, souhlasit. Vzhledem k tomu, že je třeba harmonizaci provádět postupně, jelikož by případné „násilné“ změny v evropské regulaci mohly mít neblahé důsledky na fungování (nejen) evropského trhu s krytými dluhopisy, se domnívám, že jsou výše popsané regulatorní změny dobrým základem pro možné budoucí směřování právní úpravy krytých dluhopisů. Kryté dluhopisy vydané podle

¹²⁷ Ustanovení čl. 4 směrnice o krytých dluhopisech.

¹²⁸ Evropská komise. Explanatory memorandum to the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council, on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directive 2009/65/EC and Directive 2014/59/EU. 2018, [online]. [cit. 15. 9. 2019]. Dostupný z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1425/publication/184870/attachment/090166e5b929766d_en

¹²⁹ *Ibid.* str. 8.

takového režimu, i když budou splněny jen minimální limity (tam, kde směrnice o krytých dluhopisech poskytuje nějakou škálu)¹³⁰ nebo minimální požadavky z několika možných variant, opravdu budou představovat (některé již dnes představují) dobrý standard.

¹³⁰ Především přezajištění.

3 Od hypotečních zástavních listů po kryté dluhopisy¹³¹

3.1 Novela zákona o dluhopisech – významný milník v regulaci krytých dluhopisů

Již zmiňovaná novela zákona o dluhopisech představuje zásadní obrat od předchozí právní úpravy a snaží se reagovat na zřejmé nedostatky, na něž praxe dlouhé roky poukazovala, a které, v porovnání s jinými evropskými státy, česká právní úprava obsahovala. Vzhledem k tomu, že šlo převážně o zásadní aspekty regulace, odrážely se také odpovídajícím negativním způsobem na hodnocení hypotečních zástavních listů ze stran ratingových agentur. V hodnocení ratingovými agenturami při udělování ratingu krytých dluhopisů hrají klíčovou roli faktory¹³² jako např. úvěrový rating jejich emitenta, potenciální a existující rizika spojená s emitentem, ale především také faktory spojené s regulací emitenta, s nastavením právního rámce pro vydávání krytých dluhopisů v dané jurisdikci a s jejich vlastnostmi, v neposlední řadě také rizikovost samotné jurisdikce.¹³³

Vzhledem k tomu, že zákon o dluhopisech ve znění účinném před novelou obsahoval pouze úpravu hypotečních zástavních listů, a to ještě nedostatečným způsobem, bylo třeba právní úpravu krytých dluhopisů v podstatě vystavět od základů. Zákonodárce si stanovil poměrně ambiciózní cíl. Vytyčenými cíli novely zákona o dluhopisech je, mimo jiné, zajistit, aby kryté dluhopisy ve své nové podobě vyhovovaly standardům trhu a požadavkům Evropské unie na jejich regulaci, byly odpovídající kvality, a zejm. aby:

- byly vysoce likvidní a splňovaly příslušné požadavky trhu na úvěrovou kvalitu;
 - představovaly vhodný a účinný zdroj dlouhodobého financování jejich emitentů;
- a v neposlední řadě také,

¹³¹ Pro přehlednost bude v rámci této části práce užíváno pojmu *hypoteční zástavní listy* pro referenci na právní úpravu krytých dluhopisů účinnou před novelou zákona o dluhopisech a pojmu *kryté dluhopisy* ve vztahu k právní úpravě současné, není-li v konkrétním případě uvedeno jinak.

¹³² I přesto, že každá ratingová agentura užívá svých vlastních metodik výpočtu hodnocení emitentů i cenných papírů, které vydávají, určité aspekty standardně zohledňují všechny z nich. Pro účely této práce byla zohledněna metodika společností Moody's Investor Services, Inc. a Standard & Poor's Financial Services LLC.

¹³³ Moody's Investor Services, Inc. *Rating Methodology: Moody's Approach to Rating Covered Bonds* [online]. Moody's Investors Services, Inc.: ©2019 [cit. 1. 8. 2019]. Dostupné z: http://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1044142. Shodně také Standard & Poor's Financial Services LLC. *Guidance, Criteria, Structured Finance, Covered Bonds: Covered Bonds Criteria* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC: ©2019 [cit. 1. 8. 2019]. Dostupné z: https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/ratings/ratings-criteria.

- aby se kryté dluhopisy staly atraktivnějšími pro širší škálu investorů, včetně zahraničních.¹³⁴

3.2 Shrnutí hlavních nedostatků předchozí právní úpravy

Klíčové oblasti, které z pohledu regulace obsahovaly nejzásadnější nedostatky, představovala pravidla pro krytí hypotečních zástavních listů, nejasnost rozsahu hypoteční podstaty a nejistota v režimu spojeného s úpadkem emitenta.

Zákon o dluhopisech ve znění účinném před novelou pracoval s pojmy *řádné krytí* a *náhradní krytí*.¹³⁵ Řádné krytí tvořily pohledávky z hypotečních úvěrů¹³⁶ nebo jejich části. Základním, a často také jediným možným druhem způsobilého krycího aktiva, byly právě pohledávky z hypotečních úvěrů, jelikož náhradní krytí představovalo pouze jakousi formu rezervy k zajištění určité flexibility při výpočtu plnění zákonných testů krytí a doplnku krytí řádného. Náhradní krytí bylo omezeno maximální možnou výší krytých závazků z hypotečních zástavních listů, konkrétně 10 %, a mohlo být tvořeno pouze vysoce likvidními aktivy,¹³⁷ jako je např. hotovost emitenta, vklady emitenta u centrální banky členského státu nebo Evropské centrální banky, či státní dluhopisy a dluhopisy vydané Českou národní bankou.¹³⁸ Okruh způsobilých krycích aktiv byl tedy poměrně úzký. Dle mého názoru, by bylo výhodnější okruh způsobilých krycích aktiv rozšířit takovým způsobem, že do něj budou zahrnuta další likvidní aktiva, případně také aktiva splňující konkrétně vymezené podmínky, díky kterým bude zaručena určitá úroveň jejich kvality, a tím pádem i kvality samotných krytých dluhopisů. Samozřejmě je v tomto případě nutné brát v potaz, že v případě hypotečních zástavních listů, jakožto specifického druhu krytých dluhopisů, budou vždy do určitého (pravděpodobně vyššího) procenta¹³⁹ zákonem preferovány (nebo i vyžadovány) pohledávky z hypotečních úvěrů jako základní typ krycího aktiva.

¹³⁴ Evropská Centrální Banka. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 9. dubna 2018 k právnímu rámci pro kryté dluhopisy (CON/2018/18), Česká republika [online]. [cit. 27. 9. 2019]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/cs_con_2018_18_f_sign.pdf.

¹³⁵ VANTUCH, Pavel. K právní úpravě hypotečního úvěrování a možnostem její realizace. *Právní rozhledy*. 1995, č. 10, str. 399.

¹³⁶ V souladu s ustanovením § 28 odst. 3 zákona o dluhopisech ve znění účinném před novelou zákona o dluhopisech, je hypotečním úvěrem „*úvěr, jehož splacení včetně příslušenství je zajištěno zástavním právem k nemovité věci, když pohledávka z úvěru nepřevyšuje dvojnásobek zástavní hodnoty zastavené nemovité věci.*“

¹³⁷ VANTUCH [op. cit. sub 135] str. 399.

¹³⁸ Ustanovení § 31 odst. 1 zákona o dluhopisech ve znění účinném před novelou zákona o dluhopisech.

¹³⁹ Viz např. Česká republika: před novelou zákona o dluhopisech vyžadován pro zajištění pohledávkami z hypotečních úvěrů limit 90 %; současná právní úprava stanoví limit ve výši 85 %.

Typickým příkladem aktiv, které by emitenti krytých dluhopisů měli mít možnost zahrnout do krycího portfolia, jsou bezesporu derivátové nástroje, respektive práva z nich plynoucí.¹⁴⁰ Uzavírání hedgingových a podobných obchodů za účelem zajištění a snížení rizik, v případě krytých dluhopisů zejména rizik úrokových, měnových a rizik spojených s likviditou, bylo a je v praxi běžným postupem. V případě, že jsou vhodně nastaveny, mohou skutečně tato rizika výrazně snížit. Nicméně i v případě správně zvolené struktury takového zajištění, je třeba brát v potaz také skutečnost, že krycí portfolia nejsou statická a jejich obsah se může v čase měnit.¹⁴¹ Negativní stránkou derivátových nástrojů však může být skutečnost, že samy o sobě čelí určitým rizikům, zejména úvěrovému riziku protistrany a nejistotě ohledně pokračování nebo ukončení jejich trvání v případě úpadku emitenta.¹⁴² Ratingové agentury, které se při hodnocení krytých dluhopisů a jejich emitentů zaměřují zejména schopnost emitenta splácet dluhy z krytých dluhopisů včetně jejich režimu při úpadku, vnímají derivátové nástroje zahrnuté v krycím portfoliu čím dál více kriticky. V určitých případech pak mohou mít derivátové nástroje v krycím portfoliu i negativní vliv na rating krytých dluhopisů.¹⁴³ Navíc, v případě, že je derivát v krycím portfoliu obsažen, vstupuje do výpočtu hodnocení podle metodik ratingových agentur významným způsobem také rating derivátové protistrany.¹⁴⁴

Dalším výrazným nedostatkem předchozí právní úpravy spojeným s krytím byl koncept *krycího bloku*, který vycházel z principu jednotného krytí pro všechny emise hypotečních zástavních listů jednoho emitenta. Ať už tedy emitent vydal hypoteční zástavní listy v České republice či v zahraničí, v jakémkoliv objemu a jakémkoli počtu tranší či jednotlivých emisí, v každém případě byly kryty tímtož krycím blokem. Všichni vlastníci hypotečních zástavních listů tak měli k uspokojení svých pohledávek stejné postavení vůči stejným krycím aktivům. Zákonodárce tímto znemožnil emitentům vytvořit různé krytí (různé kvality) pro jednotlivé emise hypotečních zástavních listů. Obdobných pravidel pro krytí v tomto směru dodnes užívá

¹⁴⁰ Pro účely této práce se, v souladu s ustanovením § 31 odst. 2 písm. e) zákona o dluhopisech, deriváty rozumí finanční nástroje uvedené v bodu (4) až (10) Přílohy I Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 15. května 2014, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 1. 10. 2019].

¹⁴¹ WERNER, Ralf, SPANGLER, Manuela. *German Covered Bonds: Overview and Risk Analysis of Pfandbriefe*. Springer International Publishing, 2014, str. 60.

¹⁴² WOOD [op. cit. sub 61] str. 447-448.

¹⁴³ SCHULZ, Michael. *Derivatives in cover pools*. In: European Covered Bond Council: *ECBC European Covered Bond Fact Book 2012*, [online] 7. vydání. The European Covered Bond Council, 2012, str. 125-130 [cit. 2. 10. 2019]. Dostupný z: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/pol/content/download/1338/6611/file/ECBC%20Fact%20Book%202012.pdf>

¹⁴⁴ Jak vyplývá z metodiky výpočtu agentury Moody's [op. cit. sub 133], shodně také Standard & Poor's [op. cit. sub 133], nebo SCHULZ [op. cit. sub 143] str. 125.

například Rumunsko. Nemyslím si však, že je taková úprava praktická, spíše naopak. Ani emitentům, ani vlastníkům dluhopisů z takového nastavení neplynou žádné výhody. Nabízí se však teoretická možnost, jak tento požadavek „obejít“ a krycí blok rozdělit. Pokud by v příslušné jurisdikci bylo umožněno převést krycí blok na entitu odlišnou od emitenta, ať už by to bylo SPV či jiná entita z emitentovy skupiny, část krycích aktiv by se převedla na takovou entitu, která by následovně emitovala kryté dluhopisy, a tím by efektivně došlo k rozdělení krycího bloku. Česká právní úprava však toto neumožňuje a emitent by v takovém případě narazil hned z počátku na překážku, jelikož by i tato entita musela získat bankovní licenci (a v té době také povolení České národní banky emitovat hypoteční zástavní listy), navíc ze zákona o dluhopisech lze dovodit, že krycí aktiva musí být ve vlastnictví emitenta.

Výraznější okruh problémů ale představoval režim upravující chování krycího bloku, emitenta a jeho dluhů z hypotečních zástavních listů v případě jeho úpadku. Za prvé, zákon o dluhopisech ani insolvenční zákon neupřesňovaly postavení a rozsah hypoteční podstaty „*a rozsah aktiv, která budou do hypoteční podstaty náležet*“¹⁴⁵ pro případ úpadku emitenta. Ustanovení § 375 insolvenčního zákona, ve znění účinném od 1. 10. 2019 do 3. 1. 2019 (dále jen „**insolvenční zákon účinný před novelou**“) definuje hypoteční podstatu jako „*majetek sloužící ke krytí hypotečních zástavních listů podle zvláštního předpisu*“, v případě, že je dlužníkem banka, které byla odňata bankovní licence. Z této zákonné definice však není jasné, jakému režimu budou podléhat platby přijaté ke splacení hypotečních úvěrů. Nejistota, zda budou náležet do hypoteční podstaty či nikoli, může do velké míry ovlivnit úsudek investorů při zvažování koupě těchto investičních nástrojů. Pokud by tyto platby náležely do hypoteční podstaty, v podstatě by se zvyšovala hodnota krycího bloku a vlastníci dluhopisů by tak měli větší šanci, že budou jejich pohledávky uspokojeny v plném rozsahu. Jediným ustanovením, kterým se v tomto nejistém případě dalo, alespoň analogicky řídit, bylo ustanovení § 205 odst. 1 insolvenčního zákona ve znění účinném před novelou, z něhož lze výkladem dovodit, že platby přijaté po zahájení insolvenčního řízení budou do hypoteční podstaty náležet, jelikož se v souladu s tímto ustanovením fakticky jedná o „*majetek, který dlužník nabyl v průběhu insolvenčního řízení*“.

Za druhé, vrátíme-li se ještě k ustanovení § 375 insolvenčního zákona účinného před novelou, které upravuje režim hypoteční podstaty, můžeme si všimnout, že toto ustanovení nepamatuje na určení osoby odpovědné za vedení krycího bloku a administraci uspokojování

¹⁴⁵ Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43], str. 2.

pohledávek vlastníků dluhopisů po tom, co by Česká národní banka odňala emitentovi licenci. Proto se lze domnívat, že aplikací obecných ustanovení insolvenčního zákona tato činnost nepochybně dopadá na obecného insolvenčního správce. Problém však spočívá v tom, že v takovém případě může (a pravděpodobně by i snadno došlo) ke střetu zájmů na straně obecného insolvenčního správce. Ten se totiž nemůže řídit vůli vlastníků hypotečních zástavních listů a je povinen jednat v zájmu všech věřitelů emitenta.

Za třetí, v souladu s ustanovením § 250 insolvenčního zákona účinného před novelou, se nesplatné pohledávky proti emitentovi zesplatňují, tedy *akcelerují*, na základě prohlášení jeho konkursu. Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech k tomuto dále uvádí: „*to v očích investorů snižuje kvalitu hypotečních zástavních listů a banky tak musí investorům platit větší rizikovou přírážku (vyšší úroky), přičemž jde o zákonnou úpravu, kterou banky nemohou zhojit v emisních podmínkách*“.¹⁴⁶

Za nedostatek právní úpravy můžeme také dále považovat případy, kdy české právo některé instituty v zahraničí běžně užívané vůbec nezná. Jako příklad lze uvést institut *přezajištění* (z angl. *overcollateralisation*), které označuje situaci, kdy je shromažďován vyšší objem krytí, než by bylo třeba k uspokojení všech pohledávek vlastníků dluhopisů a k zajištění kontinuity výplat úroků z krytých dluhopisů i v případě, že emitent nebude dále schopen toto činit.¹⁴⁷ Drtivá většina evropských jurisdikcí (např. Belgie, Německo, Lucembursko, Nizozemsko a Dánsko) s tímto konceptem počítá, a navíc pro přezajištění stanoví zvláštní režim. V těchto zemích je standardem: (i) určit povinnou procentuální výši povinného přezajištění; (ii) připustit možnost dobrovolného přezajištění; a (iii) určit režim povinného i dobrovolného¹⁴⁸ přezajištění pro případ úpadku emitenta. Taková úprava v českém právu absentovala. Pro případ, že by bylo přezajištění předmětem smluvních ujednání, není jisté, co by se stalo s přezajištěním při úpadku emitenta. V úvahu přichází dvě možnosti. Obě varianty jsou bohužel stejně

¹⁴⁶ Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43], str. 5.

¹⁴⁷ FABOZZI, Frank J. *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*. 1. vydání. Wiley, 2008, str. 400. Shodně také WERNER, Ralf [op. cit. sub 141] str. 60.

¹⁴⁸ Požadavek na právní zakotvení stejného režimu pro smluvní a jiné dobrovolné přezajištění vyjadřuje také např. Evropská centrální banka. Např. Evropská centrální banka. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 22. srpna 2018, k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o vydávání krytých dluhopisů a veřejném dohledu nad krytými dluhopisy a o změně směrnic 2009/65/ES a 2014/59/EU a k návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 575/2013, pokud jde o expozice v krytých dluhopisech. [online] str. 10. Dostupný z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2018_37_f_sign.pdf

pravděpodobné, a taková nejistota je nežádoucí. Navíc, z pohledu metodik ratingových agentur se jedná o zkoumaný prvek při udělování ratingu krytých dluhopisů.¹⁴⁹

Dalším institutem, který v české právní úpravě absentoval a přidával tak na její rigiditě, byl například institut nezávislého správce hypoteční podstaty, jak už bylo ostatně naznačeno výše; zákonné zakotvení nezávislé osoby, která by prováděla monitoring a administraci krycího bloku.

3.3 Rozbor klíčových aspektů právní úpravy krytých dluhopisů a jejich zhodnocení v kontextu vytčených nedostatků

Tato část práce si neklade za cíl popsat vyčerpávajícím způsobem novou českou právní úpravu krytých dluhopisů, ale vybírá si specifické okruhy témat a problémů, které tvoří její jádro a představují pojmové znaky samotných krytých dluhopisů a jejich regulace. Tímto měřítkem jsem si zvolila následující témata, která považuji z klíčová: (i) krycí aktiva a složení krycího bloku; (ii) přezajištění a krycí testy; (iii) odolnost vůči úpadku – tedy speciální režim, který se bude aplikovat v případě úpadku emitenta; a (iv) ochranu investorů. Na základě těchto kritérií bude současně platná právní úprava porovnána s úpravou předchozí. Takto provedenou komparativní analýzou bude následně zodpovězeno na otázku, zdali se zákonodárci podařilo napravit všechny výše popsané nedostatky staré právní úpravy, či nikoliv. Se závěry z této části bude dále pracováno při komparaci s regulatorními režimy vybraných evropských zemí v části čtvrté této práce.

3.3.1 Krycí aktiva a složení krycího portfolia

Krycím aktivem v právním slova smyslu, se aktiva stávají až jejich registrací do rejstříku krycích aktiv, který emitent vede.¹⁵⁰ Zanesení aktiva do rejstříku krycích aktiv má mnohé právní důsledky, zejm. je zakázáno s nimi jakkoli disponovat, ale pro případ úpadku emitenta jsou chráněna před negativními následky spojenými s insolvenčním řízením, proto je zápis¹⁵¹ aktiv do rejstříku krycích aktiv svou povahou konstitutivní. Aby však aktiva mohla požívat příslušné zákonné ochrany a vytčených výhod, musí kumulativně splňovat podmínku registrace a

¹⁴⁹ FABOZZI [op. cit. sub 78] str. 447.

¹⁵⁰ Viz ustanovení § 30a zákona o dluhopisech.

¹⁵¹ Lze se důvodně domnívat, že i výmaz aktiva z rejstříku krycích aktiv je konstitutivní, jelikož zákon o dluhopisech poskytuje ochranu pouze aktivům zapsaným v rejstříku krycích aktiv. Naopak v případě akcesorických aktiv lze z dikce zákona dovodit, že tomu tak není. Zejm. vzhledem k ustanovení § 31 odst. 4 a odst. 5 zákona o dluhopisech.

podmínku způsobilosti.¹⁵² Nutno však podotknout, že součástí krycího portfolia se stávají také další věci, aniž by je emitent musel registrovat. Jedná o aktiva, která jsou fixovaná na krycí aktiva obsažená v krycím portfoliu tak, že sledují jejich osud (jsou tedy *akcesorická*).¹⁵³

K vytvoření krycího portfolia je zapotřebí, aby emitent vyhradil alespoň jedno aktivum, které má podle jeho vůle ke krytí jím vydaných dluhopisů sloužit, takovou věc zaregistroval do rejstříku krycích aktiv a následně určil dluhy, které bude dané krycí portfolio kryt. Nově mohou emitenti vytvářet libovolný počet krycích portfolií soužících k vytvoření různých úrovní krytí. Takto vytvořené krycí portfolio je svou povahou „*evidenčně oddělenou částí majetku*“¹⁵⁴ emitenta“.¹⁵⁵ Krycí portfolio (ať už se jedná o jedno či více) společně s dluhy, které kryje, tvoří *krytý blok*.¹⁵⁶ Vymezení dluhů, které jsou takto kryty je vystavěno na stejném konceptu, jako vymezení krycích aktiv, tedy zákon rozlišuje způsobilé dluhy a dluhy povahou akcesorické, taktéž náležející ke krytému bloku automaticky. Akcesorickým dluhem budou typicky dluhy odpovídající pohledávkám osob podílejících se na správě nebo související administraci krytého bloku nebo smluvní straně derivátu.

I přesto, že nová česká právní úprava na první pohled cílí „pouze“ na to, aby kryté dluhopisy vydané podle zákona o dluhopisech vyhověly požadavkům směrnice UCITS, nikoli nutně nařízení CRR, uvádí na prvním místě v seznamu způsobilých krycích aktiv právě aktiva podle čl. 129 odst. 1 a 2 CRR. Zákonomodárce tedy jasně naznačuje, kde stojí jeho pomyslná preference. Nicméně, rozhodnutí, zda budou emitenti vytvářet svá krycí portfolia pouze za použití těchto krycích aktiv, je čistě v jejich diskreci. V případě že ano, mají možnost tuto skutečnost veřejně deklarovat.¹⁵⁷ Mimo to lze do krycího portfolia zařadit také pohledávky z hypotečních úvěrů; pohledávky vůči vymezeným subjektům,¹⁵⁸ u nichž je zaručena nízká rizikovost, nebo pohledávky těmito subjekty zaručené; peněžní prostředky emitenta na účtu; a již zmiňovaná

¹⁵² Ustanovení § 30a zákona o dluhopisech.

¹⁵³ Akcesorickým aktivem budou zejm. práva plynoucí ze zajištění nebo ze smluv uzavřených v souvislosti s krycím aktivem. O akcesorických aktivech komplexně pojednává ustanovení § 31 odst. 4 zákona o dluhopisech.

¹⁵⁴ Ve smyslu § 495 ObčZ se tedy jedná pouze o aktiva.

¹⁵⁵ Ustanovení § 30c odst. 1 zákona o dluhopisech. Více k povaze krycího portfolia v dalších odstavcích téhož §.

¹⁵⁶ Srov. zákon o dluhopisech ve znění před novelou užíval pouze pojmu *krycí blok*, což účelově odpovídá dnešnímu pojetí krycího portfolia.

¹⁵⁷ Např. označením krytých dluhopisů jako „CRR compliant“ nebo jen „CRR“, přičemž toto označení je v souladu s § 28c odst. 2 zákona o dluhopisech vyhrazeno pouze pro kryté dluhopisy splňující podmínky zajištění aktivy podle CRR.

¹⁵⁸ Zákon o dluhopisech v ustanovení § 31 odst. 2 tyto subjekty taxativně vyjmenovává. Jsou jimi členské státy Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (dále jen „OECD“), centrální banky takových států, mnohostranné rozvojové banky nebo mezinárodní organizace, jejímž členem je členský stát OECD.

práva z derivátu. Pro deriváty zákonodárce stanoví ještě dodatečné podmínky, totiž aby byla stanovena určitá stabilita, kterou derivátové smlouvy (a práva z nich plynoucí) nemusí vždy oplývat. Pro zvýšení právní i ekonomické jistoty ve vztahu k derivátovým smlouvám zahrnutým do krycího portfolia je podle zákonodárce zapotřebí, aby: (i) smluvně zajištěno, „že *platební neschopnost nebo řešení krize emitenta krytých dluhopisů neznamená předčasné ukončení tohoto derivátu*“¹⁵⁹, (ii) aby protistrana derivátového obchodu zřejmě věděla, za jakým účelem se taková smlouva sjednává, a souhlasila se zápisem derivátu do rejstříku krycích aktiv.¹⁶⁰

Novela zákona o dluhopisech obsahuje přechodné ustanovení, které umožňuje emitentům, aby se rozhodli, zda se budou jejich hypoteční zástavní listy vydané před účinností novely, tedy před 3. lednem 2019, řídit novým režimem pro kryté dluhopisy, či nikoliv. V případě, že se emitent rozhodne podřídit již vydané hypoteční zástavní listy nové regulaci, může tak učinit změnou emisních podmínek, čistě na základě vlastního uvážení. V tomto případě tedy není ke změně emisních podmínek zákonem vyžadován souhlas schůze vlastníků dluhopisů za podmínky, že emitent uvede emisní podmínky do souladu s novou regulací 48 měsíců, tedy do ledna 2021.¹⁶¹

Vzhledem k výše uvedenému a nedostatkům vytčeným v předchozí kapitole můžeme konstatovat, že se zákonodárci podařilo vhodně rozšířit okruh způsobilých krycích aktiv. Vítanou změnou pro praxi je bezesporu možnost zahrnutí derivátových smluv do krycích portfolií, ale v tomto případě se domnívám, že by bylo vhodnější, kdyby zákon o dluhopisech stanovil některé další podmínky a kritéria. Například, zákon o dluhopisech v tomto kontextu nestanoví žádné požadavky na protistranu takové derivátové smlouvy, přitom by mělo být zaručeno, aby taková osoba byla schopna plnit své závazky z derivátové smlouvy zejména v případě úpadku emitenta, vzhledem k jejich vlivu na kontinuitu plateb a celkovou situaci emitenta. Dle mého názoru by tedy bylo vhodné legislativně upravit okruh způsobilých protistran derivátových smluv, např. pouze na regulované subjekty určitého typu. Taková pravidla mohou být nastavena různým způsobem, dále lze brát v úvahu např. rating protistrany.¹⁶² Pravidla však nesmí být natolik omezující, aby nedocházelo ke koncentraci způsobilých derivátových protistran do několika subjektů na trhu. Z pohledu potenciálního systemického rizika je toto silně nežádoucí.

¹⁵⁹ Viz ustanovení § 31 odst. 2 písm. e) zákona o dluhopisech.

¹⁶⁰ Ustanovení § 31 odst. 2 písm. e) ve spojení s ustanovením § 31 odst. 3 zákona o dluhopisech.

¹⁶¹ Viz. čl. II novely zákona o dluhopisech.

¹⁶² Více informací viz např. INSTEFJORD, Norvald. Risk and hedging: Do credit derivatives increase bank risk? *Journal of Banking & Finance*. 2005, č. 2, roč. 29.

3.3.2 Přezajištění a krycí testy

Obecně platí, že pro účely veškerých výpočtů a kalkulací podle požadavků zákona o dluhopisech, se aktiva i dluhy vyjadřují jejich nominální hodnotou, s výjimkou derivátů, které se vyjadřují pomocí jejich reálné hodnoty.¹⁶³ V souvislosti s hodnotami derivátů a jejich vstupem do výpočtů kvantitativních zákonných požadavků je také vhodné zmínit, že zákonodárce v tomto případě velmi vhodně zformuloval¹⁶⁴ pravidla pro režim derivátů s kladnou i zápornou reálnou hodnotou. Takto konkrétní úprava v mnohých (i vyspělejších) národních úpravách členských států totiž chybí.¹⁶⁵

Zákon stanoví dva kvantitativní testy krytí – test přezajištění a test souhrnné hodnoty. Zákon stanoví požadavek 2% přezajištění, tedy aby celková jmenovitá hodnota všech krycích aktiv v součtu byla rovna alespoň 102 % součtu všech krytých dluhů jimi krytých.¹⁶⁶ Dvouprocentní výše přezajištění však představuje pouze minimální limit, který musí emitenti krytých dluhopisů dodržet v případě, že se v příslušných emisních podmínkách nezaváží k dodržení limitu vyššího, anebo se k vytvoření vyšší hodnoty přezajištění nerozhodnou jednostranně. Výhodou je, že i aktiva tvořící dobrovolné přezajištění jsou plnohodnotnými krycími aktivy ve smyslu zákona o dluhopisech, a tak na ně dopadá tentýž ochranný režim, jak již bylo vyloženo výše.

Test souhrnné hodnoty, který obdobným způsobem jako test přezajištění kalkuluje se souhrnnou jmenovitou hodnotou, stanoví požadavek, aby souhrnná hodnota všech krycích aktiv v portfoliu byla rovna alespoň 85 % souhrnné hodnoty všech dluhů, které kryje.¹⁶⁷ Účelem tohoto testu je zajistit, aby emitenti skládali krycí portfolia v dané procentuální míře pouze z určených aktiv, a tedy proto zákon hodnotu určitých aktiv pro účely výpočtu tohoto testu nebere v potaz.¹⁶⁸ I v tomto případě je však stanovená procentuální hranice pouze minimálním zákonným požadavkem. Emitenti se mohou v emisních podmínkách zavázat k plnění hodnoty vyšší, což lze z pohledu potenciálního investora emitentům jen doporučit.

¹⁶³ Viz mezinárodní účetní standardy dle Nařízení Komise č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 16. 10. 2019].

¹⁶⁴ Viz ustanovení § 28a odst. 1 zákona o dluhopisech.

¹⁶⁵ Např. Německo.

¹⁶⁶ Viz ustanovení § 28a odst. 1 zákona o dluhopisech.

¹⁶⁷ Viz ustanovení § 28a odst. 2 zákona o dluhopisech.

¹⁶⁸ Např. peněžní prostředky emitenta, ale také část pohledávky z hypotečního úvěru, v které jmenovitá hodnota takové pohledávky přesahuje 100 % zástavní hodnoty nemovité věci.

Tím, že se pro účely testu souhrnné hodnoty hodnota některých aktiv nezapočítává a pro jednotlivé typy krytých dluhopisů musí krycí portfolio obsahovat určité procento daného druhu krycích aktiv, se v podstatě nová právní úprava velmi podobá předchozí právní úpravě v tom smyslu, že dříve zákon pojmově odlišoval *řádné* a *náhradní krytí* a stanovil pro každé z nich určité hodnoty, kdežto dnes je takové pojmosloví opuštěné, ale fakticky je téhož výsledku dosaženo právě testem souhrnné hodnoty.¹⁶⁹ Dvouprocentní výši povinného přezajištění lze hodnotit jako standardní – shodnou výši přezajištění stanoví např. Dánsko, Lucembursko a Rakousko.

3.3.3 Odolnost vůči úpadku

Novinkou, která se nejvýraznějším způsobem podepíše na ratingu krytých dluhopisů vydaných podle novelizovaného zákona o dluhopisech, je bezesporu ošetření situací, ke kterým může dojít v souvislosti s úpadkem jejich emitenta. Nové znění ustanovení § 375 InsZ staví najisto, že se krycí portfolio vytvořené podle zákona o dluhopisech nestává součástí majetkové podstaty emitenta jako dlužníka. Kontinuita fungování krytého bloku při úpadku emitenta je také zajištěna zavedením nového institutu, a tím je *nucený správce krytých bloků*. Nuceným správcem krytých bloků může Česká národní banka jmenovat pouze entitu, u které bude zaručeno, že emitenta při správě krytého bloku dokáže nahradit,¹⁷⁰ přičemž výslovně nesmí jmenovat osobu, u které by mohl existovat střet zájmů.¹⁷¹ Nucený správce krytých bloků nejenže zajistí řádnou administraci krytého bloku v situacích, kdy toho již emitent sám není schopen, ale také řeší problém s potenciálním střetem zájmů, který byl předchozí právní úpravě také vytýkán.

Konečně, do budoucna je již zabráněno tomu, aby docházelo k automatickému zesplatnění nejen dluhů z krytých dluhopisů, ale také všech souvisejících dluhů, které jsou zahrnuty v krytém bloku emitenta krytých dluhopisů,¹⁷² čímž došlo z výraznému zvýšení právní jistoty vlastníků krytých dluhopisů.

¹⁶⁹ Shodně také např. Důvodová zpráva k novele zákona o dluhopisech [op. cit. sub 43] str. 27.

¹⁷⁰ V souladu s ustanovením § 32a odst. 2 zákona o dluhopisech může takovou osobu být pouze banka, nebo zahraniční banka se sídlem v členském státě, která vydává cenné papíry srovnatelné s krytými dluhopisy, nebo která spravuje věci srovnatelné s krycími aktivy.

¹⁷¹ V tomto kontextu zákon výslovně pamatuje na insolvenčního správce, dočasného správce a likvidátora. Viz ustanovení § 32a odst. 3 zákona o dluhopisech.

¹⁷² Ustanovení § 375 odst. 2 ve spojení s ustanovením § 250 insolvenčního zákona.

3.3.4 Ochrana investorů

Ochrana investorů je na úrovni zákona o dluhopisech řešena komplexně a prolíná se většinou ustanoveních. Mimo právo dvojího postihu, které vlastníkům krytých dluhopisů (tedy hypotečních zástavních listů) poskytoval i předchozí právní režim, lze považovat za nástroje napomáhající chránit zájmy investorů také např. dohled vykonávaný Českou národní bankou nad emitenty krytých dluhopisů, povinnost nuceného správce krytých bloků jednat s odbornou péčí, povinnost emitentů vést rejstříky a evidence související s krytím a dluhy, nebo také povinnost emitentů plnit krycí testy a další zákonné požadavky, či stanovení sankcí pro případ jejich neplnění.

3.4 Zhodnocení nové právní úpravy aneb povedlo se vytýkané nedostatky odstranit?

Na základě výše provedeného rozboru obou právních režimů krytých dluhopisů, si dovoluji tvrdit, že zákonodárce plně vyhověl požadavkům praxe. Díky se tomu se česká právní úprava změnila z rigidní a zastaralé na moderní, podněcující aktivitu na trhu s krytými dluhopisy. Níže uvedený Obrázek 6 poskytuje grafické znázornění proměny některých vybraných prvků české právní úpravy.

Co však ani nová právní úprava žádným způsobem neřeší, je tvorba rezerv, které by pokryly případný nedostatek likvidity. Dle mého názoru by bylo vhodné, aby česká právní úprava obsahovala striktní požadavek, aby finanční toky z krycího portfolia byly dostatečné na pokrytí všech platebních povinností emitenta. Na druhou stranu je ale nutné podotknout, že i když taková imperativní úprava v zákoně o dluhopisech absentuje, mohou emitenti alespoň na základě vlastního rozhodnutí vytvořit přezajištění ve vyšším limitu, než je vyžadováno, či uzavřít derivátové smlouvy k zajištění tohoto rizika. V případě, že byla správa krytých bloků svěřena nucenému správci, je nucený správce oprávněn za účelem zlepšení likvidity oprávněn sjednávat závazky ve prospěch i k tíži krytého bloku.¹⁷³

¹⁷³ Ustanovení § 32b odst. 5 zákona o dluhopisech.

Obrázek 6: Grafické znázornění změn v právní úpravě krytých dluhopisů¹⁷⁴

Prvek	HZL	KD
Složení krycího portfolia		
Požadavky na krytí		
Přezajištění		
Zahrnutí derivátů do krycího portfolia		
Oddělení krycích aktiv		
Odolnost vůči úpadku		
Právo dvojího postihu		
Likvidní rezervy		
Rozsah informačních povinností		

Legenda:

Odpovídající

Částečně odpovídající

Neodpovídající

Hypoteční zástavní listy **HZL**

Kryté dluhopisy **KD**

Zdroj: Vlastní zpracování.

Shrneme-li všechny klady a drobné nedostatky nové právní úpravy, nepochybně tento legislativní počín můžeme hodnotit za pozitivní posun směrem k vyrovnání se vyspělým evropským zemím a velký krok k zatraktivnění krytých dluhopisů nejen v měřítku evropského trhu. Vzhledem k tomu, že se kryté dluhopisy stávají v posledních letech stále populárnějším zdrojem financování činnosti bank,¹⁷⁵ dá se říct, že i když změna české právní úpravy přišla o několik let déle, než tomu tak bylo v některých evropských zemích, může tento trend i tak výrazně podpořit.

¹⁷⁴ Pro účely následujícího srovnání byly vybrány některé prvky právní úpravy, které v souladu se Stanoviskem Evropského orgánu pro bankovnínictví [op. cit. sub 109] str. 26-82, představují základní aspekty každého regulačního rámce, a podle nichž lze národní úpravy vzájemně porovnat. V grafickém znázornění je referenční úroveň kvality doporučení (z orig. *best practice recommendations*) Evropského orgánu pro bankovnínictví, jehož by se měly členské státy při tvorbě či novelizaci legislativy národní úrovně držet.

¹⁷⁵ Viz Obrázek 1 a Obrázek 2.

4 Alternativní vymezení evropského standardu: analýza právních úprav vybraných evropských zemí

Při určování toho, co je *evropským standardem* v oblasti právní úpravy krytých dluhopisů, nelze hledět pouze na legislativní a jiné počiny ze strany orgánů Evropské unie. Vzhledem k tomu, že je evropský právní rámec úpravy krytých dluhopisů současně vystavěn na principu minimální harmonizace, domnívám se, že skutečný *evropský standard* lze určit pouze kombinací evropského právního rámce a toho, co je *obvyklé* v právních úpravách jednotlivých členských států. Vzhledem k tomu se tato část práce soustředí na komparaci stejných prvků regulace (krycí aktiva a složení krycího portfolia, přezajištění a krycí testy, odolnost vůči úpadku a ochrana investorů), které již byly analyzovány v části předcházející, budou zde vyzdviženy zejména odlišnosti, zvláštnosti a přednosti zahraničních právních úprav. Pozornost je soustředěna na stejné prvky proto, jelikož pouze na základě porovnání porovnatelného bude možné zhodnotit, zda česká právní úprava vyhovuje evropskému tržnímu standardu. Jednotlivé hodnocené prvky pak budou v případě každé analyzované jurisdikce klasifikovány podle týchž měřítek a následně graficky znázorněny, aby byla usnadněna přehlednost zjištěných faktů.

I když by komplexní analýza právních úprav všech členských států v kombinaci s širší škálou hodnocených prvků jistě poskytovala přesnější obraz takového *standardu*, pro účely této práce jsem si vybrala právní úpravy těch členských států, které mají k české právní úpravě určitý vztah nebo těch, které mají zvláštní význam pro evropský trh s krytými dluhopisy, zejm. díky velikosti tržního podílu dané země. Výchozí bodem pro určení evropského standardu je tedy především právní úprava Německá a Belgická, jimiž se zákonodárce při tvorbě novely zákona o dluhopisech do značné míry inspiroval,¹⁷⁶ dále je zde analyzována také právní úprava Nizozemská, jelikož, jak bude popsáno dále, představuje ve své současné podobě model, který, po všech stránkách, nejvíce odpovídá současnému směřování Evropské unie.

¹⁷⁶ Pracovní komise pro hodnocení dopadů regulace. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA). Návrh: zákon, kterým se mění zákon č. 190/2004, o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. [online]. [cit. 1. 11. 2019], str. 2. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=133625>

4.1 Rozbor hodnocených prvků v úpravách vybraných evropských zemí

4.1.1 Německé *Pfandbriefe*

Jak již bylo vyloženo výše, německé kryté dluhopisy se těší dlouholeté tradici, nicméně právní základ pro *Pfandbriefe* tak, jak je známe dnes, byl položen až v roce 2005, kdy byl přijat zákon o krytých dluhopisech, tedy *Pfandbriefgesetz*.¹⁷⁷

Německá právní úprava upravuje, na rozdíl české, celkem čtyři druhy¹⁷⁸ krytých dluhopisů,¹⁷⁹ tudíž i rozsah krycích aktiv je širší – zejm. v případě veřejnoprávních zástavních listů (něm. *Öffentliche Pfandbriefe*) je škála subjektů, vůči kterým může podkladová pohledávka existovat, výrazně širší.¹⁸⁰ Za zmínku v tomto kontextu stojí zvláště tzv. *Schiffspfandbriefe* (možno přeložit jako *lodní zástavní listy*), které se jako druh krytých dluhopisů vyskytují v právních úpravách pouze několika zemí (např. Dánsko, Kypr a Řecko¹⁸¹). Odborná literatura¹⁸² považuje za omezující, že emitent musí získat separátní povolení pro možnost vydávání každého z typů německých krytých dluhopisů. Zvláštností německé úpravy také je, že emitenti v krycích portfoliích nemohou směšovat základní (primární) typy krycích aktiv. Deriváty však do krycího portfolia zahrnuty být mohou, přičemž *Pfandbriefgesetz*, ani žádný jiný německý předpis nevyžaduje,¹⁸³ aby tyto deriváty mohly být použity pouze jako nástroje k zajištění rizik spojených s krycími aktivy, což se neslučuje s doporučeními¹⁸⁴ Evropského orgánu pro bankovníctví.

Jistina německých krytých dluhopisů, a stejně tak příslušný úrokový výnos, musí být v každý okamžik své existence kryty dostatečným množstvím způsobilých krycích aktiv. Pro účely výpočtu testů krytí se hodnota aktiv vyjadřuje pomocí jejich *současné hodnoty* (něm. *Barwert*),¹⁸⁵ tedy nikoli nominální hodnoty, jak je tomu v případě českých krytých dluhopisů. Hodnota krycích aktiv musí převyšovat dluhy z krytých dluhopisů (navýšené o derivátové

¹⁷⁷ NĚMECKO: *Pfandbriefgesetz* vom 22. Mai 2005, BGBl. I S. 1373 (dále jen „*Pfandbriefgesetz*“ nebo „*PfandBG*“).

¹⁷⁸ *Pfandbriefgesetz* rozlišuje následující typy krytých dluhopisů, dle typu krycích aktiv: hypoteční zástavní listy (*Hypothekpfandbriefe*), veřejnoprávní zástavní listy (*Öffentliche Pfandbriefe*), lodní zástavní listy (*Schiffspfandbriefe*) a zástavní listy na bázi úvěrů z letadel (*Flugzeugpfandbriefe*).

¹⁷⁹ Pro účely analýzy německé právní úpravy bude dále o krytých dluhopisech vydaných podle *PfandBG* hovořeno jako o „německých krytých dluhopisech“.

¹⁸⁰ Srov. NĚMECKO: § 20 *PfandGB*; podrobnosti k výpočtu současné hodnoty viz *Pfandbrief-Barwertverordnung* vom 14. Juli 2005, BGBl. I S. 2165.

¹⁸¹ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub 109] str. 37.

¹⁸² Např. WERNER [op. cit. sub 141] str. 5.

¹⁸³ KOPPMANN [op. cit. sub 88] str. 189.

¹⁸⁴ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub 109].

¹⁸⁵ Srov. ustanovení § 4 Abs. 1 *PfandBG*

smlouvy) minimálně o 2 % (něm. *sichernde Überdeckung*). Stejně jako je tomu v jiných evropských zemích, i zde mají emitenti tendenci udržovat vyšší procento přezajištění, než podle zákona musí, aby dosáhli na vyšší rating.¹⁸⁶ Jak už bylo zmíněno výše, Německo využívá integrovaného modelu, tedy k oddělení krycích aktiv od emitenta zde dochází formálně, a to zápisem do rejstříku krycích aktiv (něm. *Deckungsregister*), přičemž německý zákonodárce vyžaduje, aby emitenti udržovali hodnoty krytí a prováděli příslušné výpočty přezajištění, souhrnnou hodnotu a test likvidity¹⁸⁷ na denní bázi.¹⁸⁸

Krycí aktiva se nestávají součástí majetkové podstaty emitenta jako dlužníka v insolvenční a automatická akcelerace dluhů z německých krytých dluhopisů obecně je rovněž vyloučena. Nicméně, je zde jedna zvláštnost, která si zaslouží pozornost – v případě, že je krycí portfolio předloženo, nebo je nelikvidní, BaFin¹⁸⁹ může dát návrh na zahájení zvláštního druhu insolvenčního řízení. V takovém případě pak může dojít k akceleraci dluhů z krytých dluhopisů.

Právo dvojího postihu mají vlastníci německých krytých dluhopisů také zaručeno zákonem¹⁹⁰ bez toho, aniž by zde byla nějaká modifikace, která by toto základní pravidlo podmiňovala nebo měnila.

Stejnou optikou, jakou byly hodnoceny jednotlivé zkoumané prvky české právní úpravy, původní i současné (viz Obrázek 6 a jeho vysvětlení), byly pro účely této práce ohodnoceny stejné prvky v německé právní úpravě krytých dluhopisů, jak znázorňuje Obrázek 7 níže.

Obrázek 7: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Německo)

Prvek	DE
Složení krycího portfolia	
Požadavky na krytí	
Přezajištění	
Zahrnutí derivátů do krycího portfolia	
Oddělení krycích aktiv	
Odolnost vůči úpadku	
Právo dvojího postihu	
Likvidní rezervy	

Legenda:

Odpovídající

Částečně odpovídající

Neodpovídající

Německo



¹⁸⁶ SPANGLER, Manuela. *Modelling German Covered Bonds*. Wiesbaden: Springer, 2018, str. 9.

¹⁸⁷ *Ibid.*

¹⁸⁸ BENTEUX, VAN GALLEBAERT, BLIESENER, SCHNEIDER, WAGNER, PÉPORTÉ, SCHELTEMA, MERCER, BLACK [op. cit. sub 92] str. 355. Srov. také NĚMECKO: § 28 PfandBG.

¹⁸⁹ *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (možno přeložit jako Německý finanční regulační úřad).

¹⁹⁰ QUIRK [op. cit. sub 28] str. 1341.

Rozsah informačních povinností	
Periodicita informačních povinností	

Zdroj: Vlastní zpracování.

4.1.2 Belgické *Pandbrieven*

Belgická právní úprava krytých dluhopisů byla přijata až v roce 2012.¹⁹¹ Do té doby zde nebyl žádný právní rámec, na jehož základě by kryté dluhopisy mohly být vydávány.¹⁹² I to může být jedním z důvodů, proč je belgická právní úprava považována za jednu z vyspělejších,¹⁹³ neboť zde v tomto směru nebyla žádná zavedená tradice, kterou by bylo nutné překonat. Grafické znázornění hodnocení Belgické právní úpravy krytých dluhopisů zobrazuje Obrázek 8 níže.

Na úrovni samotných emisí krytých dluhopisů je podle belgického práva rozlišováno mezi těmi krytými dluhopisy, které jsou v souladu s požadavky čl. 129 nařízení o kapitálových požadavcích, tedy jsou *CRR compliant*, a těmi, které vyhovují pouze požadavkům čl. 52 odst. 4 směrnice UCITS. Pouze ty, které jsou *CRR compliant*, mohou být nazývány *Belgische Pandbrieven/Lettres de Gage Belges*, pro zbylé kryté dluhopisy je přikázáno užití označení *Belgian covered bonds*. Nicméně, vzhledem k tomu, jak jsou příslušné předpisy¹⁹⁴ ve vzájemném propojení v současnosti nastaveny, lze fakticky vydávat pouze prvý zmíněný typ krytých dluhopisů.

Stejně jako v případě české i německé právní úpravy, krycí aktiva zde zůstávají v emitentově rozvaze (zapsaná v registru krytí jako *bijzondere vermogens*,¹⁹⁵ tedy doslova, zvláštní aktiva, v českém právu bychom našli jako ekvivalent krycí portfolio) a nedochází k jejich oddělení na separátní entitu. Belgický královský dekret vymezí 5 kategorií aktiv, která jsou způsobilá být krycími aktivy: (i) pohledávky z hypotečních úvěrů na rezidenční nemovitosti; (ii)

¹⁹¹ V tomto roce byly přijaty, mimo jiné, následující 2 klíčové předpisy (zákon a královský dekret), které společně tvoří základ belgického právního rámce pro vydávání krytých dluhopisů. BELGIE: Wet van 3 augustus 2012 tot invoering van een wettelijke regeling voor Belgische covered bonds, nummer 2012003256 (dále jen „**belgický zákon o krytých dluhopisech**“ nebo „**WvBcb**“);

BELGIE: Koninklijk Besluit van 11 oktober 2012 betreffende de uitgifte van Belgische covered bonds door kredietinstellingen naar Belgisch recht, nummer 2012003308 (dále jen „**belgický královský dekret**“ nebo „**KBvBcb**“).

¹⁹² KIERSZENBAUM, Sylvia, VAN DE WIELE, Willem, DE JONGHE, Steven. Belgian covered bonds: an overview of the legislative framework. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*. 2013. roč. č. str. 102.

¹⁹³ EBA report 2016 najít

¹⁹⁴ Již zmíněný belgický královský dekret a zákon o bankách dohledu nad nimi – Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen, nummer 2014003194).

¹⁹⁵ BELGIE: Art. 64/8 §1 WvBch.

pohledávky z hypotečních úvěrů na komerční nemovitosti; (iii) pohledávky vůči členským státům OECD, centrální banky takových států, mnohostranné rozvojové banky nebo mezinárodní organizace, jejímž členem je členský stát OECD; nebo pohledávky jimi zajištěné; (iv) pohledávky vůči úvěrovým institucím nebo pohledávky jimi zajištěné; a konečně (v) derivátové nástroje, přičemž na všech těchto pět kategorií se ještě vztahují podrobnější zákonná kritéria.

Při vytváření krycího portfolia mohou emitenti využít všech výše zmíněných skupin aktiv, ale v každém případě se musí jmenovitá hodnota aktiv z kategorií (i)-(iii) alespoň rovnat 85 % jmenovité hodnoty nesplacených krytých dluhopisů, které kryje.¹⁹⁶ Co se týče testu přezajištění, v porovnání s již zkoumanou českou a německou právní úpravou, belgická stanoví zatím nejvyšší procento, o které musí emitenti kryté dluhy přezajistit, konkrétně 5 %.¹⁹⁷ Krycí aktiva tvořící oněch 85 %, musí být fixována na území některého z členských států EHP, na zbylá aktiva se taková povinnost neuplatní.¹⁹⁸ Co je však belgické právní úpravě vytýkáno je nedostatečnost v oblasti stanovení pravidel pro informační povinnost vůči národnímu orgánu dohledu, tedy Národní bance Belgie.

Pokud je vůči emitentovi belgických krytých dluhopisů zahájeno insolvenční řízení, zvláštní aktiva se tímto automaticky oddělí od těch běžných, a tím pádem nemohou být insolvenční emitenta žádným způsobem ohrožena nebo ovlivněna.

Každé krycí portfolio představuje separátní nástroj k uspokojení nároků vlastníků krytých dluhopisů, ale také dalších osob, které mohou být seznány z příslušných emisních podmínek.¹⁹⁹ V případě, že příslušné krycí portfolio nebude svou hodnotou stačit k uspokojení všech pohledávek, mohou tito věřitelé přihlásit své pohledávky ve zbylé části jako nezajištění věřitelé, aby se uspokojili ze zbylého majetku emitenta. Navíc, v pro každé krycí portfolio zde platí, že musí generovat určitou likviditu nebo obsahovat dostatek likvidních aktiv tak, aby byla zajištěna kontinuita všech plateb, které emitent provádí (zahrnující jistinu, naběhlý úrok a další), po dobu 6 měsíců.²⁰⁰

¹⁹⁶ BELGIE: Art. 3 §3 ve spojení s Art. 5 §1 KBvBcb.

¹⁹⁷ BELGIE: Art. 5 §2 KBvBcb.

¹⁹⁸ Evropský orgán pro bankovníctví [op. cit. sub 109] str. 44.

¹⁹⁹ KIERSZENBAUM, VAN DE WIELE, DE JONGHE [op. cit. sub 192].

²⁰⁰ BELGIE: Art. 7 §1 KBvBcb.

Obrázek 8: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Belgie)

Prvek	BE
Složení krycího portfolia	
Požadavky na krytí	
Přezajištění	
Zahrnutí derivátů do krycího portfolia	
Oddělení krycích aktiv	
Odolnost vůči úpadku	
Právo dvojího postihu	
Likvidní rezervy	
Rozsah informačních povinností	
Periodicita informačních povinností	

Legenda:

Odpovídající

Částečně odpovídající

Neodpovídající

Belgie



Zdroj: Vlastní zpracování.

4.1.3 Nizozemské *Gedekte obligaties*²⁰¹

Od té doby, co Nizozemí v roce 2014 novelizovalo základní právní předpisy (zákon o dozoru na finančním trhu,²⁰² dekret o finančních trzích²⁰³ a související nařízení ministra financí) z roku 2008, které tvoří tamní právní rámec pro vydávání krytých dluhopisů, je Nizozemská právní úprava jedinou národní úpravou, která ve všech ohledech plně vyhovuje všem doporučením Evropského orgánu pro bankovníctví, jak zobrazuje Obrázek 9 níže. Nicméně, dříve (od roku 2005²⁰⁴) se zde prudce rozvíjel obchod se strukturovanými²⁰⁵ krytými dluhopisy založenými na obecném civilním právu,²⁰⁶ proto odborná literatura rozlišuje strukturované kryté dluhopisy (niz. *gestructureerde gedekte obligaties*) a zákonné kryté dluhopisy²⁰⁷ (niz. *geregistreeerde gedekte obligaties*).

²⁰¹ Kryté dluhopisy se zde označují jako *Gedekte Obligaties*, přičemž se ale nejčastěji užívá mezinárodního výrazu výrazu *Covered Bonds*.

²⁰² NIZOZEMÍ: Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht) (dále jen „Wft“).

²⁰³ NIZOZEMÍ: Besluit van 22 mei 2012 houdende nadere regels met betrekking tot de financiële markten in de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius en Saba en de financiële ondernemingen die op die markten werkzaam zijn (Besluit financiële markten), (dále jen „BES“).

²⁰⁴ Příkladem nizozemského programu krytých dluhopisů je program založený společností ABN AMRO BANK N.V. v roce 2005 (na 40 miliard EUR), který je považován za vůbec první program strukturovaných krytých dluhopisů v Nizozemí. Více informací zde: https://www.abnamro.com/en/images/Documents/050_Investor_Relations/Debt_Investors/Covered_Bonds/2017/Base_Prospectus_ABN_AMRO_CB_Programme_20171213.pdf

²⁰⁵ Vysvětlení viz část druhá této práce.

²⁰⁶ SCHELTEMA, A.H., Pfandbriefe, covered bonds of gedekte obligaties. *Maandblad voor Vermogensrecht*. 2015, č. 6, str. 177-178.

²⁰⁷ Pravidla pro zákonné (registrované) kryté dluhopisy podrobněji stanoví Art. 3: 33a, 3: 33b Wft.

Nizozemská právní úprava byla do tohoto srovnání zahrnuta zejména proto, aby vzorek zkoumaných národních legislativ v této práci obsahoval také „zástupce“ odděleného modelu a mohlo být dále demonstrováno, že i oddělený model může v rámci evropské legislativy efektivně (a případně efektivněji) fungovat. Při vydávání nizozemských krytých dluhopisů tedy hraje podstatou roli činnost SPV, na něž jsou krycí aktiva převáděna. I když nutno brát v potaz, že se v Nizozemí může uplatit ještě určitá modifikace²⁰⁸ základního odděleného modelu, jak byl popsán výše v této práci. Tato modifikace se projevuje tak, že řada nizozemských programů krytých dluhopisů funguje tak, že krycí aktiva nejsou prodána SPV, ale převádějí se na ně bez finančního protiplnění. Není-li finanční protiplnění, není třeba žádného financování SPV,²⁰⁹ což může emitentům přinést značné výhody. Při zavádění nových programů krytých dluhopisů v současné době ale emitenti od tohoto postupně upouští a krycí aktiva jsou na SPV převáděna za protiplnění. Rozsah způsobilých krycích aktiv se opět skládá jen z aktiv vysoce likvidních (aktiva podle článku 129 CRR, pohledávky z hypotečních úvěrů (pro nemovitosti komerční i rezidenční), ale i pohledávky z úvěrů na lodě) – tato jsou označována jako *primární*. Určité procento, konkrétně 20 % hodnoty nesplacených krytých dluhopisů, může být kryto *náhradními* krycími aktivy, což jsou převážně pohledávky za subjekty veřejného sektoru.²¹⁰

Procentuální limit minimálního zákonného přezajištění je nastaven na 5 %²¹¹ a souhrnná hodnota všech krycích aktiv musí být vždy alespoň rovna 100 % hodnoty nesplacených krytých dluhopisů, přičemž se pro účely těchto výpočtů vychází z jmenovité hodnoty primárních aktiv a tržní hodnoty náhradních krycích aktiv.²¹²

Mimo to, že jsou krycí aktiva převedena na separátní entitu, čímž je zaručena jejich ochrana před úpadkem emitenta, je jejich ochrana zajištěna dále tím, že emitent (ani jiné společnosti ze skupiny emitenta) nesmějí v SPV držet podíl, ani jej jinak kontrolovat. Zmíněné právní předpisy také stanoví, v porovnání s německou nebo belgickou úpravou, poměrně přísné a komplexně popsané požadavky na tvorbu a udržení likvidity. Emitenti musí, buď držet vymezená vysoce likvidní aktiva, nebo musí krycí aktiva v krycím portfoliu generovat

²⁰⁸ KRAVITT, Jason H.P. *Securitization of Financial Assets*. 3. vydání. Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S. kap. 16, str. 33.

²⁰⁹ SCHELTEMA [op cit sub 206] str. 178.

²¹⁰ BEAUMONT, Joost. The Netherlands. In ECBC fact book 2019, str. 408.

²¹¹ NIZOZEMÍ: Art. 40f lid 1 BES.


²¹² NIZOZEMÍ: Art. 40f lid 2 BES.


dostatečnou likviditu k tomu, aby tyto toky pokryly platby, které je emitent povinen činit po dobu 6 měsíců.²¹³


Obrázek 9: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Nizozemí)


Prvek	NL
Složení krycího portfolia	
Požadavky na krytí	
Přezajištění	
Zahrnutí derivátů do krycího portfolia	
Oddělení krycích aktiv	
Odolnost vůči úpadku	
Právo dvojího postihu	
Likvidní rezervy	
Rozsah informačních povinností	
Periodicita informačních povinností	

Legenda:

Odpovídající 

Částečně odpovídající 

Neodpovídající 

Nizozemí **NL** 

Zdroj: Vlastní zpracování.

4.2 Odpovídá nová česká právní úprava vymezeným standardům trhu?

Na základě toho, co již bylo řečeno o nové české právní úpravě krytých dluhopisů, a provedených rozborů německé, belgické a nizozemské právní úpravy, můžeme konstatovat, že se nová česká právní úprava (i s drobnými nedostatky, které stále obsahuje) může směle zařadit mezi vyspělé národní úpravy členských států.

Poznatky z provedené analýzy graficky zobrazuje Obrázek 10 níže. Aby bylo vyzdviženo, jak zásadní proměnou česká právní úprava prošla, je do tohoto znázornění zahrnuta i právní úprava účinná před novelou zákona o dluhopisech (tedy úprava hypotečních zástavních listů vydaných podle zákona o dluhopisech). Z deseti hodnocených kategorií se česká právní úprava díky novele zákona o dluhopisech zkvalitnila a přiblížila doporučením Evropského orgánu pro bankovníctví v celkem sedmi kategoriích, přičemž v osmi hodnocených kategoriích dosáhla nejvyššího možného stupně hodnocení, tedy *Odpovídající*.

Výraznější prostor pro další modernizaci a vývoj právní úpravy nabízí problematika týkající se informačních povinností emitentů, ale především oblast tvorby a zachování likvidních rezerv – zejména ve světle nové směrnice o krytých dluhopisech, která zmiňuje²¹⁴ důležitost

²¹³ SCHELTEMA [op. cit. sub 206] str. 182.

²¹⁴ Recitál 21) Směrnice o krytých dluhopisech.

omezení rizika likvidity na co nejnižší možnou míru a za tímto účelem klade odpovídající požadavky na členské státy.

Obrázek 10: Znázornění komparace analyzovaných národních právních úprav

Prvek	CZ1	CZ2	DE	BE	NL
Složení krycího portfolia	Částečně odpovídající	Odpovídající	Částečně odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Požadavky na krytí	Částečně odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Přezajištění	Neodpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Zahrnutí derivátů do krycího portfolia	Neodpovídající	Odpovídající	Částečně odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Oddělení krycích aktiv	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Odolnost vůči úpadku	Neodpovídající	Odpovídající	Částečně odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Právo dvojího postihu	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Likvidní rezervy	Neodpovídající	Neodpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Odpovídající
Rozsah informačních povinností	Částečně odpovídající	Odpovídající	Odpovídající	Neodpovídající	Odpovídající
Periodicita informačních povinností	Neodpovídající	Částečně odpovídající	Odpovídající	Neodpovídající	Odpovídající

Legenda:

Odpovídající

Částečně odpovídající

Neodpovídající

České kryté dluhopisy – stav před novelou

České kryté dluhopisy – stav po novele

Německé Pfandbriefe

Belgické Pandbrieven

Nizozemské Gedekte obligaties



CZ1

CZ2

DE

BE

NL

Zdroj: Vlastní zpracování.

Závěr

V této práci jsem se pokusila zanalyzovat vybrané aspekty práva krytých dluhopisů a na základě získaných poznatků také zhodnotit kvalitu nové české právní úpravy krytých dluhopisů. Při hledání odpovědi na to, co vlastně *evropský standard* představuje, jsem se zabývala jednak základními rysy přístupu Evropské unie k regulaci krytých dluhopisů, ale také tím, jak je tato problematika řešena na úrovni národních právních úprav vybraných členských států. V závěru shrnuji poznatky a dílčí závěry, ke kterým jsem dospěla v jednotlivých částech této práce.

Vymezení pojmu *krytý dluhopis* se napříč jednotlivými právními úpravami evropských států liší, ale vždy jej můžeme obecně definovat pomocí jeho základních znaků jako dluhový cenný papír zajištěný vyhrazeným souborem aktiv, jehož emitentem může být pouze určitý okruh subjektů. I když tento pojem do českého právního řádu (v pravém slova smyslu) přinesla až letošní novela zákona o dluhopisech, kryté dluhopisy v českém právu *de facto* existovaly již dříve, a to v podobě *hypotečních zástavních listů*. Vzhledem k zásadnímu významu hypotečních zástavních listů s nimi zákon o dluhopisech samozřejmě počítá i nadále.

Nejvýznamnějším rozdílem mezi krytými dluhopisy a jinými podobnými dluhovými cennými papíry (zejména ve srovnání se standardními zajištěnými dluhopisy, asset-backed securities nebo se seniorními nezajištěnými dluhopisy), je tzv. právo dvojího postihu, které svým vlastníkům poskytují. Tedy právo, podle něhož vlastníkům krytých dluhopisů náleží zvláštní právo přednosti na uspokojení jejich pohledávek z krycího portfolia, které emitent speciálně za tímto účelem vytvořil, a pro případ, že jejich pohledávky nebudou takto plně uspokojeny, náleží vlastníkům krytých dluhopisů také právo postihu vůči jejich emitentovi.

Regulace krytých dluhopisů ze strany Evropské unie je svou povahou spíše rámcová a staví pouze mantinely, ve kterých se členské státy mohou při tvorbě národních pravidel pohybovat. V současné době proto neexistuje jeden univerzální model, podle něhož by byly kryté dluhopisy vydávány, tudíž se napříč evropskými právními úpravami můžeme setkat jak s regulovanými krytými dluhopisy, tak s neregulovanými (strukturovanými) krytými dluhopisy. Cílem Evropské unie je toto eliminovat a harmonizovat základní prvky právních úprav krytých dluhopisů členských států, čímž bude dosaženo, že *evropský standard* krytých dluhopisů bude představovat, z pohledu investora, předmět nadprůměrně bezpečné investice, a z pohledu emitenta, poměrně levný zdroj dlouhodobého financování a dostupnou možnost diverzifikace jeho investorské báze a aktivit na kapitálových trzích.

Česká právní úprava dříve obsahovala, v porovnání s jinými evropskými státy, množství nedostatků, které se negativním způsobem odrážely na hodnocení hypotečních zástavních listů ratingovými agenturami, zejména tedy v oblasti pravidel pro krytí, rozsahu hypoteční podstaty a v režimu spojeném s úpadkem emitenta.

Novelou zákona o dluhopisech a souvisejících předpisů se zákonodárci podařilo vhodně rozšířit okruh způsobilých krycích aktiv. Vítanou změnou pro praxi je zejména možnost zahrnutí derivátových smluv do krycích portfolií, i když v tomto případě by bylo zřejmě vhodnější, kdyby zákon o dluhopisech stanovil některé další podmínky a kritéria, například na způsobilost derivátové protistrany. Vyřešena byla také automatická akcelerace dluhů a nejistota panující kolem majetkové podstaty emitenta. Podle nového režimu nemá úpadek emitenta žádný vliv na jím vytvořené kryté bloky – dluhy zahrnuté do krytého bloku se nezesplatňují a krycí portfolia se nestávají součástí majetkové podstaty emitenta, čímž jsou krycí aktiva v nich zahrnutá chráněna před nároky třetích osob.

Co však ani nová právní úprava žádným způsobem neřeší, je tvorba rezerv, které by pokryly případný nedostatek likvidity. Dle mého názoru by bylo vhodné, aby česká právní úprava obsahovala striktní požadavek, aby finanční toky z krycího portfolia byly dostatečné na pokrytí všech platebních povinností emitenta. Na druhou stranu je ale nutné podotknout, že i když taková imperativní úprava v zákoně o dluhopisech absentuje, mohou emitenti alespoň na základě vlastního rozhodnutí vytvořit přezajištění ve vyšším limitu, než je vyžadováno, či uzavřít derivátové smlouvy k zajištění tohoto rizika.

Shrňme-li všechny klady a drobné nedostatky nové právní úpravy, nepochybně tento legislativní počín můžeme hodnotit za pozitivní posun směrem k vyrovnání se právním úpravám vyspělých evropských zemí a velký krok k zatraktivnění krytých dluhopisů nejen v měřítku evropského trhu.

Při určování toho, co je *evropským standardem* v oblasti právní úpravy krytých dluhopisů, nelze hledět pouze na legislativní a jiné počiny ze strany orgánů Evropské unie. Domnívám se, že skutečný *evropský standard* lze určit pouze kombinací evropského právního rámce a toho, co je *obvyklé* v právních úpravách jednotlivých členských států. Za klíčové aspekty proto byly v této práci označeny čtyři specifické okruhy témat a problémů, které tvoří jádro právní úpravy krytých dluhopisů: (i) krycí aktiva a složení krycího portfolia; (ii) přezajištění a krycí testy; (iii) odolnost

vůči úpadku – tedy speciální režim, který se bude aplikovat v případě úpadku emitenta; a (iv) ochrana investorů.

Na základě provedených rozborů německé, belgické a nizozemské právní úpravy a srovnání těchto vybraných základních znaků konstatuji, že se nová česká právní úprava (i s drobnými nedostatky, které stále obsahuje) může směle zařadit mezi vyspělé národní úpravy členských států.

Seznam použitých zdrojů

1. Seznam použité literatury

1.1. Učebnice a monografie

- BAŘINOVÁ, Dagmar, VOZŇÁKOVÁ, Iveta. Pohledávky právně daňově účetně. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, 135 s. ISBN: 978-80-247-1816-3.
- DĚDIČ, Jan, PAULY, Jan. Cenné papíry. 1. vydání. Praha: Prospektum, 1994, 218 s. ISBN: 80-85431-98-X.
- FABOZZI, Frank J. Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments. 1. vydání. Wiley, 2008, 852 s., ISBN: 978-0470078143.
- FABOZZI, Frank J. The Handbook of Mortgage-Backed Securities, 7. vydání. Oxford University Press, 2016, 864 s. ISBN: 978-0198785774
- FABOZZI, Frank J., BHATTACHARYA, Anand K. Asset-Backed Securities, 1. vydání, Wiley, 1996, 410 s. ISBN: 978-1883249106
- GOLIN, Jonathan. Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives. Euromoney Institutional Investor PLC, 2006, 352 s. ISBN: 978-1843742197.
- HORÁK, Josef. Přehled vývoje českých obchodních bank, Nákladem Literárního Výboru Obchodnického Spolku Merkur, 1913, 260 s. Obchodní knihovna Merkur, č. 21.
- CHALUPA, Ivan, REITERMAN, David. Cenné papíry: základy soukromého práva. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2014, 240 s. ISBN: 9788074005428.
- JOBST, Norbert, DE SERVIGNY, Arnaud. The Handbook of Structured Finance. McGraw-Hill Education, 2007, 500 s. ISBN: 978-0071468640.
- KEMMISH, Richard. WILKINSON, Charu, ANDRUSZKIEWICZ, Oskar. Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours. Final report. Brusel: Evropská unie, 2017, 188 s. ISBN: 978-92-79-71692-8.
- KOPPMANN, Tobias. Gedeckte Schuldverschreibungen in Deutschland und Großbritannien: Pfandbriefe und UK covered bonds im Rechtsvergleich (Schriften

zum Europäischen und Internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht. De Gruyter, 2009, 657 s. ISBN: 978-3899496499.

- KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila a JINDŘICH, Víték. Právo cenných papírů. Praha: C. H. Beck, 2013, 264 s. ISBN: 978-80-7400-515-2.
- KOTHARI, Vinod. Securitization – The Financial Instrument of the Future, 1. vydání, Wiley, 2006, 1200 s. ISBN: 978-0470821954.
- KRAVITT, Jason H.P. Securitization of Financial Assets. 3. vydání. Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S., 2018, 2118 s. ISBN: 9780735561922.
- MANTYSAARI, Petri. The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law. Springer, 2010, 426 s. ISBN: 978-3-642-03057-4.
- MOBIUS, Mark. Bonds: An Introduction to the Core Concepts, John Wiley & Sons, 2012, 250 s. ISBN: 978-0470821473.
- NOVOTNÝ, Petr, IVIČIČOVÁ, Jitka, NOVOTNÁ, ŠTÝSOVÁ, Monika. Nový občanský zákoník: Principy a základní pojmy. Grada Publishing, 2014, 144 s. ISBN: 978-80-247-5163-4.
- PAULY, Jan. Teoretické a legislativní základy cenných papírů. Praha: Wolters Kluwer, 2016, 424 s. ISBN: 978-80-7552-421-8.
- POHL, Manfred. Handbook on the History of European Banks, Edward Elgar Publishing, 1994, 1311 s. ISBN: 1-85278-919-0.
- SPANGLER, Manuela. Modelling German Covered Bonds. Wiesbaden: Springer, 2018, 266 s. ISBN 978-3-658-23914-5.
- WERNER, Ralf, SPANGLER, Manuela. German Covered Bonds: Overview and Risk Analysis of Pfandbriefe. Springer International Publishing, 2014, 82 s. ISBN 978-3-319-02552-0.
- WOOD, Philip. Law and Practice of International Finance. Londýn: Sweet & Maxwell, 2008, 500 s. ISBN: 978-1847032553.

1.2. Komentářová literatura

- HUSTÁK, Zdeněk, ŠOVAR, Jan, FRANĚK, Michal, SMUTNÝ, Aleš, CETLOVÁ, Klára, DOLEŽALOVÁ Daniela. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 1032 s. ISBN: 978-80-7400-433-9.
- LAVICKÝ, Petr. *Občanský zákoník I. Obecná část (§ 1-654). Komentář*. 1. vydání, Praha: C. H. Beck, 2014, 2400 s. ISBN: 978-80-7400-529-9.

1.3. Odborné články

- BENTEUX, Gregory, VAN GALLEBAERT, Christine, BLIESENER, Dirk, SCHNEIDER, Hannes, WAGNER Henri, PÉPORTÉ, Paul, SCHELTEMA, Arjan H., MERCER, Colin, BLACK, Richard. Regulated covered bonds: a comparative review. *Capital Markets Law Journal*. 2009, roč. 4, č. 3, str. 341–382. ISSN: 1750-7219.
- CRABB, John. PRIMER: covered bonds. *International Financial Law Review*, 2018, roč. 37 č. 5. ISSN: 0262-6969.
- INSTEFJORD, Norvald. Risk and hedging: Do credit derivatives increase bank risk? *Journal of Banking & Finance*. 2005, č. 2, roč. 29., str. 333-345. ISSN: 0378-4266.
- JONES, Sam. The Long Arm of the Law: Covered Bonds Are Breaking Free of the Legislation that Made Them. *International Financial Law Review*. 2007, roč. 26 č. 21, str. 22–23. ISSN: 0262-6969.
- KIERSZENBAUM, Sylvia, VAN DE WIELE, Willem, DE JONGHE, Steven. Belgian covered bonds: an overview of the legislative framework. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*. 2013. str. 102-108. ISSN: 0269-2694
- MIŠŮR, Peter. Směrem k celoevropskému rámci pro kryté dluhopisy. *Obchodněprávní revue*. 2017, č. 10, roč. 9, str. 298. ISSN 1803-6554.
- PAVELKA, František. Hypotéky v ČR – trocha praktické teorie. *Finance a úvěr*. 1996, roč. 46, č. 9, Ministerstvo Financí, 1996, str. 539-552. ISSN 0015-1920.
- QUIRK, Patrick. Cover Me: The Economy Is on Fire (The Gergman Pfandbrief). *German Law Journal*. 2010, roč. 11, č. 12, str. 1323-1347. ISSN: 2071-8322.

- RICE, Jim, ROBERTS, Andrew, KELLY, Katie. The Many Faces of Covered Bonds in Europe. *International Financial Law Review*. 2004, roč. 23, č. 30, str. 33-45. ISSN: 0262-6969.
- SCHELTEMA, A.H., Pfandbriefe, covered bonds of gedekte obligaties. *Maandblad voor Vermogensrecht*. 2015, č. 6, str. 177-185. ISSN 1574-5767.
- SCHWARCZ, Steven. The conundrum of covered bonds. *The Business Lawyer*. 2011, roč. 66, č. květen 2011, str. 561-586. ISSN: 0007-6899.
- VANTUCH, Pavel. K právní úpravě hypotečního úvěrování a možnostem její realizace. *Právní rozhledy*. 1995. roč. 3, č. 10. str. 339. ISSN 1210-6410.
- WHITELEY, Christopher. G20 reforms, hedging and covered bonds. *Capital Markets Law Journal*, roč. 7, č. 2, str. 155. ISSN, 1750-7227.

1.4. Ostatní

- BUJALANCE, Raquel, FERREIRA, Eva. *An Analysis of the European Covered Bond Market* [online]. Research Paper UIB Congres [cit. 8. 7. 2019]. Dostupné z: http://www.uibcongres.org/imgdb/archivo_dpo3674.pdf

2. Seznam použitých internetových zdrojů

- BEAUMONT, Joost. Covered Bond Harmonisation: A Milestone Reached. In: ECBC European Covered Bond Fact Book 2019 [online] 14. vydání. The European Covered Bond Council, 2019, str. 600 [cit. 26. 8. 2019]. Dostupný z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/08/ECBC-Fact-Book-2019-web-version.pdf>
- BEAUMONT, Joost, BOUDEWIJN, Dierick. Covered bond harmonisation: where do we stand? European Covered Bond Council: ECBC European Covered Bond Fact Book 2017, [online] 12. vydání. The European Covered Bond Council, 2012 [cit. 1. 9. 2019]. Dostupný z: https://www.securitisation.com.au/Library/General%20Market%20and%20Product%20Material/ECBC-Fact-Book-2017_Web.pdf. **Chyba! Odkaz není platný.**
- European Commission. Consultation Document: Covered Bond in the European Union. 2015, [online]. The European Commission, 2015. Dostupný z:

https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf

- European Covered Bond Council: ECBC European Covered Bond Fact Book 2018, [online] 13. vydání. The European Covered Bond Council, 2018 [cit. 16. 7. 2019]. Dostupý z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2018/08/ECBC-Fact-Book-2018-final.pdf>
- European Covered Bond Council: ECBC European Covered Bond Fact Book 2019, [online] 14. vydání. The European Covered Bond Council, 2019 [cit. 7. 8. 2019]. Dostupný z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2019/08/ECBC-Fact-Book-2019-web-version.pdf>
- European Securities and Market Authority: List of categories of covered bonds and issuers of covered bonds, 2014 [online]. European Securities and Market Authority [cit. 21. 7. 2019]. Dostupné z: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/consolidated_document_update_march_2014.pdf
- Evropská centrální banka. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 22. srpna 2018, k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o vydávání krytých dluhopisů a veřejném dohledu nad krytými dluhopisy a o změně směrnic 2009/65/ES a 2014/59/EU a k návrhu nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 575/2013, pokud jde o expozice v krytých dluhopisech. [online] [cit. 10. 9. 2019] Dostupný z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2018_37_f_sign.pdf
- Evropská centrální banka. Stanovisko Evropské centrální banky ze dne 9. dubna 2018 k právnímu rámci pro kryté dluhopisy (CON/2018/18), Česká republika [online]. [cit. 3. 8. 2019]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/cs_con_2018_18_f_sign.pdf.
- Evropská rada pro kryté dluhopisy. ECBC Response to the European Commission's Consultation document on Covered Bonds in the European Union. 2016, [online]. Evropská rada pro kryté dluhopisy, 2016. [cit. 27. 9. 2019] Dostupný z: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/03/Final-ECBC-Response-to-EC-Consultation-on-Covered-Bonds-in-the-EU-05.01.16.pdf>

- Evropský orgán pro bankovníctví. EBA Report on covered bonds: recommendations on harmonisation of covered bond frameworks in the EU. 2016, [online]. Evropský orgán pro bankovníctví, 2016. [cit. 7. 9. 2019] Dostupný z: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1699643/d2b08b75-601f-4de3-ba36-ad674cdc0d46/EBA%20Report%20on%20Covered%20Bonds%20%28EBA-Op-2016-23%29.pdf?retry=1>
- Evropský orgán pro bankovníctví. EBA Report on EU covered bond frameworks and capital treatment. 2014 [online]. Evropský orgán pro bankovníctví 2014. [cit. 7. 9. 2019] Dostupný z: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/534414/fa5bf6ec-6301-4b90-8f98-3324333c82a4/EBA%20Report%20on%20EU%20Covered%20Bond%20Frameworks%20and%20Capital%20Treatment.pdf?retry=1>
- Evropská komise. Explanatory memorandum to the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council, on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directive 2009/65/EC and Directive 2014/59/EU. 2018, [online]. [cit. 15. 9. 2019]. Dostupný z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1425/publication/184870/attachment/090166e5b929766d_en
- Evropský parlament. Legislative Train Schedule [online]. Evropský parlament, ©2019. [cit. 7. 8. 2019]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-deeper-and-fairer-internal-market-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-covered-bonds-issue-and-supervision>
- Důvodová zpráva k vládnímu návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění zákona č. 183/2017 Sb., a další související zákony [online]. Sněmovní tisk č. 93/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, 2017, VIII. volební období, [cit. 21. 7. 2019]. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=93&CT1=0>
- Důvodová zpráva k zákonu č. 89/2012 Sb., občanský zákoník [online]. Sněmovní tisk č. 362/0. Parlament České republiky, Poslanecká sněmovna, 2011, VI. volební období [cit. 1. 6. 2019]. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?o=6&ct=362&ct1=0>

- Moody's Investor Services, Inc. Rating Methodology: Moody's Approach to Rating Covered Bonds [online]. Moody's Investors Services, Inc.: ©2019 [cit. 1. 8. 2019]. Dostupné z: http://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBS_1044142
- PACKER, Frank, STEVER, Ryan, UPPER, Christian. The covered bond market [online]. Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, 2007, str. 44 [cit. 24. 8. 2019]. Dostupné z: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709f.pdf
- PASCUAL, Antonio, RIBAKOVA, Elina, AVESANI, Renzo. The Use of Mortgage Covered Bonds [online]. IMF Working Papers, 2007, č. 07. 10.5089/9781451865844.001. 1., str. 4 [cit. 8. 8. 2019]. Dostupný z: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Use-of-Mortgage-Covered-Bonds-20172>
- Pracovní komise pro hodnocení dopadů regulace. Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (RIA). Návrh: zákon, kterým se mění zákon č. 190/2004, o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. [online]. [cit. 1. 11. 2019], str. 2. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=133625>
- SCHULZ, Michael. Derivatives in cover pools. In: European Covered Bond Council: ECBC European Covered Bond Fact Book 2012, [online] 7. vydání. The European Covered Bond Council, 2012, str. 125-130 [cit. 2. 10. 2019]. Dostupý z: <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/pol/content/download/1338/6611/file/ECBC%20Fact%20Book%202012.pdf>
- Standard & Poor's Financial Services LLC. Guidance, Criteria, Structured Finance, Covered Bonds: Covered Bonds Criteria [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC: ©2019 [cit. 1. 8. 2019]. Dostupné z: https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/ratings/ratings-criteria.
- Thomson Reuters. Practical Law Finance. Covered Bonds [online]. Thomson Reuters, ©2019. [cit. 20. 8. 2019]. Dostupné z: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-385-0864>

3. Seznam použitých právních předpisů

3.1. Zákony a podzákoné právní předpisy

- Zákon č. 21/1992, o bankách, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Nařízení vlády č. 243/2013 Sb., o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech a řešení krize na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>
- Zákon č. 307/2018 Sb., ze dne 4. prosince 2018, kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, ve znění pozdějších předpisů. In: Beck-online [právní informační systém]. C. H. Beck. Dostupný z: <http://www.beck-online.cz>

- Vyhláška České národní banky č. 2/2019 Sb., o evidenci krytých bloků. Dostupný z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/vyhlaskey/vyhlaskey_2_2019.pdf

3.2. Právní předpisy Evropské unie

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>
- Nařízení Komise č. 1126/2008 ze dne 3. listopadu 2008, kterým se přijímají některé mezinárodní účetní standardy v souladu s nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012, ze dne 26. června 2013. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/65/EU, o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU, ze dne 15. května 2014. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/59/EU, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků a kterou se mění příslušné předpisy EU, ze dne 15. května 2014. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu>

3.3. Zahraniční právní předpisy

- NĚMECKO: Pfandbriefgesetz vom 22. Mai 2005, BGBl. I S. 1373. Dostupný z: <https://www.gesetze-im-internet.de/pfandbg/BJNR137310005.html>

- NĚMECKO: Verordnung über die Sicherstellung der jederzeitigen Deckung von Hypothekendarbriefen, Öffentlichen Darbriefen, Schiffsdarbriefen und Flugzeugdarbriefen nach dem Barwert und dessen Berechnung bei (DarbriefbankenDarbrief-Barwertverordnung) vom 14. Juli 2005, BGBl. I S. 2165. Dostupný z: https://www.gesetze-im-internet.de/darbriefbarwertv_2005/BJNR216500005.html
- BELGIE: Wet van 3 augustus 2012 tot invoering van een wettelijke regeling voor Belgische covered bonds, nummer 2012003256 **Chyba! Odkaz není platný.**
- BELGIE: Koninklijk Besluit van 11 oktober 2012 betreffende de uitgifte van Belgische covered bonds door kredietinstellingen naar Belgisch recht, nummer 2012003308 https://www.nbb.be/doc/cp/nl/aboutcbfa/wg/pdf/rd_11-10-2012a.pdf
- BELGIE: Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen, nummer 2014003194. **Chyba! Odkaz není platný.**
- NIZOZEMÍ: NIZOZEMÍ: Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht). Dostupný z: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2019-08-01>
- NIZOZEMÍ: Besluit van 22 mei 2012 houdende nadere regels met betrekking tot de financiële markten in de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius en Saba en de financiële ondernemingen die op die markten werkzaam zijn (Besluit financiële markten). Dostupný z: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0031636/2019-01-01>

Seznam obrázků

- Obrázek 1: Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí v Evropské unii
- Obrázek 2: Objem nesplacených krytých dluhopisů a jejich emisí v České republice
- Obrázek 3: Grafické znázornění integrovaného modelu
- Obrázek 4: Grafické znázornění odděleného modelu
- Obrázek 5: Přehled klíčových oblastí, kde je vyžadována změna regulace
- Obrázek 6: Grafické znázornění změn v právní úpravě krytých dluhopisů
- Obrázek 7: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Německo)
- Obrázek 8: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Belgie)
- Obrázek 9: Grafické znázornění jednotlivých hodnocených prvků (Nizozemí)
- Obrázek 10: Znázornění komparace analyzovaných národních právních úprav

Nová právní úprava krytých dluhopisů: dosáhli jsme evropského standardu?

Abstrakt

Předmětem této diplomové práce je právní úprava krytých dluhopisů, nově zavedené kategorie dluhových cenných papírů v českém právu. Práce si klade za cíl především zanalyzovat vybrané aspekty představující základ nové právní úpravy krytých dluhopisů a nedostatky, které byly předchozí právní úpravě vytýkány, dále popsat základní rysy evropské regulace krytých dluhopisů s cílem odpovědět si na otázku, co onen *evropský standard* představuje, a zdali se dá jednoznačně určit na základě analýzy evropského práva. Práce zohledňuje jak přístup Evropské unie k regulaci krytých dluhopisů, ale také způsob, jakým je tato problematika řešena na úrovni národních právních úprav vybraných členských států.

Tato diplomová práce se člení na čtyři části. První část se zabývá vymezením pojmu *krytý dluhopis* a uvádí některé širší souvislosti práva cenných papírů, včetně historie krytých dluhopisů. Obsahuje také vymezení rozdílů mezi krytými dluhopisy a cennými papíry jim nejbližší podobnými (tedy zajištěnými dluhopisy, asset-backed securities a nezajištěnými seniorními dluhopisy). Druhá část se zaměřuje na přístup k regulaci krytých dluhopisů ze strany Evropské unie, a dále vymezuje čtyři základní okruhy prvků regulace krytých dluhopisů, na které se tato práce dále více zaměřuje. V této části je také rozebírána problematika tzv. regulovaných a neregulovaných (strukturovaných) krytých dluhopisů, včetně integrovaného a odděleného modelu vydávání krytých dluhopisů. Náplní třetí části této práce je rozbor vybraných problémů nové právní úpravy a její zhodnocení na základě komparace s úpravou předchozí, a to zejména v kontextu nedostatků, které byly předchozí právní úpravě vytýkány. Čtvrtá, závěrečná, část se snaží nalézt *evropský standard* regulace krytých dluhopisů z pohledu toho, co je *obvyklé* v právních úpravách vybraných členských států. V této části je tak zkoumána právní úprava krytých dluhopisů v Německu, Belgii a Nizozemí.

Klíčová slova: kryté dluhopisy, hypoteční zástavní listy, právní úprava krytých dluhopisů

New legal regulation of covered bonds: Have we reached the European standard?

Abstract

The subject matter of this thesis is regulation of covered bonds, as a newly introduced category of debt securities in Czech law. The thesis aims to analyse selected aspects of the new regulatory regime through its fundamentals, as well as shortcomings and imperfections of the previous regulatory regime. In order to answer the question of what the *European standard* is and whether it can be unequivocally determined on the basis of analysis of the relevant European legislation, it also describes basic features of the European regulation. Besides the European Union's point of view, the thesis also reflects the way in which is the issue of proper regulation dealt with at the national level.

The thesis is divided into four main parts. The first part defines the term *covered bond* and provides with a broader context of securities law, including the history of covered bonds. The thesis further identifies the main differences between covered bonds and other debt securities that are closely similar to covered bonds (i.e. secured notes, asset-backed securities and unsecured senior notes). The second part focuses on the European approach towards regulation and further determines four main features of the regulation of covered bonds. This part also discusses the issue of so-called regulated and unregulated (structured) covered bonds, including the integrated and segregated covered bond issue model. The content of the third part of this thesis is an analysis of the selected aspects of the new regulatory regime, especially in the context of the shortcomings and imperfections of the previous regulatory regime. The fourth, final, part seeks to find the *European standard* of covered bond regulation in the terms of *market practice* within the regulation of the selected Member States. Thus, the fourth part reflects also German, Belgian and Dutch regulation of covered bonds.

Keywords: covered bonds, mortgage covered bonds, regulation of covered bonds